

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN REZERV  
YÖNETİM POLİTİKALARI VE KREDİ MEKTUPLU DÖVİZ  
TEVDİAT HESAPLARININ ANALİZİ**

Özge MAHLEBİCİLER

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
Muhasebe Genel Müdürlüğü  
Ankara, Ekim 2006

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN REZERV  
YÖNETİM POLİTİKALARI VE KREDİ MEKTUPLU DÖVİZ  
TEVDİAT HESAPLARININ ANALİZİ**

Özge MAHLEBİCİLER

Danışman

Prof.Dr. Ömer Faruk ÇOLAK

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
Muhasebe Genel Müdürlüğü  
Ankara, Ekim 2006

## ÖNSÖZ

Uluslararası rezervler, para politikalarının uygulanması konusunda sağladığı yüksek manevra gücü nedeniyle yoğun şekilde talep edilmeye devam etmektedir. Ülkeler açısından rezerv yönetimi özellikle son yıllarda önemi artan bir konudur. Ülkemiz açısından da TCMB'nin rezervleri ülke risk primini azaltan ve kolay dış borçlanma sağlamak açısından bir güvence teşkil eden, aynı zamanda da finansal serbestleşme sonrası yaşanan döviz krizlerinde de güvenilecek bir kaynak teşkil etmektedir. KMDTH de ülkemizin son yıllarda yaşadığı döviz krizleri kaynaklı finansal krizlerde bu amaca yönelik olarak hizmet etmiştir. KMDTH'nin ülkemiz rezerv birikimi açısından değerlendirildiğinde güvenli bir kaynak olduğunu söylemek mümkündür.

Bu tez çalışması ile KMDTH'nin TCMB rezervleri ve rezerv yönetimi açısından değerlendirilmesi yapılmış ve önemi vurgulanmıştır. Çalışma sırasında yaşanan en büyük zorluk benzer uygulama örneklerinin olmaması nedeniyle literatürde konu ile ilgili sınırlı kaynak bulunmasıdır.

Bu tez çalışmasının amacı, döviz krizleri ve döviz darboğazları yaşayan ülkemiz açısından TCMB'nin rezervleri içinde önemli bir kalem teşkil eden KMDTH'nin rezerv yönetim politikaları ışığında gelişimini izlemek ve hesapların fayda maliyet analizini yapmaktır. Bu amaç doğrultusunda, çalışmamda büyük katkısı olan tez danışmanım Prof. Dr. Ömer Faruk Çolak'a, Muhasebe Genel Müdür Yardımcısı Mesut Arslan'a, Kambiyo Muhasebesi Müdürü Engin Bulduk'a, Müdür Yardımcısı Nilgün Özer'e, çalışmam sırasında her türlü desteği veren mesai arkadaşlarıma ve Hülya Ardiç'a, katkılarından dolayı Nilgün Sezer Çakmak, Bülent Çetin, Fulya Sevinç Oral, Tefik Koldaş ve Gözde Ataç'a, yoğun çalışma döneminde tüm varlığı ile yanımda olan sevgili eşim Volkan'a, biricik kardeşim Özgür'e ve desteklerini esirgemeyen ailelerimize, ayrıca sabır gösteren tüm dostlarıma sonsuz teşekkür ederim.

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	v
ŞEKİL LİSTESİ.....	vii
KISALTMA LİSTESİ.....	viii
ÖZET.....	x
ABSTRACT.....	xii
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>ULUSLARARASI REZERVLER.....</b>	<b>4</b>
1.1. Uluslararası Rezerv Tanımı.....	4
1.2. Uluslararası Rezerv Varlıkları.....	5
1.3. Global Döviz Rezervlerinin Rezerv Varlıkları Açısından Dağılımı.....	7

## İKİNCİ BÖLÜM

<b>MERKEZ BANKALARININ REZERV YÖNETİMİ.....</b>	<b>10</b>
2.1. Merkez Bankalarının Rezerv Talebinin Nedenleri.....	11
2.1.1. Ulusal Paranın Değişim Değerini Sabitlemek.....	11
2.1.2. Para ve Kur Politikalarını Desteklemek.....	11
2.1.3. Dış Borç Servisini Karşılama.....	12
2.1.4. Acil Durumlara Karşı Koruma Sağlama.....	13
2.1.5. İthalatı Finanse Etmek.....	14
2.2. Dünya Rezerv Talebinin Gelişimi.....	14
2.3. Rezerv Talebini Etkileyen Unsurlar.....	16
2.3.1. Döviz Kuru Rejimleri.....	16
2.3.2. Rezerv Bulundurma Maliyetleri ve Optimum Rezerv Düzeyi.....	24
2.4. Rezerv Yeterliliği ve Ölçülmesi.....	27
2.4.1. Rezerv / İthalat Oranı.....	28

2.4.2. Rezerv / Kısa Vadeli Dış Borç Oranı.....	29
---	----

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>TÜRKİYE'DE REZERV BİRİKİMİ VE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN REZERV YÖNETİMİ.....</b>	<b>32</b>
3.1. 32 Sayılı Karar Sonrası Türkiye Ekonomisi.....	32
3.2. Ödemeler Bilançosu Hareketlerinin İncelenmesi Yoluyla Türkiye'de Rezerv Birikim Sürecinin Açıklanması.....	36
3.3. Türkiye'de Rezerv Yönetimine İlişkin Yetki ve Sorumluluk.....	42
3.4. TCMB'nin Rezerv Yeterliliği ve Optimum Rezerv Düzeyi.....	43
3.5. Türkiye'de Yüksek Rezerv Bulundurulmasının Sebepleri.....	44

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

<b>PARA VE REZERV YÖNETİM POLİTİKALARI IŞIĞINDA KMDTH'NİN GELİŞİMİ VE ANALİZİ.....</b>	<b>47</b>
4.1. Rezervlerin Desteklenmesine Yönelik Hesap Tesisi Uygulamaları.....	47
4.1.1. Döviz Çevrilebilir Mevduat Hesapları.....	48
4.1.2. Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat ve Süper Döviz Hesapları.....	54
4.2. Uygulanan Para ve Rezerv Yönetim Politikaları Işığında KMDTH'nin Gelişimi.....	57
4.2.1. 1990-1994 Dönemi.....	57
4.2.2. 1995-2001 Dönemi.....	62
4.2.3. 2002-2005 Dönemi.....	73
4.3. TCMB'nin Bilançosu ve Ekonomik Veriler İzlenerek KMDTH'nin Analizi.....	79
4.3.1. KMDTH ve Net Döviz Rezervlerinin Karşılaştırılması.....	79
4.3.2. KMDTH Bakiyelerinin Toplam Yükümlülükler ile Karşılaştırılması.....	81
4.3.3. KMDTH Bakiyelerinin Toplam Döviz ve Toplam Dış Döviz Yükümlülükleri İle Karşılaştırılması.....	83
4.3.4. Toplam Yükümlülüklerin Dağılımı.....	84
4.3.5. KMDTH'nin Rezerv Birikimine Katkısı.....	85
4.3.6. KMDTH Toplam Faiz Ödemelerinin Analizi.....	87
4.3.7. KMDTH Toplam Faiz Ödemelerinin Rezerv Getirileri ile Karşılaştırılması.....	89

4.3.8. KMDTH Faizlerinin Diğer Faiz Alternatifleri ile Karşılaştırılması.....	90
4.3.9. Stand-By Bilançosu Gösteriminde KMDTH.....	92

## **BEŞİNCİ BÖLÜM**

<b>SONUÇ ve ÖNERİLER .....</b>	<b>95</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>102</b>

## TABLO LİSTESİ

### Sayfa No

Tablo 1.1. Global Döviz Rezervlerinin Rezerv Varlıkları Açısından Dağılımı..8	8
Tablo 2.1. Ülke Grupları Açısından Toplam Rezervlerin (Altın Hariç) Dağılımı (1960-2005, Milyar SDR) .....	15
Tablo 2.2. Ülke Grupları Açısından Toplam Rezervlerin (Altın Hariç) Dağılımı (1990-2005, Milyar Dolar) .....	16
Tablo.2.3. Seçilmiş Ülkelerde Rezerv / 3 Aylık İthalat Oranı, 1990-2005.....	29
Tablo 2.4. Seçilmiş Ülkelerde Rezerv / KVB, 1990-2004.....	30
Tablo 3.1. İç Borçlanmanın Alıcılara Göre % Olarak Dağılımı.....	35
Tablo 3.2. TCMB'nin Rezerv Yeterliliği Oranları.....	43
Tablo 4.1. DÇMH Toplamı, Brüt ve Net Döviz Rezervleri (Milyon Dolar).....	52
Tablo 4.2. DÇMH Faiz Ödemelerinin Toplam Faiz Ödemelerine Oranı .....	53
Tablo 4.3. KMDTH'nin 01.05.1981-17.08.1990 Arası Faiz Değişimleri.....	56
Tablo 4.4 Genel Ekonomik Dengeler,1990-1994 .....	58
Tablo 4.5. Ödemeler Bilançosu Hareketleri,1990-1994 (Milyon Dolar).....	59
Tablo 4.6. Genel Ekonomik Dengeler,1995-2001 .....	63
Tablo 4.7. Ödemeler Bilançosu Hareketleri, 1995-2001 (Milyon Dolar).....	64
Tablo 4.8. Genel Ekonomik Dengeler, 2002-2005 .....	74
Tablo 4.9. Ödemeler Bilançosu Hareketleri, 2002-2005 (Milyon Dolar).....	75
Tablo 4.10. TCMB 2001 Sonrası KMDTH Faiz Oranları Değişiklikleri .....	78
Tablo 4.11. TCMB 2001 Sonrası SDH Faiz Oranları Değişiklikleri.....	79
Tablo 4.12. KMDTH / Toplam Yükümlülük ve Toplam Varlık Oranları.....	82
Tablo 4.13. Yabancı Para Faiz Ödemeleri Dağılımı (1995-2005), Milyon Euro.....	87

Tablo 4.14. Toplam Faiz Giderleri, KMDTH ve SDH Ödenen Toplam Brüt Faizler, Milyon Euro.....	88
Tablo 4.15. Alternatif Yatırım Araçları ile Kaşılaştırma.....	91
Tablo 4.16. 2001 Sonrası KMDTH Faiz Değişiklikleri.....	91
Tablo 4.17. Net Uluslararası Rezervler.....	93
Tablo 4.18. Brüt Uluslararası Yükümlülükler.....	94



## ŞEKİL LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 2.1. Dünya Toplam Rezerv Talebi.....	14
Şekil 3.1. TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi (1995=100).....	33
Şekil 3.2. Bankaların Açık Pozisyonları, 1990-2005.....	35
Şekil 3.3. Cari İşlemler Dengesi, 1990-2005.....	37
Şekil 3.4. Dış Ticaret Dengesi, 1990-2005.....	37
Şekil 3.5. Türkiye’de Doğrudan Yatırımlar ve Özelleştirme Gelirleri, 1990-2005.....	39
Şekil 3.6. Türkiye’de Portföy Yatırımları, 1990-2005.....	40
Şekil 3.7. Türkiye’de Uzun ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, 1990-2005.....	41
Şekil 4.1. DÇMH’ nin Gelişimi.....	49
Şekil 4.2. KMDTH’ nin Gelişimi.....	56
Şekil 4.3. 2002 Yılından İtibaren Toplam Doğrudan Döviz Alım Müdahaleleri.....	77
Şekil 4.4. 2002 Yılından İtibaren Döviz Alım İhaleleri.....	77
Şekil 4.5. KMDTH Toplam Bakiyesi ile Net Döviz Rezervlerinin Karşılaştırılması (1990-2005).....	80
Şekil 4.6. KMDTH Bakiyelerinin Toplam Dış Döviz Yükümlülükleri ve Toplam Döviz Yükümlülükleri İle Karşılaştırılması.....	83
Şekil 4.7. MBP, Toplam Döviz Yükümlülükleri ve KMDTH.....	85
Şekil 4.8. Kısa Vadeli Sermaye, Potföy Yatırımları ve TCMB Mevduatı.....	86
Şekil 4.9. Döviz Depo ve Portföy Gelirleri ile İşçi Hesaplarına Ödenen Faizler.....	89

## KISALTMA LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
API	: Açık Piyasa işlemleri
BIS	: Bank For International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
BUY	: Brüt Uluslararası Yükümlülükler
CHF	: İsviçre Frangı
DB	: Dünya Bankası
DEM	: Alman Markı
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DTH	: Döviz Tevdiat Hesapları
EDP	: Enflasyonu Düşürme Programı
EUR	: Euro (Avrupa Birliği Ortak Para Birimi)
FRF	: Fransız Frangı
FRNY	: Federal Reserve Bank of Newyork (Amerikan Merkez Bankası)
GEGP	: Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
KMDTH	: Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesabı
KVA	: Kısa Vadeli Avans
KVB	: Kısa Vadeli Dış Borçlar
KVS	: Kısa Vadeli Sermaye
MBP	: Merkez Bankası Parası

NDV	: Net Dış Varlık
NİV	: Net İç Varlık
NLG	: İsviçre Frangı
NUR	: Net Uluslararası Rezervler
SDH	: Süper Döviz Hesabı
SDR	: Special Drawing Rights (Özel Çekme Hakları)
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
USD	: Amerikan Doları
UVS	: Uzun Vadeli Sermaye

## ÖZET

Uluslararası rezervler bir ülkenin para politikalarını belirlerken manevra gücünü arttıran en önemli değişken olması nedeniyle para politikaları açısından büyük önem taşımakta ve yönetimi son yıllarda artan finansal krizlerden sonra giderek daha fazla önem kazanmaktadır. 1973 yılında Bretton Woods sisteminin çöküşünü takiben sabit kur rejimlerinden dalgalı kur rejimlerine geçiş yaşanması ülkelerin rezerv talebini etkilememiş ve teorik olarak dalgalı kur rejimlerinde rezerv itiyacı azalırken pratikte rezerv birikimlerinin hızla arttığı görülmektedir. Bunun altında yatan temel sebeplerden bir tanesi uluslararası bir son borç verme merciinin olmaması nedeniyle ülkelerin kendi savunma mekanizmalarını geliştirmeye yönelik hareket ederek olası kriz durumlarına karşı yüksek rezervler biriktirmeye yönelmeleridir.

Ülkemizde rezerv yönetimi konusunda yetki ve sorumluluğa sahip tek organ olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da, rezerv edinimi ve yönetimi konusunda benzer bir bakış açısı ile hareket etmektedir. Ülkemiz açısından durumu daha da vazgeçilmez kılan döviz krizleri ile tetiklenen finansal krizler yaşamasıdır. Özellikle 32 Sayılı Karar sonrası hızla istikrarsız sermaye akımlarına açılan ülke ekonomisi büyüme ve rezerv birikimini daha çok kısa vadeli sermaye girişleri ve portföy yatırımları ile finanse etmiştir. Bu bağlamda, özellikle kriz zamanlarında istikrarsızlığı artan bu sermaye akımlarının ülkeyi hızla terk etmesi ülke rezerv birikimi açısından daha sağlam kaynaklara duyulan ihtiyacı beraberinde getirmiştir. Kuruluşu 1976 yılına dayanan Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesapları ve 1994 yılından itibaren Süper Döviz Hesapları bu anlamda finansal krizleri takiben yapılan faiz değişiklikleri ile canlandırılmaya ve döviz krizlerinin aşılmasında bir kaynak olarak kullanılmaya devam etmiştir.

Özellikle kriz dönemlerinde istikrarlı yapısı nedeniyle güvenli bir kaynak teşkil eden ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası rezervleri açısından önemli görülen bu hesapların en azından yakın gelecekte muhafaza edilmesi uygun görülmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** TCMB Rezervleri, Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesapları, Süper Döviz Hesapları

## ABSTRACT

Foreign exchange reserve assets is the main indicator to determine the manoeuvrability of the monetary policy of a country and reserve management became more significant with the recent financial crisis. After 1973, with the collapse of Bretton Woods there was a swap from the fixed exchange rate regimes to floating ones, and an expectation of a decline for the demand of reserves. However, in practice the demand seems to be increasing. One of the main reasons behind the bulk accumulation of reserves is self-protection for the financial crisis in the absence of an international lender of last resort.

In Turkey, Central Bank of Turkey (CBRT), which is the only authorized organization to accumulate and manage the reserve assets, behaves in the same manner. Besides, for our country the need for reserves is much more significant due to the financial crises sparked mainly by currency crisis. After financial integration, Turkey was opened to the inconsistent capital flows and the main reserve accumulation after the 1990's was maintained with the short term capital flows and portfolio investments. Therefore, the need for the safe reserve sources increased rapidly since the foreign capital flows leaves the country quickly in the time of a crisis. In 1976 Foreign Exchange Deposit With Credit Letter Account (FEDCL) and in 1994 Super Foreign Exchange Account (SFEA) were designed to serve as a safety cushion in the time of a currency crisis and by the arrangements of the interest rates this fund was managed productively.

With the confident tendency of the flows for FEDCL and SFEA in the time of a crisis, these accounts are said to be one of the safest source of the reserve assets in Turkey and it would be better for these accounts to be kept.

**Key Words:** Reserves of CBRT, Foreign Exchange Deposit With Credit Letter Accounts, Super Foreign Exchange Accounts.

## GİRİŞ

Uluslararası rezervler, bir ülkenin para otoritesinin kullanıma hazır bulundurduğu, uluslararası piyasalarca konvertibilitesi kabul görmüş, ödemeler bilançosundaki dengesizliklerin doğrudan ya da dolaylı finansmanını sağlayan yabancı para cinsinden kaynaklar bütünüdür. Ülke merkez bankaları, ülke dışından yapılan mal ve hizmet alımlarını ve dış borçlanmalarını finanse etmek amacıyla rezerv talep etmenin yanında gelecekteki belirsizliklere veya acil durumlara karşı da rezerv bulundurmaya isterler. Ancak, çalışmamız açısından önem kazanan neden, merkez bankalarının para ve kur politikasında esneklik sağlamak amacıyla rezerv talep etmeleridir.

Bulundurulacak rezerv miktarı belirlenirken yukarıda bahsedilen nedenler kadar talebi etkileyen bazı unsurlar da önem kazanmaktadır. Bunlardan en önemlisi kur rejimi tercihi olup, uluslararası son borç verme merciinin yokluğu nedeniyle veya son yıllarda artan finansal krizlere karşı korunmak amacıyla rezerv talep edilmesi de esasen bu tercih ile ilgilidir. Rezerv talebini etkileyen bir diğer unsur, tutulan rezervin maliyeti olup optimum rezerv düzeyi kavramıyla yakından ilgilidir. Ülkelerin rezervlerinin yeterliliği de son yıllarda önem kazanan bir başka konu olmuş ve çeşitli oranlar yardımıyla yeterlilik ölçülmeye çalışılmıştır.

Ülkemizde de rezerv yönetimi konusunda tek yetkili kurum olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından benzer amaçlar doğrultusunda talep edilen uluslararası rezervler, ülke risk priminin azaltılması, bu yolla uluslararası piyasalardan daha ucuz borçlanmanın sağlanması ve ülke ekonomisine güvenin artırılması amacıyla yüksek tutulmaya çalışılmaktadır. Türkiye, 1989 finansal serbestleşme sonrası büyüme ve rezerv birikimini sermaye girişleri ile finanse etmiştir. Daha çok kısa vadeli sermaye (KVS) girişleri ve portföy yatırımları şeklinde ülkeye giren

sermayenin akışkanlığının istikrarsız olması ve makroekonomik dengelerin bozulduğu dönemlerde hızla ülkeyi terk etmesi nedeniyle TCMB zararların en aza indirilmesine yönelik politikalar uygulamak durumunda kalmıştır. Bu bağlamda TCMB rezerv yönetim politikaları da 1990'lardan sonra daha fazla önem kazanmış ve rezerv düzeyi yüksek tutulmaya çalışılmıştır.

Rezervlerin desteklenmesine yönelik hiçbir ülkede uygulama örneğine rastlanılmayan şekilde yurtdışında çalışan işçilerimizin kaynak transferleri karşılığında açılan hesaplar, ödenen yüksek faizler nedeniyle yoğun talep görmüş ve belli zamanlarda rezerv ihtiyacına cevap veren bir uygulama olmuştur. Bu hesaplardan çalışmamızda detaylı olarak incelemesi yapılacak olanlar Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesapları (KMDTH) ve Süper Döviz Hesaplarıdır (SDH).

KMDTH ve SDH'den kriz dönemlerinde belirgin şekilde yararlanılması ödenen yüksek faizlerin bu gerekçe ile devam ettirilmesine neden olmuş ancak 2001 Krizi'nden sonra Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund-IMF) ile ilişkilerin artması ve net döviz rezervlerinin ediniminde daha fazla dış yükümlülük yaratılmak istenmemesi sonucu faizler azaltılmaya başlanmış ve hesaplara olan talep giderek azalmıştır.

Çalışmamızın birinci bölümünde, uluslararası rezervlerin tanımı yapılarak, rezervleri oluşturan varlıklar ve varlıkların 1960'lardan bu yana toplam rezervler içindeki gelişimi kısaca özetlenmektedir.

İkinci bölümde, merkez bankalarının rezerv talep etme nedenleri ve dünyadaki toplam rezerv gelişimi üzerinde durulduktan sonra rezerv talebini etkileyen diğer unsurlar açıklanmaktadır. Bu bölümde son olarak rezerv yeterliliği kavramı anlatılarak seçilmiş ülke örneklerinin rezerv yeterlilik oranları hesaplanmaktadır.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde, finansal serbestleşme sonrası Türkiye ekonomisi kısaca özetlendikten sonra, rezerv birikim süreci ödemeler bilançosu hareketleri izlenerek açıklanmış, TCMB'nin rezerv talep etme nedenleri ve rezervlerinin yeterli olup olmadığı belirlenmiştir. Bu bölümde son



olarak ÷lkemizde rezerv dñzeyinin y÷ksek tutulmak istenmesinin arkasındaki nedenlere değinilmiştir.

Çalışmamızın dñrdñncñ bñlñmñnde ise, Tñrkiye’de dñviz rezervlerinin desteklenmesine ilişkin yapılan hesap tesisi uygulamaları açıklandıktan sonra bunlardan KMDTH ve SDH’nin gelişimi ve politika değişiklikleri TCMB para ve rezerv yñnetim politikaları çerçevesinde değerlendirilmektedir. Bu bñlñmñn sonunda TCMB’nin bilanço verileri ve çeşitli makroekonomik gñstergeler ele alınarak sñz konusu hesapların analizi yapılacaktır.

Beřitinci bñlñm olan sonuç bñlñmñnde ise, çalışmamız ile ulaşılan sonuçlar ۆzetlenecek ve genel bir değerlendirme yapılacaktır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ULUSLARARASI REZERVLER

Uluslararası rezervler, ülkelerin sahip oldukları yabancı para cinsinden varlıklardır. Ulusların sahip oldukları rezerv düzeyleri son yıllarda sıkça ortaya çıkan finansal krizlerden sonra daha da önem kazanmıştır. Uluslararası rezervlerin edinimi kadar yönetimi yani değerinin korunması da önemlidir.

Bu bölümde uluslararası rezervlerin tanımı yapılacak ve rezerv varlıklarını oluşturan kalemler belirlenerek global rezerv kompozisyonu içindeki ağırlıkları değerlendirilecektir.

#### 1.1. Uluslararası Rezerv Tanımı

Uluslararası rezervler, uluslararası para sistemleri içinde belirgin bir yere sahip olmakla birlikte ülkeler açısından da önemli bir kaynak değeri taşımaktadır. Bazı finansal varlıkların toplamından oluşan uluslararası rezervler literatürde farklı şekillerde tanımlanabilmektedir.

Uluslararası rezervler, dünya genelindeki ekonomik birimler tarafından finansal yükümlüklerin karşılanmasında her an kullanılacak bir ödeme aracı olarak kabul görmesi ve diğer bir ülke parası veya değeri üzerinden ifade edilmesi halinde değerinin açıkça anlaşılabilir olması şeklinde iki belirgin özellik yardımıyla tanımlanmaktadır (Heller, 1966, s.297).

Horne ve Nahm (2000, s.9), G 10'nu oluşturan ülkelerin kabul ettiği tanımı esas alarak, uluslararası rezervleri para otoritelerinin sahip olduğu ve dış ödemeler açık verdiği zaman döviz kurunu desteklemek amacı ile doğrudan kullanılabilen ya da diğer varlıklara çevrilebilme özelliği mevcut olan tüm varlıklar olarak tanımlamaktadır.

Literatürde en sık kullanılan ve IMF tarafından yapılan tanıma göre ise, döviz rezervleri kullanıma hazır olup para otoriteleri tarafından kontrol edilen, ödemelerdeki dengesizliklerin doğrudan finansmanında veya dengesizliklerin yol açacağı olumsuz durumların dolaylı olarak düzenlenmesi ve denetlenmesinde, döviz kurunu etkilemek suretiyle piyasalara müdahale amacı ile kullanılan dış varlıklardır (IMF, 1993, s.424).

Bu tanımlardan hareketle, uluslararası rezervlerin çabuk ve kesin biçimde başka döviz cinslerine çevrilebilmesi gerektiğini ve merkez bankalarının piyasalara müdahalesi açısından esneklik sağladığını söylemek mümkündür.

## **1.2. Uluslararası Rezerv Varlıkları**

Uluslararası rezerv varlıkları genel olarak altın, Özel Çekme Hakları (SDR), IMF Rezerv Pozisyonu ve döviz rezervleri olmak üzere 4 ana başlıkta toplanmaktadır (Kester, 2001, s.2).

Altın, uluslararası rezervlerin en eski kaynağıdır ve tarihsel olarak rezerv tanımları içinde önemli bir yer tutmuştur. Merkez bankaları altını, Altın Standardı döneminde dolaşımdaki paralarının değerini belirlemekte kullanmışlardır. Bretton Woods Sistemi'nde de ülke paraları dolara endekslenmiş ve dolara altın cinsinden (1 ons altın=\$35) bir değer biçilmiştir. Bretton Woods sisteminin 1970'li yılların başında çöküşünden sonra dalgalı kur rejimlerinin yaygınlaşması ile altının uluslararası para sistemi içindeki önemi azalmıştır.

Günümüzde IMF'nin kuralları çerçevesinde ulusal paranın değişim değerini sabitlemek için kullanılması söz konusu değildir. Rezerv portföy getirilerinin özellikle önem kazandığı 1980 ve sonrası dönemde getirisi düşük bir varlık olarak değerlendirilmesi nedeniyle altın giderek eski önemini yitirmiştir. 1990'lı yıllar boyunca hükümetler, sahip olunan altın varlıklarını azaltma yoluna gitmişler, altın satışları hızlanmış ve rezervler getirisi daha yüksek alanlara kaymıştır (Dünya Altın Konseyi, Ocak 2006). İtalya'nın 2004

yılında yüksek orandaki devlet borcunu atıl durumdaki altın rezervlerinin satımı yoluyla karşılayacağını açıklaması bu uygulamaya bir örnektir.

Altın likit bir varlık olmaması, saklanması ve korunmasının maliyetli olması, ticaret yapmaya elverişli olmaması ve getirisinin düşük olması nedeniyle tercih edilmemekte, satımı yoluyla elde edilecek fonlar da harcamaları arttırmak, vergileri veya kamu borçlarını azaltmak veya getirisi yüksek alanlara yatırılmak suretiyle değerlendirilebilmektedir.

Ancak tüm bunlara rağmen ülkelerin hala altın talebinde bulunmalarının başlıca nedenleri şunlardır:

1. Döviz rezervleri politik risklere maruz kalırken, bu durum altın için söz konusu değildir. Bazı politik nedenlerden dolayı bir ülke bir diğerinin kendi ülkesinde tutulan döviz varlıklarını bloke edebilir<sup>1</sup> (Bernholz, 2003, s.219).
2. Altın enflasyona karşı değerini koruyarak reel anlamda satın alma gücünü kaybetmediği gibi, dış borçlanmada teminat olarak da kullanılabilir. Ayrıca altın, döviz rezervleri gibi ülkelerin ekonomi politikalarındaki başarısızlıktan etkilenerek değer kaybetmez. Herhangi bir savaş, kriz veya kargaşa durumunda da altın finansal sistemin geleceğini garanti eden varlıklardan birisidir (Nugee, 2002, s.15).

SDR, 1969 yılında IMF tarafından geliştirilen ve değişik para birimlerinden oluşan para sepetinin temsil ettiği yapay bir para birimi olup IMF'ye üye ülkelerin rezerv varlıklarını desteklemek amacıyla kotaları ile orantılı olarak sağladığı bir rezerv kaynağıdır (Kester, 2001, s.18). SDR kullanımı, üyeler arasında gönüllü olarak yapılan değişimle veya güçlü dış pozisyonu olan ülkelerin daha zayıf pozisyondaki ülkelere SDR satın alması ile yapılır (IMF, 2006, s.1).

Ödemeler dengesi açıklarında merkez bankaları arasında transfer edilebilir, değeri altın cinsinden garanti altına alınmış olan SDR, özellikle

---

<sup>1</sup> İsviçre'ye ait varlıkların A.B.D.'de tutulan kısmının II. Dünya Savaşı sırasında A.B.D. tarafından bloke edilmesi bu duruma bir örnektir.

uluslararası finans piyasalarına açılması nispeten daha zor olan ülkeler için büyüme ve gelişme sürecinde önem taşır. Uluslararası piyasalara ulaşmakta herhangi bir sıkıntı çekmeyen, düzenli bir ekonomiye sahip ülkeler ise piyasalardan daha kolay ve ucuz borçlanabilecekleri için rezerv edinimi açısından SDR kaynağına ihtiyaç duymazlar (Williams, 2003, s.41).

Ortaya çıkışında Bretton Woods sisteminin sabit döviz kurlarını desteklemek temel etkidir. Bu sisteme katılan ülkeler, ulusal paralarının değerini sabit tutmak amacı ile döviz piyasasında işlem yaparken altın ve Amerikan Doları (USD) gibi iki ana rezerv varlığının sağlayamayacağı kadar yüksek bir rezerv miktarına ihtiyaç duymuşlardır. Bu anlamda sabit kur rejimlerinde kullanılmak üzere ek rezerv kaynağı olarak yaratılmış olan SDR, kısa bir süre sonra Bretton Woods sisteminin çökmesi ve birçok ülkenin dalgalı kur rejimlerine geçmesi ile önemini kaybetmiştir. Günümüzde, IMF ve diğer bazı uluslararası kuruluşlar tarafından bir hesap birimi olarak kullanılmaktadır (IMF, 2006, s.1).

Mudd'ın (1978, s.14) belirttiği gibi, yönetilen dalgalı kur rejimleri içinde, ticari bankaların ve işlem yapan diğer ekonomik birimlerin SDR kullanamaması nedeniyle, döviz kurlarını doğrudan etkileyebilen bir araç olmaktan uzak kalmıştır.

IMF Rezerv Pozisyonu, IMF tarafından yapılan tanımlamaya göre, üye ülke bir kredi anlaşması kapsamında IMF'ye rezerv varlıkları aktardıysa ve/veya IMF'ye kotası gereği rezerv varlığı sağladıysa IMF'de bir rezerv pozisyonuna sahiptir. Rezerv pozisyonu, daha açık ifade edilecek olursa, IMF'nin üye ülkeden borçlanmasıdır. (IMF, Ocak 2006)

Döviz rezervleri ise döviz ve mevduatlar ile menkul kıymet ve finansal türev araçlarını içerir.

### **1.3. Global Döviz Rezervlerinin Rezerv Varlıkları Açısından Dağılımı**

Zaman içinde rezerv varlıklarının toplam döviz rezervleri içindeki önemi değişiklikler göstermiştir. Aşağıdaki tablo 1960'lardan günümüze rezervlerin dağılımına ilişkin durumu özetlemektedir.

**TABLO 1.1. GLOBAL DÖVİZ REZERVLERİNİN REZERV VARLIKLARI AÇISINDAN DAĞILIMI (%)**

	1960	1970	1980	1990	2000	2005
<b>Altın</b>	63,2	39,8	9,4	4,8	2,1	1,0
<b>SDR</b>	-	3,4	3,3	3,0	1,2	0,7
<b>IMF Rezerv Pozisyonu</b>	6,0	8,3	4,7	3,4	3,0	1,0
<b>Döviz Rezervleri</b>	31,2	48,4	82,5	88,8	93,8	97,3

Kaynak:IMF,IFS Online, Ocak 2006

Tabloda altın rezervleri hesaplanırken ülkelerin toplam rezervleri alınmıştır. IMF, Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) gibi çeşitli kuruluşların tuttukları altın değerleri hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Tablo 1.1.'de görüldüğü gibi, 1960 yılında dünya rezervlerinin üçte ikisine tekabül eden altın (% 63,2) toplam rezerv birikimi içinde önemli bir yere sahipken, takip eden yıllarda bu durum tersine dönmüş ve 1990'da global uluslararası rezerv içindeki payı % 4,8'e, 2000 yılında % 2,1'e ve 2005 sonunda % 1 seviyelerine kadar gerilemiştir. Altının göreceli önemi ülkeden ülkeye değişiklik gösterse de genel olarak uluslararası rezerv kalemleri içinde en önemlisi olma özelliğini kaybettiğini söylemek mümkündür.

1970 yılında uygulamaya konulan SDR, ortaya çıktığından bu yana tahmin edilenin aksine rezerv edinimi konusunda önemli bir yere sahip olamamıştır. 1970'lerde yeni bir rezerv varlığı olarak toplam rezervlerin % 3,4'ünü oluştururken, 2005 sonunda bu oran, % 0,7'ye kadar gerilemiştir.

IMF rezerv pozisyonunun global rezervler içindeki payı 1960'larda % 6 iken, 1970'lerde % 8,3'e yükselmiştir. Ancak 2005 sonuna gelindiğinde toplam rezervler içindeki % 1'lik payı ile ana bir rezerv kalemi olarak değerlendirilmekten çok uzaktır.

Döviz rezervlerinin global rezervler içindeki önemi söz konusu dönemde belirgin bir artış göstermiştir. Döviz rezervleri özellikle 1970'li yıllardan sonra önem kazanarak, global rezervlerdeki payını büyük ölçüde arttırmış ve 2005 yılı itibariyle global rezervler içinde en yüksek paya sahip kalem olmuştur. 2005 yıl sonunda % 97,3'lük oranla neredeyse rezerv

kalemlerinin tamamını oluşturduğundan uluslararası rezervler denildiğinde akla ilk gelen varlık döviz rezervleridir.

Burada, ulusların toplam rezerv miktarlarının sadece merkez bankalarının toplam rezervlerinden oluşmadığını, bunun yanı sıra özel sektörün yani finans sistemi içindeki diğer bankaların tuttuğu döviz rezervlerini de içerdiğini belirtmek gerekir. Ancak merkez bankalarınca tutulan rezerv miktarının uluslararası rezerv rakamları için esas kalem olduğu da söylenebilir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### MERKEZ BANKALARININ REZERV YÖNETİMİ

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

Dünya genelindeki eğilime bakıldığında, toplam rezerv talebinin son 25 yılda arttığı görülmektedir. Rezerv talebinde yaşanan bu artış, kur rejimi tercihi, ekonominin dışa açıklık oranı, gelişmişlik düzeyleri ve uluslararası son borç verme mercii görevi yapacak bir kurumun yokluğu gibi birçok nedene bağlı olarak hızlanmıştır. Talep edilen rezerv miktarının belirlenmesinde ülkelerin tespit edecekleri optimum rezerv seviyesinin de önemi büyüktür. Çünkü, belli bir değerin üzerinde tutulan rezervler ülkeye yarardan çok zarar getirecektir.

Çalışmamızın bu bölümünde, önce merkez bankalarının rezerv talebinin nedenleri üzerinde durulacak, sonra rezerv ediniminde yaşanan artış detaylı olarak incelenerek artışın nedenleri tartışılacak ve son olarak rezerv yeterliliği ve maliyetleri ile optimum rezerv düzeyi konularına değinilecektir.



## **2.1. Merkez Bankalarının Rezerv Talebinin Nedenleri**

Geleneksel olarak merkez bankaları, ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek ve ulusal paranın değişim değerini sabitlemek için rezerv bulundurmışlardır. Günümüzde ise, ülkelerin rezerv bulundurma gerekçeleri genel olarak para ve kur politikasını desteklemek, dış borç servisini karşılamak, finansal krizlere ve olağanüstü durumlara karşı korunma sağlamak ve ithalatı finanse etmek olarak sıralanabilir.

### **2.1.1. Ulusal Paranın Değişim Değerini Sabitlemek**

Tarihsel olarak merkez bankaları, ulusal paranın sabit bir değişim değeri üzerinden konvertibilitesini sağlamak amacıyla rezerv bulundurmışlardır. Altın Standardı döneminde yaygın olarak kullanılan bu sistem, Bretton Woods sistemi ile kullanımını sürdürmüştü ancak 1973 yılında bu sistemin çökmesi ve dalgalı kur rejimlerinin yaygınlaşması ile tamamen ortadan kalkmasa da rezerv bulundurmanın başlıca amacı olma özelliğini kaybetmiştir.

### **2.1.2. Para ve Kur Politikalarını Desteklemek**

Döviz rezervlerinin yönetiminin önemli olması, kötü yönetimin ülkede uygulanan para ve kur politikası gibi başka politikaları da tehlikeye sokabileceği gerçeğinden kaynaklanır. Kur rejimi tercihi ne olursa olsun döviz kurunun belli bir dengede kalması ve aşırı dalgalanmalar göstermemesi ekonomide öngörülebilirlik sağladığından istikrar ortamına katkıda bulunacaktır. Genelde sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde kurun değerini sabit tutmak amacıyla yaygın olarak rezervlerin kullanıldığı görülmekte ancak dalgalı kur rejimlerinin yönetilmesinde de benzer şekilde rezerv ihtiyacı duyulmaktadır.

Merkez bankaları, sermaye giriş ve çıkışlarının ulusal paranın değerini istenmeyen şekilde etkileme olasılığına karşı döviz rezervi bulundururlar. Ülkeye giren yabancı sermayenin ulusal para cinsinden varlıklara olan talebi arttırması halinde, döviz arzı artacak ve kurlar yukarı doğru hareketlenecektir. Bu durumda merkez bankası ulusal para cinsinden

varlık satışı yaparak yerine döviz alacaktır. Eğer sermaye hareketlerinin etkisi merkez bankası tarafından bu şekilde sterilize edilmezse ulusal para yabancı paralar karşısında değer kazanacaktır. Döviz talebinin artması halinde ise ulusal para değer kaybedecek ve merkez bankası bu kez, döviz talebini karşılamak üzere döviz satarak kurları yeniden dengeye getirecektir (Higgins ve Klitgaard, 2004, s.4). 2003 yılında Asya'daki birçok ülke döviz girişlerini sterilize ederek ulusal parasının aşırı değer kazanmasını önlemiş ve Asya firmaları dünya piyasalarında rekabet gücünü koruyabilmiştir.

Ayrıca, piyasaları henüz tam gelişmemiş ülkelerin merkez bankaları döviz alım satımı yaparak bilançolarının yapısını değiştirmek suretiyle parasal tabanı kontrol etmekte ve bir politika aracı olarak kullanmaktadır (Işık,1997). Bir merkez bankasının bilançosunun varlık tarafı iç ve dış varlıklardan yükümlülük tarafı da parasal tabandan oluşmaktadır. Bu anlamda, merkez bankasının piyasadaki döviz alarak karşılığında para basmak veya alacaklı kurumun kendi nezdindeki hesabını arttırmak suretiyle piyasaya ulusal para vermesi halinde parasal taban artacaktır. Parasal tabanın kontrolü, enflasyonun kontrol edilmesi bakımından önemlidir. Parasal tabanın artışı faiz oranları üzerinde yukarı doğru bir baskı yaratarak faizlerin artmasına da neden olmaktadır. Bu anlamda, para politikalarının şekillenmesinde rezervler önem taşımaktadır.

Sonuç olarak uluslararası rezervler, ülkelerin makroekonomik politika hedeflerine ulaşmasında ve para politikaları ile döviz kuru rejimlerini sürdürmede yüksek manevra gücü sağlayabilen bir kaynaktır.

### **2.1.3. Dış Borç Servisini Karşılama**

Özellikle gelişmekte olan ülkeler büyüme ve ekonomik gelişme için kaynaklara ihtiyaç duymaktadır. Herhangi bir ülke kaynağa ihtiyaç duyması halinde, ülke içindeki birikimleri kullanacak, birikimlerin yetersiz kalması durumunda ise yurtdışından borçlanacaktır. Finansmanın dış borçlanma ile sağlanması halinde vade geldiği zaman dış borcun hem anapara hem faiz ödemesinin gerçekleştirilmesi gerekecektir. Vadede ödenecek toplam tutarın piyasadaki döviz alarak sağlanması halinde, bu amaca yönelik rezerv tutma

ihtiyacı kesinlikle azalacaktır ancak bu pratikte çok da mümkün görünmeyen ideal bir durumdur.

Nugee (2002, s.7), dış borç ödemesi gerçekleştirilirken piyasadan döviz alarak finansman yapılması durumunda piyasa koşullarının aleyhte olması halinde ülkelerin zarar görebileceğini, bu nedenle merkez bankalarının en azından yakın gelecekte vadesi dolacak olan dış borçların finansmanı için rezerv bulundurması gerektiğini belirtmiştir.

Dış borçların zamanında ödenmemesi ülkenin kredibilitelerini zedeleyeceğinden, hem uluslararası yatırımlar azalacak, hem de ülke risk priminin artması nedeniyle dışardan borçlanma koşulları ağırlaşacaktır.

#### **2.1.4. Acil Durumlara Karşı Koruma Sağlamak**

Bütün ülkeler, doğal afet, savaş veya ambargo gibi nedenlerle dış piyasaların tıkanma riskine karşı belli miktardaki rezervi bulundurmak zorundadır. Rezervin bu kısmı genelde dokunulmaz olan bölümdür ve kullanılmaz. Genelde altın rezervleri bu grupta değerlendirilmekte, ancak paraya çevrilmesi zaman aldığından bir miktar yabancı paranın da bu rezerv kapsamında bulundurulması gerekmektedir. Dış varlıkların bloke edilmesi veya dış ülkelere el konulması gibi risklere karşı da rezervler farklı ülkelerde depo edilerek saklanabilir (Işık, 1997, s.8).

Rezervler acil durumlarda bazen tedavi edici bazen de yeniden yapılandırıcı bir fon niteliği taşır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için, kriz zamanı dış piyasalardan gelen fonların yavaşlaması ve hatta durması durumlarına karşı rezervler hayati önem taşımaktadır. Nugee'nin (2002, s.8) belirttiği gibi rezervler bu durumda kullanılabilir bir fon havuzu oluşturmak suretiyle potansiyel borç verenler için de güvenli bir ortam oluşmasına yardımcı olmaktadır.

Bir merkez bankası döviz piyasalarında oluşabilecek kargaşa durumlarında piyasaları sakinleştirmek için de döviz varlıkları edinir. Yatırımcıların bir anda ulusal para cinsinden olan varlıklarını yabancı paraya çevirmek istemeleri halinde merkez bankası piyasadaki talebi karşılamak

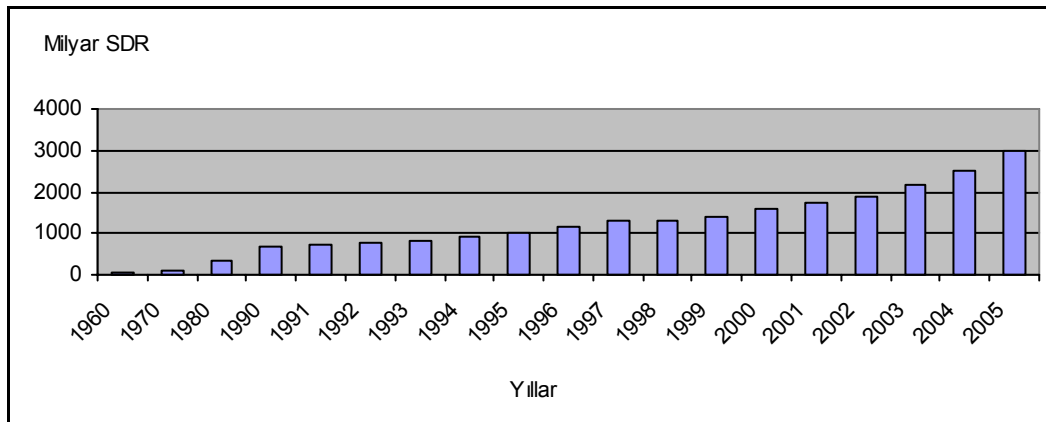
üzere döviz satışı yapacak bu da rezerv miktarını azaltacaktır. Bu bağlamda, geniş döviz rezervleri piyasaya döviz kurunun istikrarını sağlama konusunda kamusal bir taahhüdü ifade eder. Bu süreç, Meksika, Kore ve Rusya gibi birçok ülke açısından 1990'lardan bu yana gerçekleşen rezerv ediniminin büyük bir kısmını açıklamaktadır (Higgins ve Klitgaard, 2004, s.3).

### 2.1.5. İthalatı Finanse Etmek

Döviz rezervlerinin bir başka kullanım alanı da mal ve hizmet ithalatından kaynaklanan finansman ihtiyacını karşılamaktır. Rezerv bulundurmadaki temel amaçlardan bir tanesi ödemeler dengesindeki öngörülemeyen değişmelere karşı korunma sağlamaktır. Nugee (2002, s.8) özellikle döviz giriş ve çıkışlarının eş zamanlı olmadığı, mevsimsel etkiler nedeniyle düzensiz gerçekleştiği durumlar için rezervlerin ödeme takvimini düzenlemek üzere kullanılabileceğini belirtmiştir.

### 2.2. Dünya Rezerv Talebinin Gelişimi

Son 25 yılda dünya toplam rezerv talebinin sürekli arttığı görülmektedir. IMF tarafından ölçülen resmi rezerv varlıkları 1970-1980 aralığında hızlı bir birikim süreci ile yaklaşık 4 kat artış gösterirken, 1980-2000 arasında 10'ar yıllık periyotlarda yaklaşık 2 kat ve 2000-2005 aralığında yine yaklaşık 2 kat artmıştır. Akut kriz yıllarının dışında dünya rezervlerinin artmadığı yıl sayısı oldukça azdır.



Şekil 2.1 : Dünya Toplam Rezerv Talebi

Kaynak: IMF, IFS Online, Şubat 2006

Dünya rezerv talebinin 1960'lardan bu yana artışının yanında ülke grupları açısından dağılımı da değişiklik göstermiştir. Aşağıdaki tabloda ülkelerin gelişmişlik düzeyleri dikkate alınarak dünya rezerv talebinin gelişimi incelenmiştir.

**TABLO 2.1. ÜLKE GRUPLARI AÇISINDAN TOPLAM REZERVLERİN (ALTIN HARIÇ) DAĞILIMI (1960-2005, Milyar SDR)**

Global Rezervler	Bütün Ülkeler	Gelişmiş (Endüstrileşmiş) Ülkeler	Global Rezervler İçindeki Payı (%)	Gelişmekte Olan Ülkeler	Global Rezervler İçindeki Payı (%)
1960	59,98	50,32	83,9	9,52	15,9
1970	93,24	72,60	77,9	20,65	22,1
1980	354,72	214,52	60,5	140,20	39,5
1990	688,69	441,95	64,2	246,75	35,8
2000	1589,90	684,62	43,1	905,28	56,9
2005	2997,67	962,91	32,1	2034,76	67,9

Kaynak: IMF, IFS Online, Şubat 2006

Tablo 2.1. incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelerin rezerv ediniminin 1960'lardan bu yana hız kazandığı ve 1990'lardan sonra iyice arttığı görülmektedir. Gelişmiş ülkelerin rezerv miktarı 1960 yılında global rezervlerin % 83,9'u iken 2000 yılı sonunda % 43,1 ve 2005 yılı sonunda ise % 32,1'ine kadar gerilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerin toplam rezervleri global rezervler içinde 1960 yılında % 15,9'luk bir paya sahipken, 2000 yılı sonunda bu oran % 56,9'a, 2005 yılı sonunda % 67,9'a yükselmiştir.

1990 ve 2005 yılları arasında global rezervlerin gelişmekte olan ülkeler lehine hızla arttığı görülmektedir. Gelişmiş ülkelerin 2005 yıl sonu itibariyle toplam rezervlerin % 32,1'ine tekabül eden 1376,3 milyar dolarlık rezerv talebi, gelişmekte olan ülkelerin 2908,4 milyar dolarlık rezerv talebinin (global rezervlerin % 67,9'u) altında kalmıştır.

**TABLO 2.2. ÜLKE GRUPLARI AÇISINDAN TOPLAM REZERVİN (ALTIN HARIÇ) DAĞILIMI (1990,2005, Milyar Dolar)**

	Global Rezervler	Gelişmiş (Endüstriyel) Ülkeler	Global Rezervler İçindeki Payı (%)	Gelişmekte Olan Ülkeler	Global Rezervler İçindeki Payı (%)
1990	773,6	496,5	64,2	277,2	35,8
1991	1038,2	612,2	59,0	426,1	41,0
1992	1037,7	584,0	56,3	453,7	43,7
1993	1142,8	605,1	53,0	537,7	47,0
1994	1302,3	672,5	51,6	629,8	48,4
1995	1520,2	764,1	50,3	756,1	49,7
1996	1689,9	825,5	48,8	864,4	51,2
1997	1750,7	814,9	46,5	935,9	53,5
1998	1803,6	807,7	44,8	995,8	55,2
1999	1928,4	848,1	44,0	1080,3	56,0
2000	2071,0	891,8	43,1	1179,2	56,9
2001	2187,1	900,5	41,2	1286,6	58,8
2002	2560,6	1028,0	40,1	1532,6	59,9
2003	3193,1	1254,6	39,3	1938,5	60,7
2004	3904,1	1441,8	36,9	2462,3	63,1
2005	4284,7	1376,3	32,1	2908,4	67,9

Kaynak: IMF, IFS Online, Şubat 2006

## 2.3. Rezerv Talebini Etkileyen Unsurlar

### 2.3.1. Döviz Kuru Rejimleri

1973 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından dünyada sabit kur rejimlerinden dalgalı kur rejimlerine doğru bir geçiş yaşanmış ve rezerv talebi bu doğrultuda şekillenmiştir. Genel olarak sabit, dalgalı ve yönetilen dalgalı kur olmak üzere üç tip döviz kuru rejimi vardır.

Sabit kur rejiminde ülke merkez bankası ulusal paranın değerini temel bir yabancı para birimi cinsinden sabitler ve bu değeri koruyacağını taahhüt eder. Merkez bankası ulusal para için belirlenen bu sabit kuru garantilemek için, ulusal parayı sabitlediği döviz cinsi karşılığında piyasalarda alıp satar. Bu nedenle özellikle güçlü dövizleri içeren yüksek düzeyde rezerve sahip olması gerekir. Rezerv varlıkları ödemeler bilançosundaki dengesizlikleri finanse edeceği için ülkenin sahip olduğu rezerv düzeyi ve artış oranı önem taşır.

Sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı ülkelerde güven ortamının zedelenmesi halinde, sabit kur rejimini tehlikeye sokacak spekülasyon hareketlere karşılık kuru savunma çabasında olan merkez bankasının döviz satışları aşırı rezerv kaybı ile sonuçlanabilmektedir. Aynı zamanda sabit kurun başarısızlığı, faizleri yükseltecek ya da devalüasyon yolu ile bankacılık sektörünü olumsuz etkileyerek finansal krize sebep olabilecektir (Keyder, 2002, s.448). Bu anlamda sabit kur rejimlerinde merkez bankalarının diğer rejimlere göre daha fazla rezerve ihtiyaç duyacağını söylemek mümkündür.

Sabit kur rejiminde tutulan rezerv miktarları yaşanan son finansal krizlerde etkisini göstermiştir. Meksika 1995 yılında sabitlenen orandan ulusal parasını dövize çeviremediğinden, peyoyu % 30 oranında devalüe etmek zorunda kalmıştır. Ülke döviz rezervleri yatırımcıların paralarını almak için acele etmeleri ve dövize çevirmeleri nedeniyle azalmıştır. Eğer Meksika hükümeti yüksek döviz rezervine sahip olsaydı, ulusal parayı sabitlenmiş olduğu döviz cinsi karşısında alıp satar ve sabit kuru gerçekleştirebilirdi. 1997 yılında Tayland'da hükümet yine sabit kuru desteklemeyi başaramadığından, çareyi kuru dalgalanmaya bırakmakta bulmuştur.

Sabit kur rejiminin tam tersi olan dalgalı kur rejiminde ise ulusal paranın diğer döviz cinsleri karşısındaki değeri piyasadaki arz ve talep tarafından belirlenir ve ödemeler bilançosundaki dengesizlikler de yine piyasa güçleri tarafından düzeltilir. Merkez bankalarının piyasaya hiçbir müdahalesi olmadığı gibi bu nedenle talep edilecek rezerv ihtiyacı da sıfırdır. Eğer ülke parasının değeri diğer ülke paraları karşısında yükselmiş ise, ülkenin alım gücünün artması sonucu ithalat artarken rekabet gücünün azalması sonucu ihracat azalır. Bu durumda ithalatı finanse etmek üzere artan döviz talebi dövizin değerini arttırırken ulusal paranı azaltacak, ithalat bu değer azalışına paralel olarak azalacak, ihracat artacak ve ödemeler dengesi yeniden sağlanacaktır (Mudd, 1978, s.10).

Üçüncü seçenek, bu rejimlerin ikisinin arasında yer alan yönetilen dalgalı kur rejimidir. Burada merkez bankası istenen ulusal para değerini piyasalarda işlem yaparak elde eder, bu nedenle merkez bankasının

piyasalara müdahale sıklığı ve büyüklüğüne bağlı olarak değişen bir rezerv ihtiyacı vardır. Bu rejim, pratikte daha sık rastlanan durumdur.

Yukarıda özetlendiği gibi, Bretton Woods sisteminin çöküşünün ardından sabit kur rejimlerinin son bulmasına ve bundan sonra uygulanan dalgalı kur rejimlerinde rezerv ihtiyacının sıfır olmasına karşın rezerv talebinde azalış görülmemektedir.

Ödemeler dengesi açıkları piyasalardaki arz talep ile dengelenebilir bir durumda olsaydı, ülke merkez bankalarının piyasalara müdahale amacıyla uluslararası rezerv bulundurma yükümlülüğü olmayacak ve uluslararası rezerv miktarları bu kadar yüksek olmadığı gibi artış düzeyleri de bu derece önem taşımayacaktı. Ancak, teorik olarak dalgalı kur rejiminde ihtiyaç duyulan rezerv düzeyi sıfır olmasına karşın, pratikte bu ihtiyacın sıfır olmadığı ve hatta giderek arttığı çok açıktır (Bkz. Şekil 2.1).

Bunun en temel sebebi Williams'ın (2003, s.33-34) belirttiği gibi dalgalı kur rejimlerinin de sabit kur rejimleri gibi yönetilmeye çalışılmasıdır. Bu yaklaşımın arkasında yatan temel görüş, Horne ve Nahm'ın (2002) belirttiği gibi, merkez bankalarının işlemlere aracılık etme görevinin yanı sıra değer saklama ve krize karşı güvenlik sağlama görevlerinin de bulunmasıdır. Feldstein (1999,s.6) da, pratikte dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerin büyük çoğunluğunun, ulusal paralarının değeri piyasa güçlerince ve hiçbir müdahaleye gerek olmadan belirlenmesine karşın, olası döviz krizlerini engellemek için dikkate değer ölçüde rezerv bulundurduğunu belirtmektedir.

Bir diğer görüş ise, dalgalı kur rejimlerinin yönetilmeye çalışılmasından çok, bu rejimi uygulayacağını söyleyen ülkelerin aslında bunu yapmadığını ve döviz kurlarına müdahale amacıyla yüksek rezerv bulundurduğunu savunur. Calvo ve Reinhart (2000), 1970 Ocak ve 1999 Kasım aralığında 39 ülke örneği ile yaptıkları analiz sonucu kendilerini dalgalı ya da yönetilen dalgalı kur rejimi uygulayıcıları olarak tanıtan birçok ülkenin aslında sabit kurlardan yana olduğunu tespit etmişlerdir. Yazarlar, dalgalanma korkusunun gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede yaygın olduğunu, ve sabit kur rejiminin ortadan kalkmasının aslı olmayan bir söylem



olduğunu dile getirmişlerdir. Aynı şekilde Flood ve Marion da, (2002, s.3) dalgalı kur rejimlerinin aslında hiçbir zaman tam anlamıyla uygulanmadığını ifade ederek ülkelerin ulusal piyasalara müdahale etmek ve paralarının değerini etkilemek amacıyla rezerv bulundurduklarını belirtmişlerdir.

Dalgalı kur rejimlerinin tam olarak uygulanmadığı hallerde müdahale amaçlı rezerv talebinin yanı sıra, rejimin tam anlamıyla uygulandığı ülkelerde bile, ilerde oluşabilecek rejim değişikliklerine karşı rezerv talep edilmesi pratikte sık rastlanılan bir durumdur (Bahmani ve Brown, 2002, s.1210; Nugee, 2002).

Hausman ve diğerleri (2000, s.20) ise, artan rezerv talebini, uluslararası finans piyasalarından kendi paraları üzerinden borçlanamayan ülkelerin, yükümlülüklerini yerine getirirken döviz kuru uyumsuzluğundan kaynaklanacak zararlarını azaltmak amacıyla daha az esnek döviz kurlarını tercih etmelerine bağlamıştır.

Literatürde rezervlerin sabit kur rejimleri altında ulusal paranın değerini sabitlemek ve yönetilen dalgalı kur rejimlerinde piyasalara müdahale etmek amacıyla kullanılmasının yanında son dönemde ortaya çıkan finansal krizlerin rezerv talebine yeni bir yaklaşım getirdiğini savunan görüşler de mevcuttur.

İhtiyati para talebi olarak adlandırabileceğimiz bu talep, özellikle son yıllarda sıklığı ve yıpratıcı etkileri giderek artan finansal krizlere karşı bir tampon görevi göreceği olan rezervlere duyulan taleptir (Aizenman ve diğerleri, 2004). Ancak, bu talebi döviz kuru rejimlerinin talebi belirleyici yanından ayrı bir unsur olarak değerlendirmek söz konusu değildir çünkü temel nedeni, kriz zamanlarında döviz kurlarına karşı yapılabilecek saldırıların ortadan kaldırılması veya etkisinin azaltılması olan ihtiyati para talebi kurun değerinin belirlenmesine yönelik bir harekettir. Asya Krizi'nden etkilenen ülkelerin krizden etkilenme süreçleri farklı gelişse de sonuçta birleştikleri nokta rezervlerinin hızla azalmış olmasıdır. Çünkü yabancı sermaye herhangi bir bölgede kriz çıktığı zaman sadece o ülkeden değil benzer ekonomik karakter gösteren tüm ekonomilerden çekilmektedir.

Sıcak para olarak bilinen kısa dönemli sermaye hareketlerinin ani olarak çıkışlara dönüşmesi sonucu gelişmekte olan ülke ekonomileri olumsuz etkilenmekte ve rezerv stokları bu kriz zamanlarında döviz kuruna yapılan spekülasyon saldırlarında yardımcı olmaktadır (Aizenman ve Marion, 2002). Doğu Asya Krizi'nde açıkça görüldüğü gibi, krizi ortaya çıkaran ya da derinleştiren nedenlerden en önemlisi kısa dönemli sermaye girişlerindeki beklenmeyen durmadır.

Feldstein (1999, s.4), Asya Krizi'nde yaşanmış ülke örneklerinden yola çıkarak likiditeye yani geniş döviz rezervleri ya da hazır durumdaki döviz kredilerine sahip bir ülkenin, dövize karşı gerçekleşecek herhangi bir saldırıda daha dirençli olabileceğini vurgulamaktadır.

Gelişmiş ülkeler, ekonomik ve finansal istikrarı sağlamak için rezerv talebinde bulunurken, gelişmekte olan ülkelere bu amacın dışında, rezervler uluslararası finansal yükümlülükleri karşılamak ve ekonomiye güveni sağlamak için de talep edilir. Gelişmiş ülkelerin aksine, gelişmekte olan ülkelerin bir çoğu genellikle dışsal şoklara karşı ekonomilerini korumak için döviz kuru rejimlerindeki esneklikten çok rezerv varlıklarına güvenirlir ve uluslararası finansal piyasalarla güçlü bağları olmadığından sabit döviz kuru rejiminin makroekonomik politikalar üzerinde olumlu etkileri olduğunu savunurlar. Sabit kur rejimini benimsemiş bir ülkenin, dışsal şoklara karşı güvence sağlamak için endüstriyel ülkelere göre daha çok rezerve gereksinim duyduğu bir gerçektir (Williams, 2003, s.35).

Aizenman ve Lee (2006), 1980 ve 2000 aralığı göz önüne alındığında, açık ekonomilerdeki ve finansal krizlere maruz kalma riskindeki artışın istatistiksel ve ekonomik olarak rezerv talebindeki artışı açıklamada büyük rolü olduğunu belirtmiştir. Çalışmada ortaya konan ampirik sonuçlar da, sermaye hareketlerindeki ani kesilmelerin ve kaçış yönlü hareketlerin yaratacağı şoklara karşı korunma amacını taşıyan ihtiyati para talebinin artan rezerv talebi ile doğru orantılı olduğunu ortaya koymuştur.

20. yüzyılda ulusal paraların değişim değerlerinin altın veya reel bir mal tarafından desteklenmediği ve reel üretim dünyasından koparılarak

nominal birer büyüklük haline getirildiği bir ortamda, paranın değişim değeri finansal sermayenin akışkanlığına göre belirlenen bir hal almıştır. Bu sermaye hareketlerinin ise, reel mal ticaretini finanse etmemesi ve reel üretim ve fiziksel sermaye yatırımlarından kopuk olması sonucu ulusal finansal piyasalar artan oranda spekülâtif hareketlere maruz kalmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinde meydana gelen bu kısa vadecilik ve spekülâtif hareketler nedeniyle oluşan belirsizlik ve artan risk ortamında ulusal merkez bankaları daha yüksek seviyelerde rezerv tutmak durumunda kalmaktadırlar (Yeldan, 2001, s.20).

Son yıllarda sermayenin ülkelerden ani ve büyük miktârlı kaçışlarının neden olduğu finansal krizler uluslararası yeni bir finansal yapının gerekliliği konusundaki tartışmaları gündeme getirmiştir. Eğer uluslararası bir son borç verme merciinin varlığından söz edilebilseydi ülkelerin rezerv tutma eğilimi azalır veya ortadan kalkar mıydı? Şüphesiz ki eğer merkez bankalarının kriz anında ya da belli amaçlar için rezerv gerekliliği duyduğunda bunu uluslararası bir kurumdan karşılama olanağı bulunsaydı, bulundurulacak likidite azaltılabilir ya da varlıklar likit tutulmak yerine farklı yatırımlara yönlendirilebilirdi.

Uluslararası son borç verme merciinin ulusal bir merkez bankasından çok fazla farkı yoktur. Ulusal merkez bankalarının, gerektiği durumlarda sisteme likidite garantisi vererek panikle ortaya çıkabilecek ve bankacılık sisteminin zarar görmesine ya da tamamen çökmesine neden olabilecek durumları engellemesi gibi, uluslararası son borç verme mercii olacak kuruluş da fonlamayı uluslararası likiditenin ani çöküşünü engellemek üzere ihtiyaç duyulan bütün ekonomilere yapmalıdır.

Literatürde IMF, Amerikan Merkez Bankası (FRNY) ya da BIS gibi bazı kuruluşların uluslararası bir son borç verme mercii olup olmadığı konusunda bazı tartışmalar yapılmıştır. Çalışmalardan bir kısmı, uluslararası likidite eksikliğini krizlere yol açabileceğini bu anlamda likidite sağlayacak bir kurumun gerekliliğini savunurken, bazıları likidite yardımının ödeme güçlüğü

eken ülkelere yardımcı olacağını ancak borçlu ile alacaklılar açısından ahlaki öküŖe<sup>2</sup> sebebiyet verebileceğini savunmuşlardır.

Bu çalışmaların açıklanmasına geçmeden önce, bir noktanın altını çizmekte yarar görülmektedir. Saxton'un (1999, s.4) belirttiği gibi, bir kurumun uluslararası son borç verme merciine dönüşmesi ancak ve ancak uluslararası rezervlerin son kaynağı olması ve gerektiğinde uluslararası likiditenin azalmasını önlemek amacıyla uluslararası rezerv yaratma kabiliyetini hızlı bir Ŗekilde kullanarak talep edilecek herhangi bir miktarı karşılamaya hazır olması ile mümkündür.

Saxton (1999, s.5-9), bu çerçevede IMF'nin karar verme mekanizmasının yeterince hızlı ve ahlaki öküŖe engel olmak üzere yeterince Ŗeffaf olmadığı gerekçeleriyle bu görevi yerine getiremeyeceğini savunmuş daha da önemlisi rezerv oluşturma yetkisinin olmadığını belirtmiştir. Ancak, dalgalı kur rejimlerinde dahi, ülkelerin doları bir rezerv varlığı olarak kullanması, ulusal paralarını dolar karşısında sabitlemesi ve birçok uluslararası işlemin de dolar üzerinden yapılması nedeniyle FRNY'nin bu anlamda hizmet verebileceğini ileri sürmüştür.

Aksine bir görüş ise IMF'nin bu görevi yerine getirdiğini savunmaktadır. Bu görüşe göre, IMF ye ülkelerin finansman sağlayabileceği bir kaynak havuzuna sahiptir ve bazı özel durumlarda da SDR basılarak daha büyük ölçüde ödünç verilebilmesi mümkündür. Bu görüş, IMF'nin yapısının yavaş olması konusundaki eleştirilere de son yıllarda hızlı hareket etme kabiliyetini geliştiren düzenlemeler yapıldığını vurgulayarak cevap vermektedir (Fischer, 1999, s.15-19).

Literatürde IMF'nin uluslararası son borç verme mercii olup olamayacağı konusunda bir çok çalışma yapılmıştır. Genel olarak ulaşılan sonuçlar uluslararası son borç verme mekanizmasının ahlaki çöküşü hazırladığı, finansal sistemi daha kırılgan hale getirdiği ve bu tip bir finansal yapının kabul edilmesine henüz hazır olunmadığıdır.

---

<sup>2</sup> Borçlu ülkelerin son borç verme merci tarafından yapılacak finansman yardımına güvenerek iyi ama maliyetli politikaları uygulamaktan kaçınmalarıdır. Böylece kriz olasılığı artmaktadır.

Uluslararası son borç verme mercii tartışmaları çerçevesinde oluşturulan bir diğer görüş, katalitik finansmanı yaklaşımını ortaya atmıştır. Katalitik finansmanı, borçlu ülkede uygulanan politikaların iyileştirilmesi koşuluna bağlı olarak belli ölçüde sağlanacak yardımın, yatırımcıların güvenini arttıracak ve bu şekilde gönüllü borç verme mekanizmasının işlemeye başlaması ile yıkıcı sermaye çıkışlarının engellenebileceğini savunmaktadır. Bu anlamda, IMF'nin ekonomik birimlerin beklentilerini etkilemek suretiyle ülkeye yapılan yatırımları artırması ve borçların çevrilmesine katkı sağlaması ile kriz olasılığını azalttığı söylenebilir. IMF fonlarının büyüklüğü ve piyasayı iyi şekilde bilgilendirmesi sayesinde spekülörlerin agresifliklerini azaltarak katalitik finansmanın etkisini arttırabilir (Corsetti ve diğerleri, 2004, s.4-8).

Ancak katalitik finansmanın ülke ekonomik koşullarının çok kötü olması durumunda başarı sağlaması çok da mümkün görünmemektedir. Feldstein'in (1999, s.1) belirttiği gibi, IMF'nin geniş kredi paketlerinin kullanımının politika iyileşmeleri gibi bazı koşullara bağlanması ancak ekonomik kriz ortamında bu koşulların sağlanması zor olduğundan ancak belli bir kısmının kullanılması sonucu, bu paketlerin uluslararası son borç mercii görevini yerine getirdiğini söylemek zordur.

Jeanne ve Wyplosz (2001, s.4) ise, uluslararası son borç verme mercii'nin ulusal para otoriteleri aracılığıyla finansal piyasaları doğrudan fonlaması durumunda kaynakların sınırlı kalabileceğini bu bağlamda, ilgili kuruluşun mutlaka FRNY gibi uluslararası döviz basma yetkisi olan bir kurum olması gerektiğini belirtmiştir. Uluslararası son borç verme mercii'nin uluslararası bir bankacılık fonu şeklinde çalışması halinde ise, para basma yetkisine sahip olmasına ya da önceki durumdaki kadar çok kaynağa ihtiyacı yoktur. Ancak, çalışmada bu şekilde en azından yakın gelecekte aday olabilecek bir kurum görülmediğini ve ulusların da kendi bankacılık sistemleri hakkında milliyetçi davranabileceklerini belirtilmiştir.

Literatürde yapılan tüm bu çalışmalar dikkate alındığında, en azından şu an için genel kabul görmüş ve statüsü hukuk yoluyla düzenlenmiş böyle bir mercii'nin varlığından söz edilemez. Uluslararası son borç verme mercii'nin

bulunmayışı özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından ihtiyaati para talebini açıklamakta ve kriz zamanlarında döviz kurlarına karşı oluşabilecek spekülatif atakların engellenmesindeki önemini vurgulamaktadır. lkeler ve özellikle gelişmekte olan ülkeler, bu tip bir finansal oluşum yerine kendi kendilerine savunma sağlayabilecekleri bir rezerv düzeyine sahip olmaladırlar.

Yukarıda sıralanıp rezerv talebini etkilediği belirtilen unsurlar dışında bazı başka unsurların da rezerv talebini etkilediği yapılan çalışmalardan anlaşılmaktadır. Rezerv talebini etkileyen diğer değişkenler ticaret hacmi, ithalat eğilimi, fırsat maliyeti, demeler dengesinin değişkenliği, altın fiyatları ve para arzı olarak sıralanabilir.

Literatürde bu konuda yapılan ilk çalışmalardan bir tanesi Machlup'un 1966'da demeler dengesi değişkenliğinin, rezerv talebini pozitif olarak etkilediğini ne sürdüğü çalışmasıdır. Heller ise 1966 yılındaki çalışmasında, ithalat eğiliminin rezerv talebini negatif yönde etkilediğini savunmuş, bundan sonra Landell ve Mills (1989), Bahmani (1985, 1987, 1988), Heller ve Khan (1978) bu konuda ortaya atılan görüşü destekleyen çalışmalar yapmışlardır. 1980-1990 dönemindeki çalışmalar ise, rezerv talebinin çok açık bir Şekilde fırsat maliyeti ile ilişkili olduğunun ortaya konduğu çalışmalar olmuştur (Bahmani ve Brown, 2002).

### **2.3.2. Rezerv Bulundurma Maliyetleri ve Optimum Rezerv Düzeyi**

Komünizmin kş ile döviz rezervleri bir yatırım olarak değerlendirilmiş ve profesyonel olarak yönetilmesi gereken bir gelir kaynağı olması yanında, ülkelerin zor zamanlarında başvurabilecekleri ulusal bir birikim olarak görülmüştür (Reserve Management, 2000, s.27).

Merkez bankaları rezerv edinirken de saklarken de belli maliyet unsurları ile karşı karşıyadır. Rezervlerin belli bir seviyenin üzerinde ülke için fazladan bir maliyet yarattığı ve faydadan çok zarar getirdiği dikkate alınırsa, makul maliyetlerle optimum bir rezerv düzeyi belirlenmesinin önemi anlaşılabilir.

Uluslararası rezervler ve bunların ölçülmesi konusundaki çalışmalar tüm ülkeler için çok önemlidir çünkü rezerv tutma bir takım maliyetleri arttırdığı gibi bazı fırsatların yitirilmesini de beraberinde getirir. Benzer şekilde ülkelerin yeterli düzeyde rezerv bulundurmaması da bazı maliyetlere neden olmakta ve söz konusu ülkeler yeterli rezervlere erişmek için ekonomilerinde bazı düzeltmeler yapmak durumunda kalmaktadır. Rezerv durumunda ayarlamalar yapmak üzere dünya ticaretini azaltacak kısıtlamalar uygulamak, uzun vadede global olarak zararlı olacağından, optimum rezerv düzeyinin belirlenmesi tüm ülkeler için önemli bir sorumluluktur (Bahmani ve Brown, 2002).

Rezerv tutulmamasından kaynaklanacak maliyet literatürde düzeltme maliyeti olarak adlandırılmakta ve ülkeler rezerv bulundurmak suretiyle düzeltme maliyetlerini azaltarak belli bir fayda sağlamaktadır. Ancak rezervlerin ülke içinde yatırım, tüketim veya büyüme için kullanılabilir olan ulusal kaynaklar üzerinde bir talepte bulunması fırsat maliyeti kavramını ortaya çıkarmış ve likit rezerv tutmanın fırsat maliyeti, rezervlerin likit olarak tutulmayıp yatırıma dönüştürüldüğünde elde edeceği getiri ile likit rezervlerin yatırıma tabi tutulduğu zamanki getirisi arasındaki fark olarak tanımlanmıştır. Bu maliyet unsuru daha çok devletin sosyal sorumluluğu ve ülkeye yapılması beklenen yatırımlar ile ilgilidir. Uluslararası rezervlerin likit olarak tutulan kısmı ülke çıkarları doğrultusunda daha az riskli piyasalarda yatırıma tabi tutularak yönetilmekte ve zaman zaman da yine likit kalma prensibi çerçevesinde ülke içi yatırıma dönüştürülmemektedir. Bu bağlamda, ülke başka şekillerde kullanılabilir olan bu kaynaklardan elde edilebilecek getirinin bir kısmından vazgeçmektedir (Heller, 1966, s.299).

Bahmani ve Brown (2002), rezervlerin yatırıma tabi tutulduklarında belli bir getirisi olabileceğini ancak, bu getirinin altında veya üstündeki herhangi başka bir yatırım getirisinin rezerv tutmanın fırsat maliyeti olduğunu belirtmiştir.

2005 sonunda Brezilya ve Arjantin'in IMF'ye olan borç yükümlülüklerini sahip oldukları rezervlerin bir kısmını kullanarak ödeme kararı alması ile, rezervler likit olarak tutulmak yerine borç ödemek için

kullanılmış ve likit tutulan rezervlerden elde edilecek getiri ile dış borç faiz ödemeleri arasında bir tercih yapılmıştır. Siyasi ve politik etkenler tamamen dışlanacak olursa, bu seçim kararında rol oynayan tek etken faiz giderinin elde edilecek rezerv getirisinden yüksek olmasıdır. İki ülkenin borçlarını ödemek yerine rezerv varlıklarını likit olarak tutmak istemesi halinde ise fırsat maliyeti, likit olarak tutulan rezerv varlıkların getirisi ile dış borçların ödenmesi ile elde edilecek getiri arasındaki fark olarak ortaya çıkacaktır.

Iyoha, Frenkel ve Jovanovic (1981), Edwards (1985), Landell ve Mills (1989) yaptıkları çalışmalarında fırsat maliyetinin azalmasına paralel olarak optimum rezerv düzeyinin yükseleceğini ve fırsat maliyeti yükseldikçe ülkelerin rezervler ile ilgili ekonomik kararlar almaya yöneleceğini belirtmiştir (Bahmani ve Brown, 2002; Bassat ve Gottlieb, 1992).

Fırsat maliyetinin artması ile rezerv tutmanın alternatiflerinin daha kazançlı hale gelmesi ve kaynakların rezervlerden yatırımlara doğru kayması söz konusudur. Heller'in (1966, s.305) de ifade ettiği gibi, bu koşullar altında bir ülkenin optimum rezerv düzeyi, ödemeler bilançosundaki dengesizliğin düzeltildiği ve/veya finansmanından kaynaklanan toplam maliyetin en aza indirildiği noktada gerçekleşmektedir. Yazar, kaynaklar üzerindeki sosyal getirinin bir çok ülke için rezervlerin % 5 ile % 10'u arasında değiştiğini belirtmiştir.

Bassat ve Gottlieb (1992), ülkeler arası karşılaştırmalarda gerekli verilerin sağlanma sıkıntılarını göz önünde bulundurarak İsrail örneği üzerinden hareketle 1968 ve 1988 aralığını esas alarak yaptıkları çalışma sonucunda, rezerv talebinin belirlenmesinde fırsat maliyetinin çok önemli olduğunu vurgulamışlardır.

Nugee de (2002, s.14), optimum rezerv düzeyi ile ilgili tartışmalarda iki temel noktaya dikkat çekmiştir. Bunlardan birincisi, rezervlerin kullanımına ilişkin ihtiyaçlarla ilgili tespitlerin doğru yapılarak bu tespitlere cevap verecek minimum bir düzeyin belirlenmesi ve ikincisi rezervlerin finanse edilme maliyetlerinin doğru tespit edilmesidir. Bu iki adım, rezervler için hem ihtiyaçları karşılayacak şekilde bir alt limit, hem de maliyetlerin ekstra yük



getirmeyeceği şekilde ayarlanmış bir üst limit belirleyecektir. Genellikle ülkeler alt limitin biraz üzerinde bir rezerv düzeyi tespit ederek kendilerine bir rahatlık marjı sağlamak isteyecekler ancak üst limitin aşılmamasına özen göstereceklerdir.

Optimum rezerv düzeyinin belirlenmesinde, sterilizasyon maliyetleri de önem taşımaktadır. Sterilize edilen rezerv edinimleri<sup>3</sup>, bir maliyet getirir ve süreç devam ettikçe maliyet artar. Maliyetin yanında rezerv alımları merkez bankalarını döviz kuru riski ile karşı karşıya bırakır. Ulusal paranın diğer döviz cinsleri karşısında değer kazanması durumunda, döviz rezervleri ulusal para olarak ifade edildiğinde değer kaybetmiş olacaktır. Hükümet fiktif olan bu değer kaybını gidermek için vergi oranlarını arttıracak, harcamaları azaltacak ya da enflasyonu arttırmak pahasına para basacaktır (Higgins ve Klitgaard, 2004, s.5).

#### **2.4. Rezerv Yeterliliği ve Ölçülmesi**

1960'larda uluslararası finans literatüründe en çok tartışılan konu rezervlerin yeterliliği olmuştur. 1970'lerde tartışma konusu rezervlerin ne zaman yetersiz sayılacağı ya da ne zaman aşırı olarak değerlendirileceği yönüne kaymışken, 1973 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesi ile, dalgalı kur rejimleri rezervlerin düzeyinden çok ülke paralarının değeri ile ilgilenmiştir. Rezerv yeterliliği son yıllardaki büyük finansal krizlerden sonra yeniden gündeme gelmiş ve ülkelerin krizler sırasında ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlayacağı bir son borç verme merciinin yokluğu sebebiyle önem kazanmıştır.

Uluslararası likidite yani herhangi bir kriz anında özellikle önem kazanan rezervlerin yeterliliği olgusu, o ülkenin krizler karşısındaki kırılganlık derecesini ölçen en belirleyici faktördür ve dikkatli ölçümler yapılmasını gerektirmektedir.

Rezerv yeterliliği ile ilgili literatürde ilk göze çarpan çalışma Machlup'un kıyafet dolabı teorisidir. Söz konusu çalışmada, rezerv yeterliliği

---

<sup>3</sup> Müdahale sırasında piyasaya verilen ulusal paranın, ekonomik dengeleri bozmasını için bazı işlemlerle piyasadan geri alınmasıdır. Ülkemizde Açık Piyasa İşlemleri (API) adı altında sterilizasyon yapılmaktadır.

bir kadının kıyafet almak konusundaki isteğine benzetilmiş ve hiçbir seviyenin asla yeterli olmadığı belirtilmiştir (Bird ve Rajan, 2003, s.877). Ancak günümüzde rezerv yeterliliğinin tespiti için iki önemli oran kullanılmakta ve yeterlilik somut olarak ortaya konmaktadır. Bunlardan birincisi rezervlerin ithalata diğeri ise, rezervlerin kısa vadeli dış borçlara (KVB) oranıdır.

Rezerv yeterlilik oranlarının tespit edilmesi, özellikle dış borcu yüksek olan ülkelerin ülke risk primini belirlemesi açısından önem taşımaktadır. Her iki oranın da yüksek olması, ülkeler açısından olumlu bir durumu ifade ettiğinden yerli ve yabancı yatırımları teşvik etmekte ve dış borçlanma sırasında ülke risk primini azaltarak daha ucuza kaynak temin edilmesine imkan tanımaktadır. Oranların düşük olması ise, yabancıların yatırımlardan kaçınmasına veya yatırım yaparken talep edilecek risk primini arttırmasına neden olmaktadır (TCMB, 2003, s.4).

#### **2.4.1. Rezerv / İthalat Oranı**

Bu oran, II. Dünya Savaşı sonrası dönemde rezerv yeterliliğinin ölçülmesinde yaygın olarak kullanılmıştır. Ancak 1990'lardan sonra sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile dış piyasalardan daha ucuza borçlanma imkanı bulan ekonomilerin dış kaynak transferleri sonrası önemini biraz kaybetmiştir.

Genelde bu oran rezervlerin ülke ithalatının en az 3 aylık kısmını karşılaması gerektiği şeklinde uygulanmıştır. Ülke rezerv düzeyi 3-4 aylık rezerv düzeyini karşılamadığı sürece yetersiz kabul edilmektedir (Bird ve Rajan, 2003, s.876).

Endüstriyel ülkeler için bu oran 12 hafta civarında iken, gelişmekte olan ülkeler için bu oran 18 hafta, gelişen piyasalar için ise 22 hafta dolaylarındadır (Williams, 2003, s.37).

Tablo 2.3.'te seçilmiş ülke örnekleri açısından rezervlerin yeterliliği 3 aylık ithalat bedelini karşılaması bakımından değerlendirilmiştir. 3 aylık ithalat bedelleri toplam ithalat bedelinin dörtte biri olarak hesaplanmakta ve ithalat oranının yeterli sayılabilmesi için bire eşit olması gerekmektedir. İthalat oranı

ile değerlendirildiğinde Arjantin ve Şili'nin rezervlerinin 2004 sonuna kadar yeterli olduğu ve Brezilya'nın rezervlerinin 1990 ve 1991 yılları hariç 3 aylık ithalat bedelini tam olarak karşıladığı görülmektedir. Bulgaristan ve Romanya'nın rezervleri yeterlilik konusunda dalgalı bir seyir göstermekle beraber 1997 sonrası Bulgaristan için rezervlerin 3 aylık ithalat bedellerini karşıladığını, Romanya içinse 1993, 1994, 1997, 1998 yılları ve 2001 sonrası rezervlerin yeterli olduğunu söylemek mümkündür. Türkiye'nin rezerv yeterliliği ithalat oranına göre değerlendirildiğinde ise, 1991 ve 1993 aralığındaki 3 yıl hariç rezervlerin yeterli olduğu görülmektedir.

**TABLO 2.3. SEÇİLMİŞ ÜLKELERDE REZERV / 3 AYLIK İTHALAT ORANI, 1990-2005**

	Arjantin	Brezilya	Bulgaristan	Şili	Romanya	Türkiye
1990	1,90	0,90	-	2,38	0,55	1,05
1991	1,70	0,90	0,62	2,56	0,95	<b>0,95</b>
1992	1,90	2,51	0,89	2,75	0,96	<b>0,99</b>
1993	2,25	2,73	0,69	2,75	1,08	<b>0,84</b>
1994	1,86	2,81	1,02	3,26	1,54	1,13
1995	1,82	2,64	0,92	2,72	0,90	1,24
1996	1,97	2,86	0,53	2,54	0,98	1,33
1997	1,82	2,14	1,58	2,67	1,46	1,29
1998	1,90	1,77	1,86	2,51	1,13	1,36
1999	2,27	1,66	1,86	2,66	0,83	1,80
2000	2,10	1,41	1,69	2,29	0,93	1,37
2001	1,43	1,50	1,61	2,27	1,13	1,51
2002	1,76	1,82	1,99	2,47	1,48	1,85
2003	1,90	2,30	2,01	2,14	1,44	1,74
2004	1,94	2,04	2,14	1,63	1,78	1,35

Kaynak: Dünya Bankası, Mart 2006

II. Dünya Savaşı sonrası, rezerv / ithalat oranı rezerv yeterliliğinin ölçülmesinde iyi sonuç veren bir oran olmuş ancak son dönemlerdeki krizler ile ilgili yapılan amprik çalışmalar günümüzde, rezerv yeterliliğine karar verilme sürecinde rezerv / KVB oranının da önemli olduğunu ortaya koymuştur (Flood ve Marion, 2002).

#### **2.4.2. Rezerv / Kısa Vadeli Dış Borç Oranı**

1990'larda meydana gelen finansal krizler ve döviz krizleri sonrası rezerv yeterliliğinin artık yalnızca ithalatı karşılama açısından yorumlanması bir kenara bırakılmış ve KVB yeterliliğinin saptanmasında önem kazanmıştır.

Bu oran, ülkelerin rezerv yeterliliği oranı olması yanında krizlerin de temel habercilerinden sayılması açısından önem kazanmıştır. Bu oran, bir ülkenin uluslararası piyasalardan borçlanmadan (borçlanmama veya üst sınıra gelmek suretiyle borçlanmama durumu) borçlarını geri ödeyebilme gücünü gösterir (Işık, 1997).

Pablo Guidotti tarafından geliştirilen ve Guidotti kuralı olarak literatüre yerleşen kurala göre KVB oranı, kullanılabilir durumdaki döviz rezervlerinin uluslararası kısa vadeli borçların toplam anapara ve faizlerinin 12 aylık kısmını ödeme gücü olarak ifade edilmiştir (Wijnholds ve Kapteyn, 2001).

**TABLO 2.4. SEÇİLMİŞ ÜLKELERDE REZERV / KISA VADELİ DIŞ BORÇ ORANLARI, 1990-2004**

	Arjantin	Brezilya	Bulgaristan	Şili	Romanya	Türkiye
<b>1990</b>	0,59	0,39	-	2,01	1,51	<b>0,80</b>
<b>1991</b>	0,55	0,33	0,43	3,50	1,51	<b>0,73</b>
<b>1992</b>	0,71	0,97	0,78	3,03	2,10	<b>0,59</b>
<b>1993</b>	1,79	1,01	0,57	2,97	2,15	<b>0,42</b>
<b>1994</b>	2,23	1,20	3,20	3,57	3,20	<b>0,76</b>
<b>1995</b>	0,75	1,65	3,19	4,33	2,01	<b>0,88</b>
<b>1996</b>	0,84	1,66	0,75	2,22	2,77	1,03
<b>1997</b>	0,70	1,48	1,24	3,28	5,10	1,10
<b>1998</b>	0,80	1,47	1,73	3,16	6,59	<b>0,97</b>
<b>1999</b>	0,90	1,22	2,51	3,47	6,47	1,04
<b>2000</b>	0,89	1,07	2,42	2,44	4,45	<b>0,81</b>
<b>2001</b>	0,73	1,27	2,99	2,72	4,90	1,22
<b>2002</b>	0,70	1,62	2,64	2,64	5,62	1,73
<b>2003</b>	0,62	2,00	2,56	2,11	3,77	1,54
<b>2004</b>	0,71	2,09	2,88	2,08	3,33	1,17

Kaynak: Dünya Bankası, Temmuz 2006

Tablo 2.4.'de seçilmiş ülke örnekleri açısından rezervlerin yeterliliği KVB stok değerleri ile karşılaştırılmaktadır. Tablodaki sonuçların 1'e eşit veya 1'den fazla olduğu değerler rezervlerin KVB toplamını karşılama gücünün iyi olduğunu gösterir. KVB oranı ile değerlendirildiğinde Şili ve Romanya'nın rezerv düzeylerinin en az 1 yıllık KVB'lerini karşıladığı görülmektedir. Rezervler Brezilya'da 1990 ve 1992 aralığı hariç yeterli iken, Arjantin içinse 1993 ve 1994 yılları hariç yetersiz seyretmiştir. Bulgaristan için 1991-1993 aralığında ve 1996 yılında rezervler KVB toplamını karşılamamaktadır. Türkiye'nin rezervleri KVB oranı ile değerlendirildiğinde ise, 1996 yılına kadar

KVB'nin en fazla % 88'ini karşılayabildiği, bundan sonra ise 1998 ve 2000 yılları hariç rezervlerin yeterli olduğu görülmektedir.

Bussiere ve Mulder (1999, s.5), Guidotti Kuralını destekleyerek rezerv yeterliliği için en önemli oranın rezervler / KVB olduğunu ve Asya Krizi sırasında büyük zarar gören ülkelerin rezerv düzeylerinin KVB'den düşük olduğunu tespit etmiş, daha az zarar gören ülkelerin ise daha güçlü rezerv pozisyonları olduğunu belirtmiştir.

Her ne kadar bu oranlar rezerv yeterliliğinin tespitinde somut bazı sonuçlar veriyorsa da yeterliliğin ülkelerin genel ekonomik durumları ve finansal şartlarına göre değiştiğini de belirtmek gerekmektedir. Gelişmiş ülkeler için uluslararası finans kaynaklarına ulaşmak kolay olduğundan, rezerv tutma ihtiyacı azalabilir, ancak gelişmekte olan ülkeler aynı şekilde kaynaklara ulaşma imkanı bulamadığından, kendilerini güvence altına almak için daha fazla rezerv bulundurmaya isteyeceklerdir.

Bu anlamda, bu oranların yanında pratikte sermaye hareketleri ve para arzı gibi bazı diğer oranlar da kullanılmaktadır. Royal Bank of Scotland tarafından yapılan bir araştırmaya göre, katılımcıların % 63'ü borç geri ödeme kapasitesinin % 59'u da ithalatın değerinin rezervlerde önemli olduğunu belirtmiştir. Rezerv yeterliliği açısından diğer etkenler sermaye hareketleri (% 29), hareketlerin sıklığı (% 24) ve para arzı (% 20) olarak özetlenmiştir (Pringle ve Carver, 2003, s.14).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE REZERV BİRİKİMİ VE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN REZERV YÖNETİMİ

Çalışmamızın bu bölümüne finansal serbestleşme sonrası Türkiye Ekonomisi'nin genel bir özeti yapılarak başlanacak, daha sonra 1990-2005 aralığında ödemeler bilançosu hareketleri yardımıyla Türkiye'de rezerv birikim süreci incelenecektir. Türkiye'de rezerv yönetimi ile ilgili yetki ve sorumluluğa ilişkin düzenlemeler açıklandıktan sonra TCMB'nin bu konudaki görevi tanımlanacak ve rezervlerinin yeterli olup olmadığı araştırılacaktır. Bölümde son olarak Türkiye'de rezervlerin yüksek tutulmaya çalışılmasının nedenleri üzerinde durulacaktır.

#### 3.1. 32 Sayılı Karar Sonrası Türkiye Ekonomisi

Türkiye'de sermaye hareketleri 1980'li yıllarda sıkı kontrol altında iken, 1989 yılı Ağustos ayında, genel global eğilimin<sup>4</sup> de etkisi ile 32 Sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkındaki Karar ile tam serbestiye kavuşmuş ve TL'nin konvertibilitesi sağlanarak ekonomi dışa açılmıştır. Analiz edeceğimiz dönemin en önemli özelliği ekonominin şekillenmesinde büyük rol oynayan finansal serbestleşmedir.

İnsel'in vurguladığı gibi ( 2001, s.44), 32 Sayılı Kararın temel amacı, kamu açıklarının ve yüksek büyüme oranının finansmanını sağlayacak yeni kaynaklara ihtiyaç duyulmasıdır. Gerçekten de Türkiye özellikle 1990'lı yıllar boyunca yüksek enflasyon ortamında bir türlü sınırlanamayan kamu açıklarının finansmanında güçlükler yaşamış ve finansman ağırlıklı olarak iç borçlanma ile karşılanmıştır. Artan iç borçlanma faiz oranlarının artışına sebep olmuş ve ülke içindeki faiz oranları ile dış alem faiz oranları arasındaki

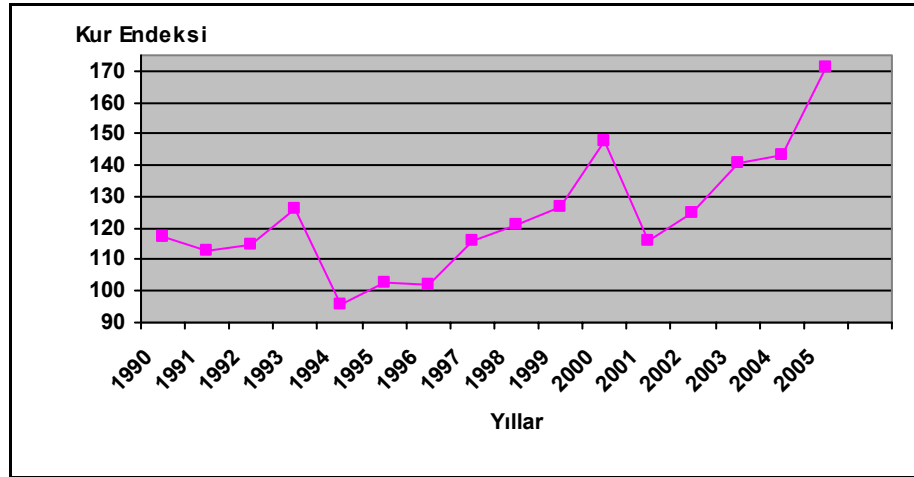
---

<sup>4</sup> Genel global eğilimden kasıt, Ongun' un (2002, s.53) belirttiği gibi, Washington Mutabakatı adı verilen, ticaret ve yabancı sermaye akımlarının serbestleştirilmesi ile görelî fiyatların ve döviz kurlarının düzeltilmesini teşvik eden bir programın 1990'lardan sonra IMF ve Dünya Bankası'nın (DB) değişmez reçetesi haline gelmesi ve özellikle 1994 yılına kadar bizim gibi gelişmekte olan ülkeler ile birlikte uluslararası yatırımcıları ciddi anlamda etkilemesidir. Döviz kurunun düzeltilmesi esasen güçlü para fikrini desteklemektedir.

marj açılırken finansal serbestleşme ortamında faiz arbitrajından yararlanmak isteyen yabancı sermaye Türkiye'ye akmıştır.

Yeldan'ın (2001, s.23) belirttiği gibi, KVS bolluğu ulusal paranın aşırı değerlenmesini beraberinde getirmektedir. Sıcak para akımları, ulusal piyasalardaki yüksek reel faize yönelerek kısa vadeli bir rezerv birikimi sağlamakta ve bu şekilde ulusal paranın yabancı paralar karşısında aşırı değerlenmesine neden olmaktadır.

Kamu kesimi borçlanma gereğinin büyük oranda iç borçlanma ile karşılanması sonucu artan faizler, gelen dövizin TL'ye çevrilerek kamu kağıtlarına yatırılması ve vade sonunda alınan faizle birlikte tekrar düşük kurdan dövize çevrilmesi ile yatırımcılarına büyük rant imkanı sağlamıştır. Ülkemize gelen sermaye de bu şekilde TL'ye olan talebi arttırmış ve TL'nin değerlenmesine neden olmuştur. Şekil 3.1'de TL'nin dönem boyunca yaşanan yüksek devalüasyonun etkisiyle 1994 yılı hariç değerli seyrettiği görülmektedir.



Şekil 3.1 : TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi (1995=100)

Kaynak: TCMB, EVDS, Mayıs 2006

Sönmez (1998, s.503) de, TL'nin bu şekilde ama yapay olarak değer kazanmasındaki etkenin, sıcak para olarak tabir edilen kısa vadeli fon hareketlerinin döviz kurları ile mal hareketleri arasındaki bağlantıyı koparması olduğunu belirtmiştir. Aslında mal hareketleri açısından incelendiğinde süregelen dış ticaret açıkları nedeniyle TL'nin değerinin azalması gerekirken,

sıcak para olarak ÷lkemize giren sermaye TL talebi yaratarak TL'nin değer kazanmasına neden olmuştur.

TL'nin dönem boyunca değerli seyretmesi, ithal malları ucuzladığından ithalatı ve tüketim talebini arttırmakta, yapay büyüme çevrimleri yaratmaktadır. Bunun yanında ithalatın artarken, rekabet gücünün azalması nedeniyle ihracatın azalması cari açığı beslemektedir.

Dışa açık bir ekonomide, yüksek enflasyon ortamında fazla değerlenmiş kur politikası sonucu, dış ticaret açığının artması olağıdır. Ülke cari işlemler hesabındaki açığı, TCMB'nin ya da bankacılık kesiminin döviz rezervlerini kullanmak suretiyle kapatır. Açığın dış borçlanma yoluyla veya uluslararası piyasalarda birikmiş fonları ÷lkeye çekmek ya da ÷lke vatandaşlarının yurtdışında elde ettikleri gelirlerinin bir şekilde ÷lkeye dönüşünü sağlamak suretiyle finanse edilmesi de mümkündür. Hatta bazen dış borçlanma veya KVS akımları ile ÷lke o kadar çok kaynak elde eder ki, cari işlemler açığını finanse ettiği gibi döviz rezervlerini de takviye edebilir (Ardıç, 2004, s.103).

Yeldan'ın belirttiğı gibi, az gelişmiş ÷lkeler yüksek faizlerle ÷lkelerine çektikleri sermaye hareketlerinin yaklaşık üçte birini doğrudan doğruya rezerv birikimi olarak tutmaktadırlar (Yeldan, 2001, s.22). Türkiye'de de döviz rezervi birikimi KVS hareketleri ve portföy yatırımları ile finanse edilmiştir.

Dönem boyunca belirgin bir diğer özellik ise bankaların açık pozisyonlarını arttırmak suretiyle dışardan borçlanıp kamu kağıtlarına yatırım yapma olgusudur. Dönek'in (1999, s.45) belirttiğı gibi, bankalar kaynaklarının önemli bir kısmını devlete borç vererek değerlendirmişlerdir. Tablo 3.1'de görüldüğü gibi, 2003 yılına kadar iç borçlanmanın ağırlıklı olarak bankalarca yapıldığı görülmektedir. 2004 ve 2005 yılları için iç borçlanmanın kamu ve piyasa arasındaki dağılımında ise iç borçlanma yine ağırlıklı olarak bankaların da içinde bulunduğu piyasa aktörlerince yapılmıştır. 2004 yılında piyasanın toplam iç borçlanma içindeki payı 62,9 iken, 2005 yılında bu pay 69,2'ye yükselmiştir.

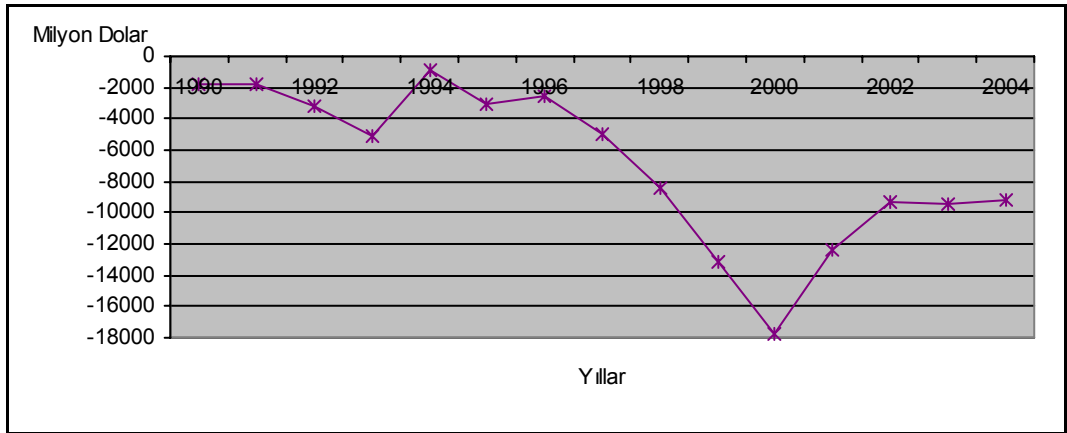


**TABLO 3.1. İÇ BORÇLANMANIN ALICILARA GÖRE % OLARAK DAĞILIMI**

	Bankalar	Resmi Kurumlar	Özel Sektör	Tasarruf Sahipleri
1990	85,9	12,9	1,1	0,0
1991	92,8	3,2	4,1	0,0
1992	79,1	14,0	4,0	3,0
1993	77,8	6,1	2,7	13,4
1994	71,5	9,8	2,7	16,0
1995	81,6	8,8	3,6	6,0
1996	84,4	9,9	2,9	2,9
1997	89,5	7,2	3,3	0,1
1998	86,8	8,0	3,9	1,3
1999	85,3	11,2	2,1	1,3
2000	75,9	20,3	3,8	0,0
2001	74,5	22,1	1,5	1,9
2002	79,8	14,9	4,3	1,0
2003	75,5	21,8	2,7	0,1

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Mayıs 2006

Bankacılık sisteminin finansal serbestleşme sonrası temel işlevi doğrudan dışardan borçlanamayan kamu kesimine aracılık ederek kamu kesimi borçlanma gereğini (KKBG) finanse etmek olmuştur. Bankalar kısa vadeli dış borçlanma ile elde ettikleri kaynakları devlet iç borçlanma senetlerinde (DİBS) değerlendirerek reel kazanç sağlamış ve asli görevleri olan reel kesime kredi vermeyi ihmal etmişlerdir (Yeldan, 2001, s.144). Bankaların dış borçlanma yaparak getirdikleri dövizler TL'ye çevrilerek kamu kağıtlarına yatırıldığından, dış borçlanma iç borçlanmaya çevrilmekte ve ülkede hem iç borçlanma hem dış borçlanma artmaktadır.



**Şekil 3.2 : Bankaların açık pozisyonları<sup>5</sup>, 1990-2004**

Kaynak: Altıntaş, 2006, s. 201

<sup>5</sup> Açık pozisyon yabancı para yükümlülükler ve TL cinsinden varlıklar arasındaki uyumsuzluk olarak ifade edilir ve bankacılık sisteminin kırılganlığını gösterir.

Şekil 3.2 incelendiğinde, 2001 Krizi sonrası bankacılık kesiminde yapılan reformlara ve sermaye yeterlilik oranlarının attırılmasına paralel şekilde açık pozisyonların bir miktar gerilediği ancak halen devam ettiği görülmektedir.

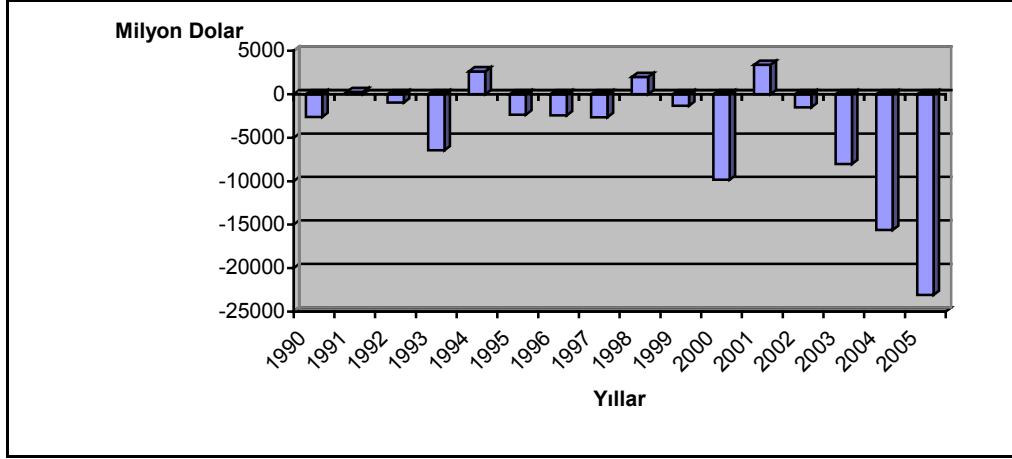
Özetlenecek olursa, dönem boyunca TL'nin değerli ve kurun düşük seyrettiğini, ekonominin KVS hareketleri ile çevrildiğini ve dış borçlanmanın iç borçlanmaya çevrilmek suretiyle kaynak yaratıldığını söylemek mümkündür.

### **3.2. Ödemeler Bilançosu Hareketlerinin İncelenmesi Yoluyla Türkiye'de Rezerv Birikim Sürecinin Açıklanması**

Ödemeler bilançosu, belli bir dönemde bir ekonominin diğer ekonomilerle yaptığı tüm işlemleri özetleyen bir tablodur. Yapılan işlemlerden elde edilen gelirlerin toplam giderleri aşması halinde ödemeler bilançosu açık verir ve bunun bir şekilde finanse edilmesi gerekir. Ödemeler bilançosunun izlenmesi, sermaye birikiminin nasıl finanse edildiğini göstermesi bakımından çalışmamız açısından önem taşımaktadır.

Ödemeler bilançosundaki cari işlemler hesabı, ülkenin kazandığı ya da kaybettiği döviz tutarını gösterir. 1990-2005 aralığı incelendiğinde ekonomide yaşanan kriz veya daralma durumları hariç cari işlemler hesabının devamlı açık verdiği görülmektedir. Oluşan bu açık bir şekilde finanse edilmelidir çünkü ödemeler bilançosu sonuçta denk olması gereken bir tablodur. Bu anlamda, cari işlemler hesabının finansmanında sermaye hareketlerinin kullanılması ve açığın büyüdüğü dönemlerde bir şekilde sermaye girişlerinin teşvik edilmesi gerekmiştir.

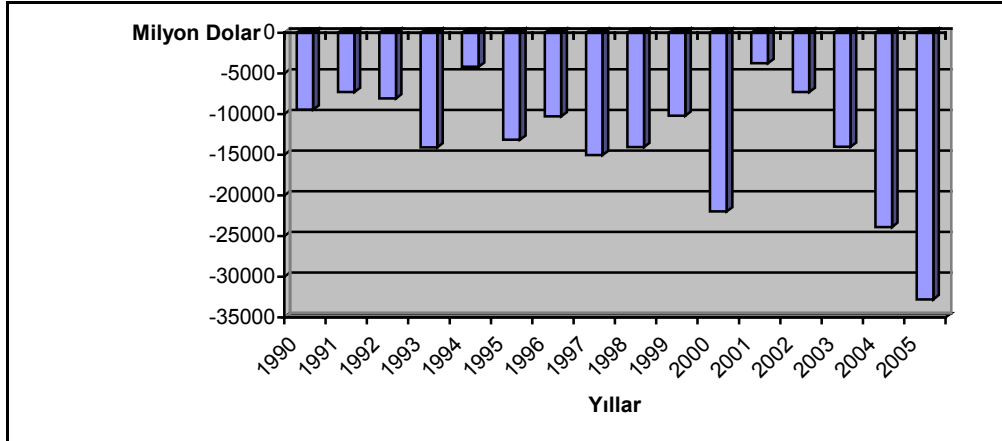
Cari işlemler hesabının alt kalemleri toplam mal ithalat ve ihracat sonucunu gösteren dış ticaret dengesi, turizm, inşaat gibi bazı hizmetlerin ihraç ve ithaline ilişkin gelir ve giderleri gösteren hizmetler dengesi, yatırım gelir ve giderlerini gösteren yatırım geliri dengesi ve hibe gibi resmi transferleri ve işçi havaleleri ile diğer transferleri gösteren cari transfer dengesinden oluşur (TCMB, 2006, s.4-5).



**Şekil 3.3 : Cari İşlemler Dengesi, 1990-2005**

Kaynak: TCMB Ödemeler Bilançosu, Nisan 2006

Cari işlemler hesabının alt kalemlerinden biri olan dış ticaret dengesi, cari hesabın verdiği açıklarda temel belirleyici olmuştur. Ekonomide yapılan toplam dış ticaret işlemlerinin sonucunu gösteren dış ticaret dengesi, ihracat hacmi ithalatı aşarsa fazla verecek, aksi halde dış ticaret açığı oluşacaktır.



**Şekil 3.4 : Dış Ticaret Dengesi, 1990-2005**

Kaynak: TCMB Ödemeler Bilançosu, Nisan 2006

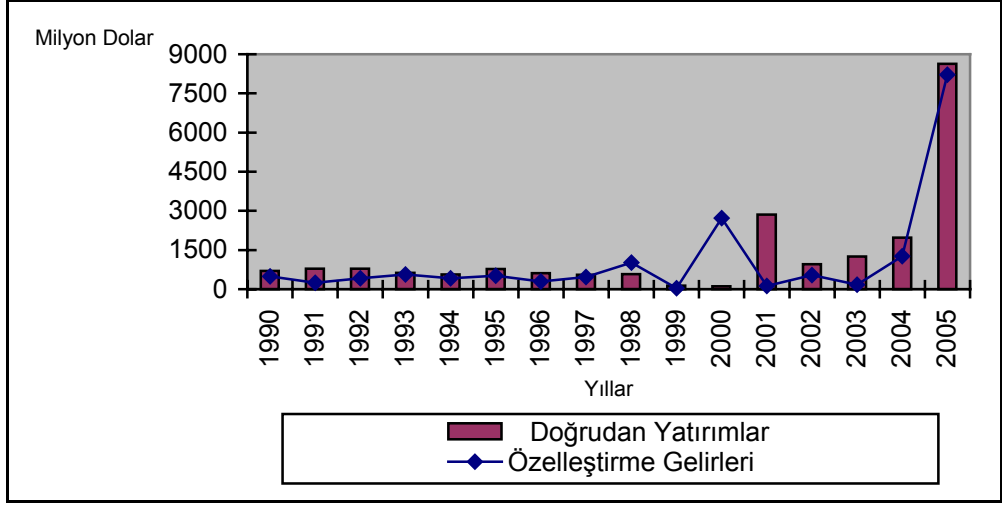
Türkiye için dış ticaret dengesi 1990-2005 aralığında Şekil 3.4. yardımıyla izlendiğinde, kriz dönemleri haricinde yüksek açıklar verdiği görülmektedir. 1994 ve 2001 gibi kriz yıllarında dış ticaret açıklarının azalmasında temel neden, kriz sonrası yaşanan yüksek devalüasyonların ihracatı teşvik ederken ithalatı bir miktar azaltmasıdır. Rezerv birikimi sağlanmasının bir yöntemi, dış ticaret fazlası vermek suretiyle döviz girdilerini arttırmaktır. Ancak ülkemizde kriz yılları hariç devamlı açık veren bir dış ticaret dengesi ile döviz birikimi sağlanamadığı çok açıktır.

Ülkemizde bu yolla döviz birikimi sağlanamaması yanında, İnsel'in belirttiği gibi (2001, s.44) dış ticaret açıkları ile tetiklenen cari işlemler açıklarının finansmanında ve TCMB rezerv artışının sağlanmasında, sermaye ve finans hesapları kalemi yardımıyla izlenen yabancı sermaye hareketleri kullanılmıştır.

1990'lı yılların başında gelişmiş ülkelerde plase edilmeyi bekleyen fon fazlaları, finansal piyasaların bütünleşmesini takiben belli bir getiri karşılığında gelişmiş ülkelere kaynak bekleyen gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Sermaye akımlarının hareketinde en önemli etken, yatırım amaçlı gittikleri ülkedeki faiz oranları ile dış dünya faiz oranları arasındaki farktır. Plase edilecek sermaye o ülkede fazladan bir rant elde edebiliyorsa ekonomiye girecek, rant imkanı düştüğünde de ekonomiyi terkedecektir.

Sermaye giriş ve çıkışları, ödemeler bilançosu içinde sermaye ve finans hesaplarının altında finans hesabında izlenmektedir. Finans hesabının altında, ülkemize yapılan uzun ve kalıcı yatırımların izlendiği Doğrudan Yatırımlar, hisse senetleri ve borç senetleri aracılığı ile ülkeye giren sermayeyi gösteren Portföy Yatırımları, ticari ve nakit kredilerin, bankaların muhabirleri nezdindeki döviz mevduatının, IMF'den alınan kredilerin ve yurtdışında yerleşik kişilerin bankalar ve TCMB nezdindeki mevduatlarının izlendiği Diğer Yatırımlar kalemi ve son olarak IMF nezdindeki varlıklar ile resmi rezerv kalemlerinden oluşan Rezerv Varlıklar kalemi bulunmaktadır. (TCMB, 2006, s.5-9).

Doğrudan yatırımlar, ülkeye sermaye getirmesinin yanında teknoloji transferi sağlaması, yeni iş sahaları açması ve spekülasyon piyasası hareketlerinden etkilenmemesi bakımından en çok tercih edilen yabancı yatırım türüdür. Terzi ve Günaydın'ın (1997, s.53) belirttiği gibi, gelişmekte olan ülkelerin aldığı yabancı sermaye yatırımlarının % 40'tan fazlası doğrudan sermaye yatırımları şeklinde olmaktadır. Ancak Türkiye açısından aynı şeyi söylemek mümkün değildir.

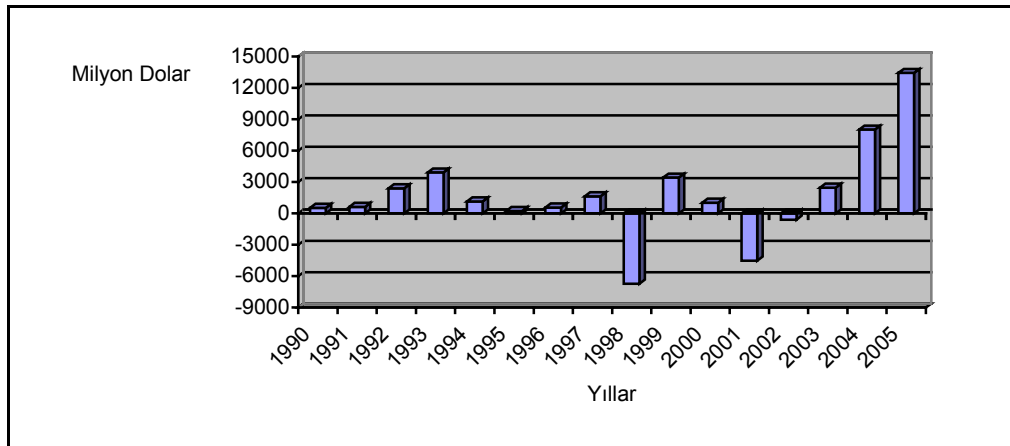


**Şekil 3.5 : Türkiye'de Doğrudan Yatırımlar ve Özelleştirme Gelirleri, 1990-2005**

Kaynak: TCMB Ödemeler Bilançosu, Nisan 2006

Şekil 3.5 incelendiğinde, Türkiye'de 1990 sonrası dönemde doğrudan yabancı sermaye girişlerinin 2001 ve 2005 yılları hariç ekonomi açısından önemli bir kaynak yaratmadığı görülmektedir. 2005 yılındaki artışın sebebi, yalnız elde edildiği dönem için kaynak yaratan özelleştirme gelirleridir. Bu bağlamda, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının izlenen dönem içinde rezerv ediniminde önemli bir fayda sağladığını söylemek oldukça güçtür.

Finans hesabının bir diğer alt kalemi olan portföy yatırımlarının, 1998, 2001 ve 2002 yıllarında yaşanan sermaye çıkışları hariç, hep pozitif değerler aldığı görülmektedir. Ülkeye portföy yatırımları şeklinde giren yabancı sermaye, 1990 yılında sadece 547 milyon dolar iken, 2005 yıl sonu itibariyle 13,4 milyar dolara ulaşmıştır.



**Şekil 3.6 : Türkiye'de Portföy Yatırımları, 1990-2005**

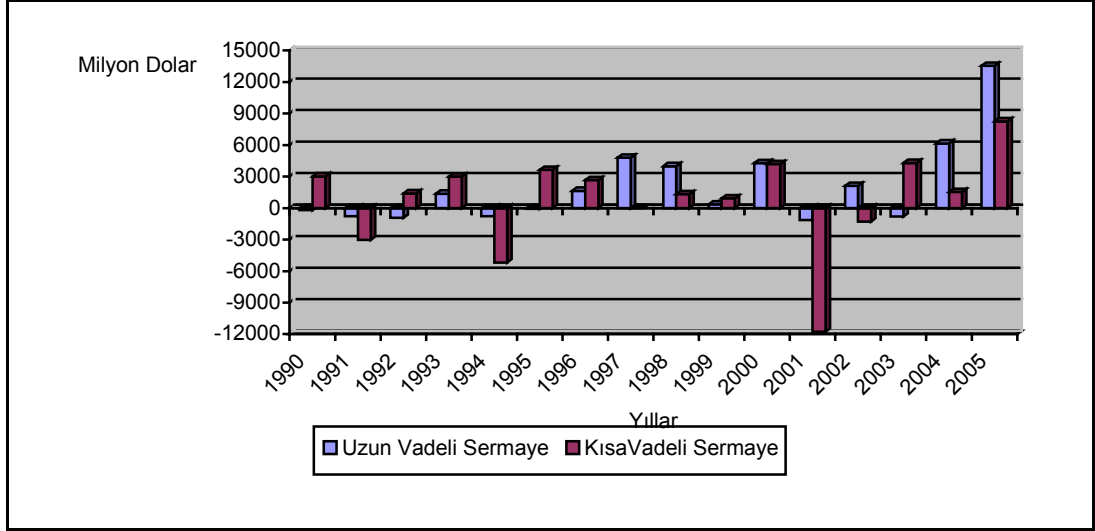
Kaynak: TCMB Ödemeler Bilançosu, Nisan 2006

1989 sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile hızlanan portföy yatırımları 2004 ve 2005 yılları hariç tutulduğunda, en yüksek seviyesine 3,9 milyar dolarla 1993 yılında ulaşmıştır. Bu gelişmede en önemli etken, kamu açıklarının kapatılmasına yönelik olarak genel hükümetin yurtdışında yaptığı tahvil satışlarıdır. 2004 ve 2005 yıllarında sırasıyla, 9,4 ve 14,6 milyar dolar olarak gerçekleşen portföy yatırımları da yine genel hükümetin borçlanmasından ancak bu kez yurtdışına değil ağırlıklı olarak yurtiçine yaptığı tahvil satışlarından kaynaklanmaktadır (Kar ve Kara, 2003,s.7-8).

Portföy yatırımlarının en şiddetli şekilde ülkeyi terk ettiği dönem Rusya Krizi'nin ülke ekonomisine yansımaları ile 1998 yılında olmuş ve 6,7 milyar dolar sermaye kaçıışı yaşanmıştır. 2001 yılında ülke içinde yaşanan krizle birlikte 4,5 milyar dolar ve 2002'de kısmen istikrarsızlığın devam etmesine paralel olarak 593 milyon dolar ülke ekonomisinden çıkmıştır. Görüldüğü gibi portföy yatırımları doğrudan yatırımlarda olduğu gibi sağlam yapılı bir sermaye girişi olmayıp, istikrarsızlık ortamından çok fazla etkilenmektedir.

Cari açıkların finansmanına ve ülke rezerv birikimine katkı sağlama açısından portföy yatırımları dışında uzun vadeli sermaye (UVS) ve KVS hareketleri de önem arz etmektedir. UVS, ödemeler bilançosunda diğer yatırımlar kalemi altındaki uzun vadeli ticari krediler, TCMB, genel hükümet, bankalar ve diğer sektörlerin kullandığı uzun vadeli krediler ile TCMB nezdindeki uzun vadeli mevduatlar toplamından oluşmaktadır. KVS ise, kısa vadeli ticari krediler, TCMB, genel hükümet, bankalar ve diğer sektörlerin kullandığı kısa vadeli krediler, TCMB ve bankalar nezdindeki mevduatlar ve diğer yükümlülükler kalemlerinin toplamına yine diğer yatırımlar kalemi altındaki varlıklar kaleminin bakiyesinin eklenmesi ile bulunmaktadır (Kar ve Kara, 2003).

UVS hareketleri dönem içinde daha çok diğer sektörlerin kullandığı krediler aracılığı ile artmış, 2004 ve 2005 yıllarında ise hem bankacılık kesiminin hem diğer sektörlerin kullandığı krediler UVS girişlerinde önemli rol oynamıştır.



**Şekil 3.7 : Türkiye’de Uzun ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, 1990-2005**

Kaynak: TCMB Ödemeler Bilançosu, Mayıs 2006

1993 yılına kadar uzun vadeli kredilerin negatif değerler alması alınan kredilerin ödemelerinin kredilerden daha fazla olduğunu göstermektedir. Aynı dönemde KVS hareketlerinde belirgin bir artışın yaşanması ekonomide kısa vadeciliğin hakim olduğuna işaretir. 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerin etkisi ile hem UVS hem KVS çıkışları yaşanmış, bunun dışında ise KVS girişleri ekonomide büyüme sürecine etki eden en önemli değişkenlerden olmuştur.

KVS hareketlerinin belirleyicisi, ekonominin gelişim potansiyeli değil; finansal aktiflerdeki yüksek getiri ve faiz-kur arbitrajından faydalanma fikridir. Bu anlamda, KVS hareketlerinin uzun vadede ekonomik büyümeye katkısı bulunmamakta, geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedir (Kar ve Kara, 2003, s.8).

Sonuç olarak, 1990-2005 aralığında ödemeler bilançosundan hareketle Türkiye’de rezerv birikim sürecinin yüksek oranda portföy yatırımları ve KVS girişleri ile desteklendiğini söylemek mümkündür. Doğrudan yatırımlar yoluyla rezerv birikimi sağlanması tercih edilen bir durum olmasına rağmen, ülkemizde bu şekilde rezerv birikimi sağlamak mümkün olmamıştır.

### 3.3. Türkiye’de Rezerv Yönetimine İlişkin Yetki ve Sorumluluk

Ülkemizde TCMB, ülke rezervlerinin yönetimi konusunda tek yetkili kurum olup bu konuda yasal dayanağını, 1211 Sayılı Merkez Bankası Kanunu’nun 53’üncü Maddesi’nden (25 Nisan 2001 tarihinde 4651 Sayılı Kanun ile değiştirilen şekli ile) alır. TCMB’nin yetki ve sorumluluğu ilgili maddede şu şekilde düzenlenmiştir:

“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 Kanunu, 2001).

TCMB bu konudaki yetkisini kullanırken, rezervlerin ülkenin bir kaynağı olması gerçeğini de göz önünde bulundurarak güvenlilik esası başta olmak üzere likidite ve getiri esaslarına göre rezervleri yatırıma tabi tutmaktadır. Bankamız, sermayenin korunması ve gerekli likiditenin sağlanması kapsamında riski en düşük olan yatırım araçlarını kullanarak muhafazakar bir yatırım stratejisi ile rezervlerin yönetimini üstlenmiştir (TCMB, 2003, s.6).

TCMB ülke içindeki para ve kur politikalarını desteklemek, hükümetin dövizle yapılan iç ve dış borç servisini gerçekleştirmek, dışsal şoklardan korunmak için gerekli likiditeyi sağlamak, piyasalara güven vererek ülke içindeki istikrarı sağlamak amacıyla rezerv bulundurur (Işık, 1997).

TCMB’nin rezervlerini güçlü tutma konusundaki hedefi, Hazine Müsteşarlığı’nın dış borçlanmada ödeyeceği ülke risk priminin azaltılmasına ve uygulanan para ve kur politikalarının etkinliğinin artırılmasına yardımcı olmaktadır. Rezervlerin tutulmasındaki temel nedenler yanında, TCMB’nin rezerv talebini etkileyen unsurlar da yine dünya ile benzerlikler göstermekte ve talep ülke içinde uygulanan kur rejimleri ve para politikaları, genel ekonomik konjonktür, ülke döviz yükümlülüklerinin büyüklüğü, dışsal şokların ortaya çıkma olasılığı ve sıklığı gibi unsurlardan etkilenmektedir (TCMB, 2003).



### 3.4. TCMB'nin Rezerv Yeterliliği ve Optimum Rezerv Düzeyi

Rezervlerin yeterliliği ile ilgili ikinci bölümde açıklanan oranlara göre TCMB'nin rezerv yeterliliği Tablo 3.2'de hesaplanmıştır. Hesaplama da toplam dış borç stoku içindeki kısa vadeli borçlar ve toplam brüt rezervler kullanılmıştır.

**TABLO 3.2. TCMB'NİN REZERV YETERLİLİĞİ ORANLARI**

Yıllar	Brüt Döviz Rezervleri / 3 Aylık İthalat	Brüt Döviz Rezervleri/ Kısa Vadeli Borçlar
1990	1,1	0,6
1991	1,0	0,6
1992	1,1	0,5
1993	0,9	0,3
1994	1,2	0,6
1995	1,4	0,8
1996	1,5	1,0
1997	1,5	1,1
1998	1,7	1,0
1999	2,3	1,0
2000	1,4	0,7
2001	1,8	1,1
2002	2,1	1,6
2003	1,9	1,5
2004	1,5	1,1
2005	1,7	1,3

Kaynak: TCMB EVDS, Mayıs 2006, TÜİK, Mayıs 2006

Üç aylık ithalatı karşılamak açısından değerlendirildiğinde, TCMB'nin rezervlerinin 1993 yılı haricinde yeterli olduğunu söylemek mümkündür. Kısa vadeli borçlanma açısından değerlendirildiğinde ise, 1995 yılına kadar rezervlerin yeterli olmadığı ancak bundan sonra 2000 yılı haricinde rezervlerin KVB toplamını karşıladığı görülmektedir.<sup>6</sup>

Ülkeler açısından bu oranların yüksek olmasının ülkenin risk primini azalttığı dolayısıyla uluslararası piyasalardan borçlanırken maliyetlerin azaldığı, tersi bir durumda ise borçlanma maliyetlerinin risk primine bağlı olarak artacağı Bölüm 2.4'de belirtilmiştir. TCMB de uluslararası rezervlerini

<sup>6</sup> Yapılan hesaplamalar, kullanılan veri kaynaklarının farklı olması nedeniyle Bölüm 2.4.1 ve 2.4.2'de yapılan hesaplamalardan farklılıklar göstermektedir.

güçlendirmek suretiyle, ülke risk primimizi azaltmayı ve çevrilebilir bir dış borç servisi için daha az maliyetli ve daha uzun vadeli borçlanma imkanları sağlamayı hedeflemektedir (TCMB, 2003, s.5).

Optimum rezervlerin hesaplanması bazı modeller kullanılarak yapılması gerektiğinden çalışmamızın konusu dışında olup bu konuda Bankamızda yapılmış bir çalışmanın sonucuna göre, 1990'lı yıllar boyunca yükümlülüklerini yerine getirememesi riskini dikkate alan bir model kapsamında değerlendirildiğinde, optimum rezerv miktarlarının TCMB'nin gerçekleşen rezerv miktarlarına yakın olduğu görülmektedir. Ancak 2003 sonrasında optimum rezerv miktarlarının arttığı görülmektedir. Bu artış genel olarak, gayrisafi milli hasılanın (GSMH) hızla yükselmesi nedeniyle yükümlülüklerin yerine getirilmemesinden kaynaklanacak ekonomik kayıpların da artması, bunun yanında ithalatın ve dış borç stokunun hızla yükselmesidir. TCMB'nin rezerv düzeyinin optimum rezerv düzeyinin altında kalması, 2001 Şubat sonrası dalgalı kur rejimi tercihi nedeniyle daha az rezerv talep edilmesi gerekçesi ile kabul edilebilir ancak, güçlü rezerv düzeyi, ülkemizin risk primini etkileyen en önemli unsur olduğundan rezerv düzeylerinin artırılması tercih edilmelidir (Seyfi, 2005, s.68-69).

### **3.5. Türkiye' de Yüksek Rezerv Bulundurulmasının Sebepleri**

İstikrarın kalıcılığında en önemli unsur, döviz kurlarında istikrarın sağlanmasıdır. Ülkemizde uygulanan kontrollü kur veya sabit kur rejimlerinde, zımni veya açıkça hedeflenen bir kur değerinin olması TCMB'nin politikalarının şekillenmesinde büyük önem taşımıştır. Çünkü belli bir kur değerinin hedeflendiği veya açıkça taahhüt edildiği durumlarda, TCMB kendisine getirilen tüm dövizleri alma ve piyasanın ihtiyaç duyduğu döviz talebini karşılama taahhüdünün de altına girmiştir.

Döviz rezervleri talebinin yüksek olması, olası döviz krizlerine bağlıdır. Genel ekonomik durum itibarıyla ülke parasının değerini yitirmesi gerekirken, izlenen politikalarla aşırı değerlenmesi desteklendiğinde, ülke parasından kaçış yaşanmaya başlayacak ve bunu engellemeye çalışan merkez bankalarının rezervleri tükenecektir. Sonuçta döviz kurlarının ülkenin

genel ekonomik durumuna paralel olarak gerçekçi şekilde belirlenmesi ihtiyacı doğacaktır. Ülkemizde de ekonomik veya politik herhangi bir krizin oluşması halinde, yatırım alternatiflerinin çok çeşitlenmemiş olması nedeniyle döviz finansal korunma amacıyla yoğun şekilde talep edilmektedir. Başka finansal korunma alternatiflerinin olmaması ve türev piyasalarının kullanılmaması sonucu, rezervlerin sınırlı olduğu bir ortamda KVS hareketleri ile beslenen ülkemiz ekonomisinde yaşanacak ani spekülasyon çıkışlar döviz krizini gündeme getirmektedir (Alp, 1999, s.30 vd.). Bu koşullar altında, TCMB rezervlerini yüksek tutmak durumunda kalmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin merkez bankaları açısından en önemli olumsuzluğu bağımsız para, faiz ve kur politikalarının izlenmesinin mümkün olmaması ve merkez bankasının para otoritesi olma özelliğinin giderek kısıtlanması nedeniyle dışsal sermaye akımlarının piyasa belirleyicisi haline gelmesidir. TCMB de 1989 finansal serbestleşme sonrası, döviz ve faizi ayrı ayrı yönetme özelliğini kaybetmiş, makroekonomik dengelerin sağlanması adına yurtiçi faiz getirisinin dövizle ilgili spekülasyon getiriden yüksek kalması gerekmiştir. Yüksek faiz politikasının temeli olan bu görüş, ülke içindeki faiz ve kurların da aslında dışsal olarak belirlendiğini savunmaktadır. Rezervler bu ortamda kırılabilirliğin ya da güvenilirliğin göstergesi haline almış ve bir yandan sermaye girişlerinin piyasalarda yarattığı baskılar sterilize edilmeye çalışılırken bir yandan da spekülasyon sermayesinin çıkış riskine karşı güçlü rezerv pozisyonu önem kazanmıştır (Yeldan, 2001, s.24, 135, 141).

Boratav (2001, s.5) da sıcak para girişlerinin kontrol edilememesi nedeniyle finansal krizlere karşı çok pahalı bir önlem olan aşırı rezerv biriktirme gereğinin doğduğunu savunmuştur.

1994 Krizi'ne kadar olan dönemde TCMB'nin temel amacı, döviz kurunun belli bir seviyenin üzerine çıkmasını engellemek, bundan sonra 1998 yılına kadar ise, reel döviz kurunun istikrarını sağlamak olmuştur (TCMB, 2002, s.35). 1990'lar boyunca yaşanan hızlı büyüme, borçların artışı da beraberinde getirmiş ve dış kaynak ihtiyacı giderek artmıştır. Doğrudan yatırımlar yoluyla kaynak girişi sağlanamadığından KVS ve portföy yatırımları

önem kazanmış, 1999 sonunda Türkiye Borsası'ndaki yabancı payı % 60'lara varmıştır. Yabancıların bir nedenle piyasadan çekilmeleri halinde kurda sert dalgalanmalar olacağından TCMB 1990 -1999 aralığında rezervlerini yüksek tutmaya çalışmıştır (Fisunoğlu, 2001,s.16).

Bunun yanında, 2000 yılı başında sabit kur rejimlerine geçilmesi daha fazla rezerve ihtiyaç duyma olgusunu hızlandırırken, 2001 Şubat ayında sabit kur rejiminin terk edilerek dalgalı kur rejimine geçilmesi ile teknik olarak rezerv ihtiyacının azalması gerekmektedir. Ancak Türkiye gibi büyük ölçüde KVS hareketlerine maruz kalan ülkelerde olası döviz krizlerine karşı rezerv düzeyinin yine yüksek seyretmesi olağandır.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **PARA VE REZERV YÖNETİM POLİTİKALARI İŞİĞİNDA KMDTH'NİN GELİŞİMİ VE ANALİZİ**

Çalışmamızın bu bölümünde, ülkemizde rezervlerin desteklenmesine yönelik açılan hesaplar incelenerek aslında bir yandan kaynak transferi gibi değerlendirilebilecek olan ancak aynı zamanda hesap açılarak yürütülmesi sonucu yükümlülük doğuran bu uygulamalar detaylı olarak incelenecektir. Daha sonra söz konusu hesaplardan TCMB nezdinde açılan KMDTH ve SDH'nin gelişimi 1990 ve 2005 yılları arasında belli dönemlere ayrılmak suretiyle uygulanan para ve rezerv yönetim politikaları çerçevesinde değerlendirilecek ve bölümün sonunda TCMB bilanço verileri ve bazı diğer veriler kullanılarak bu hesapların detaylı analizi yapılacaktır.

#### **4.1. Rezervlerin Desteklenmesine Yönelik Hesap Tesisi Uygulamaları**

Ülkemiz açısından uluslararası rezervler yüksek tutulmaya çalışılmış ve bu kapsamda döviz girdilerinin artırılmasına yönelik olağan yöntemler (ihracatın, doğrudan yatırımların artırılması gibi) dışında da bazı düzenlemelerle ülkeye kaynak transferi sağlanmaya çalışılmıştır.

Temel olarak döviz sıkışıklığını gidermek, rezervleri güçlendirmek, ithalatın finansmanında kısa vadeli kaynak yaratmak ve yurtdışında çalışan vatandaşlarımızın birikimlerini Türkiye ekonomisine kazandırmak amacıyla ülkemizde Döviz Çevrilebilir Mevduat Hesapları (DÇMH) ve TCMB nezdinde açılan KMDTH ve SDH uygulamaları başlatılmıştır. DÇMH doğrudan TCMB nezdinde tutulmaması ile diğerlerinden farklılık gösterse de, resmi rezervleri besleyen bir döviz kaynağı olması nedeniyle aynı amaç doğrultusunda kullanılmıştır.

Ülke dışında yaşayan işçilerin tasarruflarının ülke ekonomisine kazandırılması amacıyla diğer ülkelerde alınan önlemler arasında vergi

indirimi, düşük faizli konut kredisi, gümrük vergisi muafiyeti gibi bazı uygulamalar vardır ancak merkez bankası bünyesinde vadeli mevduat hesabı açılması uygulamasına rastlanmamıştır (Çetin, 2004, s.2). Bu kapsamda TCMB, söz konusu hesaplar ile bir merkez bankasının asli görevlerinden olmayan mevduat bankacılığı yapmaktadır. Ayrıca hesapların idaresi için Bankamız bünyesinde kurulmuş olan İşçi Dövizleri Genel Müdürlüğünün de yalnızca bu amaca hizmet etmesi ve Bankamızın asli görevleri doğrultusunda çalışmaması da önem arz etmektedir.

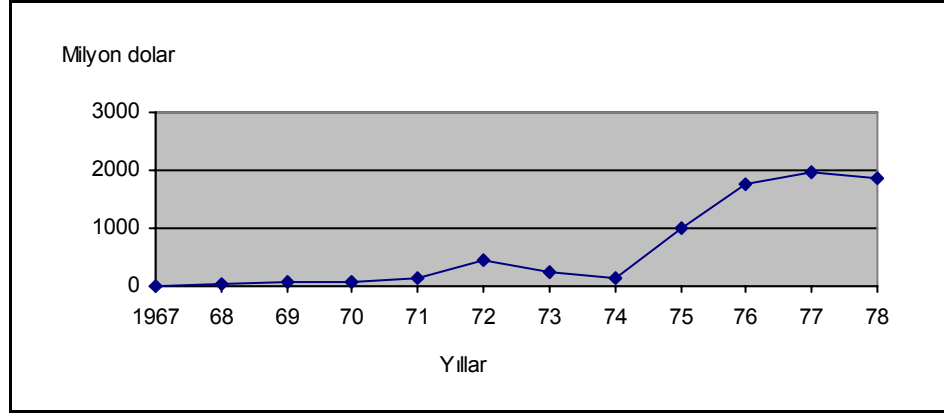
#### **4.4.1. Dövizle Çevrilebilir Mevduat Hesapları**

Serbest altın ve döviz rezervlerinin düşük düzeylerde kaldığı 1966 sonlarında, artan cari açık nedeniyle döviz girdisi gereksinimi artmış ve yurtdışındaki işçilerin döviz kaynakları ülke ekonomisi açısından yeni bir dış finansman kaynağı özelliği göstermiştir. DÇMH, 9 Haziran 1967 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanmasıyla uygulanmaya başlanmış ve yetkili bankalara hariçte ve Türkiye’de yerleşik gerçek ve tüzel kişilere yurda getirilmesi zorunlu olmayan konvertibl dövizler karşılığında kaynağı araştırılmadan Türkiye’de döviz hesabı açma izni verilmiştir.

DÇMH’nin en belirgin özelliği, ticari bankalar nezdinde döviz üzerinden açılan bu hesaplara ilişkin dövizlerin en geç 15 gün içerisinde TCMB’ye devrediliyor olması ve TCMB’nin ilgili hesaplara kur garantisi vermiş olmasıdır. Hesaplara uygulanan döviz kuru, hesabın açıldığı tarihteki resmi alış kuru olup, vade sonunda ya da tasarruf sahibinin herhangi bir zamanda yapacağı çekimlerde bu kur ile cari kur arasındaki farktan doğabilecek olan aleyhte farkları yani döviz kuru riskini TCMB üstlenmiş ve dönem sonunda ortaya çıkacak bu kur farkları, nezdinde hesap açılmış olan ticari bankaların Türk Lirası hesabına alacak kaydedilerek karşılanmıştır.

DÇMH’nin uygulamaya başlanmasında temel amaçlar, yurtiçi ve yurtdışı piyasaları birbirine bağlayarak özellikle Avrupa para piyasasına açılmak ve ihracat rakamlarını aşarak dış ticaret açığı oluşturan ithalatın finansmanı için kaynak sağlamak olarak özetlenebilir (Berker ve diğerleri, 1989, s.4). Sönmez (1998, s.469) ise, kısa dönemli döviz sıkışıklığını

gidermek amacıyla yurtdışında çalışan işçilerimizin birikimlerini Federal Almanya Bankacılık sistemi içinde değerlendirmeleri yerine, yurda döviz göndermelerini teşvik ederek rezerv birikiminde artış kaydetmek üzere söz konusu hesapların açıldığını belirtmiştir.



**Şekil 4.1 : DÇMH'nin Gelişimi**

Kaynak: Feyzibeyoğlu, 1979, s.24

DÇMH'nin genel gelişimi izlendiğinde, 1967'den 1975 yılına kadar kayda değer bir hareket göstermediği görülmektedir. 1972 yılı ise, bu duruma kısmen istisna göstererek 472 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. DÇMH'nin esas dikkate değer artışlar göstermesi 1974 yılı sonrasında başlamış ve izleyen yıllarda artarak devam etmiştir.

Açılışından 1970 yılına kadar herhangi bir düzenleme içermeyen hesapların, kredi kaynağı olarak kullanılmaya başlanması ile emisyon artışının enflasyonist etkiler yaratması sonucu 1970 yılında bazı önlemler alınmış ve verilen kredilerin azaltılması suretiyle para arzı daraltılmaya çalışılmıştır. 1972 yılında yapılan değişiklik ile hariçte yerleşiklere vadesiz veya en çok bir yıl vadeli hesap açma hakkı getirilmiş ayrıca yetkili bankaların hesapların % 80'i ile sınırlı kalmak koşulu ile kredi verebilmelerine olanak sağlanmıştır. Ayrıca DÇMH karşılığı munzam karşılık ayrılması hakkında düzenleme yapılmıştır. 1972 ve 1973 yıllarında döviz girdilerinde (ihracat gelirleri, işçi dövizleri ve DÇMH) meydana gelen artışın etkisi ile 1973 yılında antienflasyonist bir önlem olarak DÇMH hariçte yerleşiklerce açılmasını önleyen bir düzenleme getirilmiş ve açılmış olan hesapların 3 Nisan 1976 yılına kadar tasfiyesi kararlaştırılmış ve vadesiz hesaplar için kur garantisi kaldırılmıştır (Berker ve diğerleri, 1989, s.6).

Uygulama, o günkü Őartlar altında beklenen sonucu doğurarak bankaların kredi verme imkanını daraltmış ve döviz girdilerinin de azalmasına neden olmuştur. Sönmez (1998, s.472) de, alınan önlemlerin etkisiyle, 1973-1974 aralığında hesaplarda bir azalma olduğunu, DMH'de toplam 67.6 milyon dolarlık açılan hesap varken hesaplardan yapılan ödemelerin 467.1 milyon dolar olarak gerekleştiiğini belirtmiştir.

Söz konusu hesapların gelişiminde önemli bir değişiklik, 1973 yılında hariçte yerleşiklerce açılmış hesapların tasfiyesine karar verilmişken 1975 yılındaki düzenleme ile hariçte yerleşiklere yeniden hesap açma yetkisinin tanınmasıdır.

Bu gelişmede rol oynayan faktör, 1973 yılında 1. petrol Şoku ile Türkiye'nin hızla artan petrol fiyatları karşısında dışardan ithal edilen yüksek enflasyon ile karşı karşıya kalmasıdır. Sanayide ithalata bağlı olunması sonucu büyüyen dış ticaret açığı, buna karşın azalan döviz rezervleri ekonomide dış demeler konusunda bir tıkanma yaşanmasına neden olmuştur. Döviz darboğazı özel sektörün geri adım atmasına ve yatırımların kamu eliyle yapılmasına bu da kamu kesiminin cari harcamalarını finanse etmek üzere borçlanma gereğinin artmasına neden olmuştur (Sönmez, 1998, s.472). Petrol ihraç eden ülkelerde ise oluşan cari fazlalara yeni yatırım olanaklarının aranması, uygulamaya konduğu ilk yıllarda fazla rağbet görmeyen DMH'nin, Avrupa piyasalarındakinden yüksek faizler ödenerek cazip hale getirilmesi ile sonuçlanmıştır.

Yapılan düzenleme ile, hariçte yerleşiklere yeniden hesap açma hakkının tanınmasının yanında, sabit faiz uygulamasına son verilerek Türkiye'deki TL mevduat faizlerini geçmemek koşulu ile, Avrupa Para Piyasaları'ndaki oranların % 1.75 fazlasına kadar faiz verilebileceği de hükme bağlanmıştır (Berker ve diğerleri, 1989, s.7). Bu düzenleme çerçevesinde, DMH'nin 1973-1974 yıllarında gösterdiği azalış kırıılarak, 1975 yılında 800 milyon dolarlık önemli artış gerçekleşmiş ve bunu takip eden yıllardaki düzenli artışlar izlemiştir. Feyzibeyoğlu (1979, s.9) aynı düzenleme ile yetkili bankaların kredi verme olanaklarının da arttırıldığını ve munzam karşılığı



ayrıldıktan sonraki bakiyenin tamamının kullanılmasının sağlandığını belirtmiştir.

DÇMH'de artışlar 1977 yılının ilk aylarına kadar devam etmiş, ancak bundan sonra tekrar yavaşlamaya başlamış ve dış borç ödemelerinde tikanıklıklar baş göstermiştir. Bunun üzerine, 1977 yılında yapılan yeni düzenleme ile vade ve faiz oranlarına esneklik kazandırılmıştır. 1975 yılındaki uygulamadan farklı olarak faizler Türkiye'deki faiz oranlarından bağımsız ama yine Avrupa Para Piyasalarına bağlı şekilde düzenlenmiş ve ilk olarak uzun vadeli hesaplara uygulanan faiz oranları yükseltilmiştir. Vade yapısına göre çeşitlilik gösteren faiz uygulaması ile aslında DÇMH'nin geri ödemelerinin ertelenmesi yönünde bir adım atılmıştır. Aynı düzenleme kapsamında, enflasyonist etkisi nedeni ile hesap sahibi lehine oluşan kur farklarının yetkili bankanın TCMB nezdindeki hesabına alacak kaydedilmesi uygulamasına son verilerek kur farklarının hesap sahibi hesabı kapatana kadar TCMB'de tutulmasına karar verilmiştir. Ayrıca en az 5 milyon dolar ve eşiti döviz karşılığında açılan 2 yıl veya daha uzun vadeli DÇMH'nin mevduat munzam karşılığında muaf tutulması hükme bağlanmıştır. Verilecek krediler için de kullanım alanları belirlenerek söz konusu hesaplardan verilecek kredilerin doğru kullanılıp kullanılmadığını denetleme imkanı sağlanmıştır. (Berker ve diğerleri, 1989, s.8-9).

1973 yılı sonunda başlayan ekonomik bunalım için kalıcı çözümler yerine geçici tedbirlerin alınmış olması, uzun vadede ekonomide tikanıklığa yol açmış, döviz rezervlerindeki azalma ve KVB'nin yüksek düzeye ulaşması ile 1970'li yılların sonunda Türkiye için tek çözüm yolu borçların orta ve uzun vadeli yapıya dönüştürülmesi olarak ortaya çıkmıştır. 16 Şubat 1978 tarihinde DÇMH'nin yalnızca hariçte yerleşikler için açılabilceği ve yetkili bankaların ithalatın finansmanı için kredi vermeyeceği hükme bağlanmıştır.

1978 sonunda toplam dış borç rakamlarının % 52'sine tekabül eden ve 7.2 milyar dolarlık kısa vadeli dış borçların yaklaşık 2 milyar dolarını teşkil eden DÇMH için erteleme çalışmaları 1978 yılı sonlarında TCMB bünyesinde başlatılmıştır. Bu kapsamda, Londra'da imzalanan bir antlaşma ile erteleme 26 Eylül 1979'da yürürlüğe girmiş ve TCMB vadesi 1 Ocak 1981 tarihinden

önce gelen ve hariçte yerleşiklere ait DÇMH'nin geri ödemelerini üstüne almıştır. 1979-1989 yılları arasında, erteleme kapsamındaki borçlar TCMB borcuna dönüştürülüp faiz ve anapara olmak üzere geri ödenmiş ve vadesi gelen hesapların tasfiyesi yoluna gidilmiştir.

1979 yılında ise DÇMH uygulamasına ekonomide yarattığı olumsuz etkiler nedeniyle son verilmesi kararlaştırılmış ve 13 Temmuz 1979 tarihinde imzalanan "Banka Kredi Anlaşması" ile, yetkili bankaların yeni DÇMH açamayacakları hükme bağlanmış ve 30 Eylül 1978'den sonra tesis edilmiş bulunan hesaplar da Maliye Bakanlığı'nın talimatı gereği döviz tevdiat hesaplarına dönüştürülmüştür (Berker ve diğerleri, 1989, s.12). 3 yıl geri ödemesiz 7 yıl vade ile hesap sahiplerine isteklerine göre, değişken ya da sabit faiz üzerinden geri ödeme seçeneği sunulmuş ve son taksit 1 Eylül 1989'da ödenmiştir.

**TABLO 4.1. DÇMH TOPLAMI, BRÜT VE NET DÖVİZ REZERVLERİ (MİLYON DOLAR)**

Yıllar	Brüt Döviz Rezervi	DÇMH	Net Döviz Rezervi
1973	1893	225	1668
1974	1462	145	1317
1975	850	1016	-166
1976	844	1775	-931
1977	398	1978	-1580
1978	560	1877	-1317

Kaynak: Feyizbeyoğlu, 1979, s.26

DÇMH, uygulamada kaldığı yıllar boyunca brüt döviz rezervlerinin büyük kısmını oluşturmuştur. Bu anlamda ekonominin dışa bağımlılığını arttırması nedeniyle sıkça eleştirilmiştir. Tablo 4.1'de, net döviz rezervlerinin 1975 yılından sonra negatif değerler aldığı görülmektedir. Bu durumda, 1975 sonrası dövizle yapılan ödemeler için DÇMH'nin kullanıldığını söylemek mümkündür.

Ayrıca döviz kuru riskinin TCMB tarafından üstlenilmiş olması ve ödenen faizlerin Avrupa piyasalarındakinden yüksek olması sebebiyle DÇMH, maliyetlerinin yüksek olması açısından da eleştiri konusu olmuştur. DÇMH'ye ödenen faizlerin toplam faiz ödemelerine oranı Tablo 4.2 yardımıyla gösterilmiştir.

**TABLO 4.2. DÇMH FAİZ ÖDEMELERİNİN TOPLAM FAİZ ÖDEMELERİNE ORANI**

Yıllar	DÇMH Faiz Ödemeleri (Milyon Dolar)	Toplam Faiz Ödemeleri (Milyon Dolar)	Oran
1974	2,9	102	2,8
1975	7,8	124	6,3
1976	65,9	217	30,4
1977	111,9	320	35,0
1978	73	389	18,8
1979	68,3	546	12,5
1980	238,3	668	35,7
1981	274,2	1193	23,0
1982	295,1	1465	20,1
1983	201,8	1441	14,0
1984	186,3	1586	11,7
1985	163,3	1753	9,3
1986	114,6	2134	5,4
1987	78,2	2507	3,1
1988	49,2	2799	1,8
1989	18,4	3100	0,6

Kaynak: Berker ve diğerleri, 1989, s.36

Görüldüğü gibi, 1973 yılında enflasyonist etkiler nedeniyle azaltılması için önlemler alınan hesapların, 1975 sonrası tekrar yüksek ve değişken faizle teşvik edilmesi sonucu, hesaplara ödenen toplam faizler de büyük ölçüde artmıştır. Hesaplara ödenen faizler toplam faiz ödemelerinin 1976 yılında % 30'una ve 1977 yılında % 35'ine kadar yükselmiştir.

DÇMH'nin asıl amacı olan işçi tasarruflarını Türkiye'ye çekmek kapsamında değerlendirildiğinde, bu amaca hizmet etmekten uzak olduğu ve bu hesaplarda işçilerin payının % 10 ile sınırlı kaldığı görülmektedir. Bunun yanı sıra, DÇMH karşılığı sağlanan kaynaklar, kredi ve emisyon hacminin denetimini zorlaştırması nedeniyle para politikasının etkinliğini azaltmış ve iyi denetime tabi tutulmaması sonucu yatırımda değil büyük ölçüde ithalatın finansmanında kullanılmıştır (Sönmez, 1998, s.476).

Keyder (2002, s.245), hesaplara verilen kur garantisinin enflasyonist baskı yaratarak TCMB'nin parasal kontrolünü zayıflattığını belirtirken, Günal (2001, s.58) da, DÇMH'nin enflasyonist etkiler yarattığını ve istikrarsız bir yapıya sahip olduğunu belirtmiş, Türkiye'nin hem dış borç vade yapısını kısaltmak hem de toplam dış borç yükümlülüğünü arttırmak suretiyle,

1970'lerin sonundaki krize sürüklenmesindeki en önemli etken olarak görmüştür.

DÇMH'nin ekonomi ve dış borçlar üzerinde yarattığı sıkıntılar 1976 yılında hissedilmeye başlanmış ve net döviz girişi sağlayan hesaplarda çekilişler yaşanmıştır. Bu uygulamadan önce Türkiye hükümetler arası anlaşmalar ile orta ve uzun vadeli kredi sağlarken, DÇMH ile vade yapısı kısalmış, borç servisi yükselmiş ayrıca biriken dövizlerin geri ödemesi planlanmadan iç piyasalarda kullanılması ile Türkiye 1980'lere doğru krize sürüklenmiştir.

#### **4.4.2. Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat ve Süper Döviz Hesapları**

Yukarıda özetlendiği gibi, DÇMH'den planlandığı şekilde yararlanılamamış ve ilgili hesaplar döviz darboğazına çözüm getirmekten çok döviz darboğazı oluşma koşullarını hızlandırmıştır.

1973 yılında 1. petrol şoku nedeniyle dünya ekonomisi stagflasyonist bir krize girmiştir. Petrol ihraç eden ülkelerin ödemeler bilançosunda cari fazlalar oluşurken, petrol üreticisi olmayan Türkiye gibi ülkelerin hızla artan petrol fiyatları karşısında dış ticaret açıkları büyümüş, rezervlerin azalmaya başlaması ile dış ödemeler konusunda bazı sıkıntılar yaşanmaya başlamıştır. Sönmez'in (1998, s.469) belirttiği gibi, ekonomik sıkıntılar yanında 1974 yılındaki Kıbrıs Barış Harekatı sonrası uygulanan ekonomik ambargo sonucu Türkiye hızla ekonomik yalnızlığa sürüklenmiştir. Bu ortamda yaşanan döviz sıkıntısını ortadan kaldırmak ve yurtdışında çalışan vatandaşlarımızın tasarruflarının ülkemize kazandırılması amacıyla 1976 yılında TCMB nezdinde yurtdışında çalışan vatandaşlarımıza KMDTH açma imkanı tanınmıştır.

Yurt dışında döviz geliri elde eden Türk vatandaşlarına TCMB nezdinde KMDTH açılması uygulamasına, T.C. Maliye Bakanlığı'nın Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkında 17 sayılı karara ilişkin 01 Nisan 1976 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe konan Seri 7, No: 162 Sayılı Tebliğ ile başlanmıştır.

Bu hesapların en önemli özelliği yalnız TCMB nezdinde açılabilmesidir. Yurt dışında döviz geliri elde eden Türk uyruklu gerçek kişiler bu hesabı açtırabilmekte ve dövizlerin yurda getirilmesi zorunlu olmayan dövizlerden olması şartı aranmaktadır. Ayrıca hesaba yatırılan dövizlerin konvertibl olması da zorunludur. Bu uygulamayı takiben aynı nedenlerle ve özellikle 1994 yılında ortaya çıkan ekonomik krizin olumsuz etkilerini gidermek amacıyla yine yurtdışında yerleşiklere bu kez SDH açma imkanı sağlanmıştır. Ödenen yüksek faizler nedeniyle bu hesaplar hızlı rezerv edinimi sağlanmasına katkıda bulunmuştur.

KMDTH ve SDH'nin sağladığı bu katkı, rezervleri güçlendirmek açısından önem taşımakta ve piyasaya müdahale anında esneklik sağlamaktadır. Bunun yanında, Almanya ve diğer ülkelerde yatırıma tabi tutulacak olan birikimlerin ülke ekonomisine kazandırılmasını sağlamakta ve faiz oranlarının TCMB tarafından tespit edilmesi dolayısıyla da yönetilebilir bir döviz rezervi özelliği taşımaktadır. Hesaplara ilişkin faiz oranları ülkenin genel ekonomik durumu, dış piyasalardaki faiz oranları, uygulanan para politikaları gibi bazı koşullar dikkate alınmak suretiyle Merkez Bankası tarafından belirlenmektedir. Yurtiçi piyasalardan veya yurtdışı piyasalardan borçlanma durumlarında ise faiz Merkez Bankası için veri olmakta ve faiz oranları ile borç verme koşulları borç veren tarafın isteği doğrultusunda oluşmaktadır. Ancak tüm bunlara rağmen bu hesaplara ödenen faizler ve diğer giderler TCMB açısından bir maliyet kalemidir.

KMDTH'nin açıldığı 1976 yılında faiz oranları vadesiz hesaplar için % 7, 1 yıl vadeli hesaplar için % 9, 2 yıl vadeli hesaplar için % 11 olarak belirlenmiş ve 1981 yılına kadar herhangi bir faiz değişikliği öngörülmemiştir. 01.05.1981 tarihinde yapılan değişiklik ile, daha önceden yıl olarak düzenlenmiş vadelerde ay esaslı benimsenmiş ve 18 ay vade imkanı tanınmıştır. Faiz oranları da vadesiz hesaplar için % 7, 12 ay vadeli hesaplar için % 10, 18 ay vadeli hesaplar için % 12 ve 24 ay ve daha uzun vadeli hesaplar için % 14 olarak belirlenmiştir (Çetin, 2004) . 1981 sonrasında 1990 yılına kadar faiz oranlarına yönelik yapılan değişiklikler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

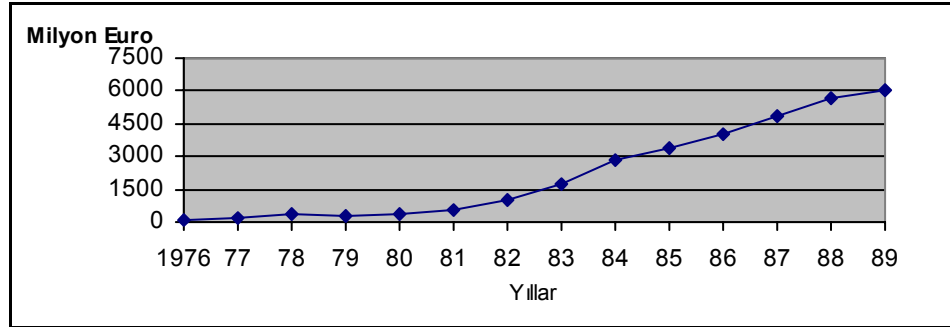
Tablo 4.3'de görüldüğü gibi, 1984 yılında yapılan düzenleme ile ay esasına dayalı vadeler son bulurken, 1989 yılında da hesapların maliyetinin azaltılmasına yönelik olarak faiz oranları düşürülmüş ve aynı zamanda vadesiz hesap açma imkanı kaldırılmıştır.

**Tablo.4.3. KMDTH'NİN 01.05.1981 VE 17.08.1990 ARASI FAİZ DEĞİŞİKLİKLERİ**

Tarih	Vadesiz Hesaplar			1 Yıl Vadeli Hesaplar			2 Yıl Vadeli Hesaplar		
	İsviçre Frangı (CHF)	USD	Diğer	CHF	USD	Diğer	CHF	USD	Diğer
08.12.1984	3	8	6	6	11	8	8	12	11
04.01.1989	-	-	-	4	10	6	6	12	9

Kaynak: İDGM

Hesaplardaki toplam mevduat, 1976 yılından 1989 yılına kadar artış göstermiş, ancak 1989 yılından sonra hesap açılabilen döviz cinslerinde yapılan sınırlama ile toplam mevduat azalmaya başlamıştır.



**Şekil 4.2 : KMDTH'nin Gelişimi**

Kaynak: İDGM, Aralık 2005, s.28

İzleyen bölümde hesapların 1990 yılından sonraki gelişimi uygulanan para, kur ve rezerv yönetim politikaları çerçevesinde değerlendirilecektir. Hesaplarda tutulan mevduatı, faizlere uygulanan vergiler, hesap açma limitlerinin ve hesap açmaya yetkili kişilerin değiştirilmesi, hesaplarla ilgili işlem yapmayı kolaylaştırmak üzere muhabir bankalar ile yapılan anlaşmalar veya kurulan büro ve temsilcilikler de etkiler. Ancak çalışmamızda esas etkiyi yaptığına inanılan faiz oranları değişiklikleri dikkate alınacak ve diğer gelişmeler göz ardı edilecektir.

## 4.2. Uygulanan Para ve Rezerv Yönetim Politikaları Işığında KMDTH'nin Gelişimi

Türkiye Ekonomisi, 1990 yılından itibaren üç dönem altında incelenecektir. Birinci dönem finansal serbestleşme sonrası 1990 yılından başlayarak 1994 Krizi'ni içine alacak, ikinci dönem 1994 sonrası 2001 yılına kadar olan gelişmeleri inceleyecek, son dönem ise 2001 yılı dalgalı kur rejimine geçiş sonrası durumu özetleyecektir.

### 4.2.1. 1990-1994 Dönemi

Birinci dönem olan 1990-1994 aralığında kriz yılı olan 1994, diğer yıllardan farklı karakter gösterdiğinden 1990-1993 aralığından sonra değerlendirmesi yapılacaktır.

1990-1993 aralığının en belirgin özelliği yüksek kamu açıklarının finansmanında iç borçlanma ve 1990 yılı hariç yoğun olarak TCMB kaynaklarının kullanılmasıdır. Tablo 4.4'de görüldüğü gibi, KKBG'nin GSMH'nin % 6 - % 10'u civarında olduğu bu dönemde Hazine'nin kısa vadeli avans (KVA) kullanımı, GSMH'nin yaklaşık % 2 - % 4'ü civarındadır.

TCMB kaynaklarının kullanımı<sup>7</sup> piyasada likidite fazlası yaratırken enflasyonu arttırmış ve kamu açıklarının daha da büyümesine neden olmuştur. Artan kamu açıkları iç borçlanma ile finanse edildiğinden, yüksek seyreden faizler ülkeye sermaye girişini teşvik etmiş, Ongun'un belirttiği gibi (2002, s.54-56), döviz kurunun seyri cari işlemler hesabından çok sermaye hesabı ile belirlenir hale geldiğinden döviz kuru giderek gerçek fiyatını yansıtmaktan uzaklaşmış ve dönem boyunca TL aşırı değerlenmiştir.

Tablo 4.4'e bakıldığında 1995 yılı fiyatları baz alındığında, 1994 Kriz yılında yaşanan yüksek devalüasyon hariç dönem boyunca TL'nin değerli olduğu ve özellikle 1993 yılında aşırı değerlendirildiği görülmektedir.

<sup>7</sup> Kamu açıklarının TCMB para politikaları açısından önem arzettiği nokta, açıkların Merkez Bankası kaynakları ile finanse edilmesinin politikaların etkinliğini azaltması ve Merkez Bankası'nın kendi bilançosu içindeki büyüklükleri denetleme konusunda sıkıntı çekmesidir. Bu yolla yapılan finansman sonucu artan likidite, hem talep fazlası yaratmak suretiyle fiyatları arttırmakta hem de bir kısmı dövize yönelerek talebi artırmak suretiyle TL'nin reel olarak değer azalışına neden olmaktadır. Belli bir kur taahhüdünün olması halinde TCMB, bu değer azalışına müdahale etmek durumunda kalmaktadır.

**TABLO 4.4. GENEL EKONOMİK DENGELER,1990-1994**

	1990	1991	1992	1993	1994
<b>KKBG / GSMH</b>	7,3	9,9	10,5	10,2	6,2
<b>Cari Açık /GSMH</b>	1,9	-	0,8	4,7	-
<b>İç Borç Stok/GSMH</b>	14,4	15,4	17,6	17,9	20,6
<b>Dış Borç Stok/GSMH</b>	36,1	40,4	43,1	48,7	65,3
<b>KVA/GSMH</b>	0,72	2,14	2,81	3,53	3,15
<b>Reel Büyüme (%)</b>	9,27	0,7	5,0	7,7	-4,7
<b>Enflasyon (%)</b>	60,4	71,1	66,0	71,1	125,5
<b>Reel Efektif Kur (1995=100)</b>	117,0	112,9	114,9	125,7	95,7
<b>Bankalar Açık Pozisyon(Milyar Dolar)</b>	1,8	1,8	3,2	5,0	0,9

Kaynak: TCMB EVDS, Hazine, TÜİK , Mayıs 2006, Altıntaş 2006, s.201 ve Atalay 2005, s.30

Dönem boyunca kamu açıklarının devamlı büyümesi ve açıkların finansmanında yoğun şekilde iç borçlanmanın kullanılması sonucu daha çok portföy yatırımları ve KVS hareketleri biçiminde ülkeye giren döviz TL'ye çevrilerek yüksek faizden kar sağlamak üzere kamu kağıtlarına yatırılmıştır. Kamu kağıtlarına yatırım yapan en önemli kesim hatırlanacağı üzere bankalar olmuştur. Ülke içinde yüksek faizler nedeniyle yüksek fon maliyetleri ile karşı karşıya olan bankalar yabancı para işlemlere yönelmiş ve açık pozisyon yaratarak kaynak sağlamıştır (Günel, 2001, s.63). Bankaların açık pozisyonlarının 1990 yılında yalnız 1,8 milyar dolar iken 1993 yıl sonu itibariyle 5 milyar dolar seviyesine ulaştığı görülmektedir.

Hem açık pozisyonların yükselmesi hem de kamu finansmanında TCMB kaynaklarının kullanılması sonucu 1990-1993 aralığında parasal denetim giderek güçleşmiştir.

Dönemin ödemeler bilançosunun bazı kalemleri incelendiğinde, cari işlemler hesabının kriz yılları hariç hep açık verdiği görülmektedir. Cari açık / GSMH oranı da 1993 yılında hızlı bir artış göstererek % 4,7 olarak gerçekleşmiştir. Cari açığın artışında temel sebep aşırı değerli TL olgusu ile hızlanan ithalatın ihracatı aşması sonucu oluşan dış ticaret açıklarıdır.

Dönem boyunca cari işlemler hesabındaki açıkların yani döviz açıklarının finansmanında sermaye ve finans hesabındaki birikimlerin kullanıldığı açıktır. 1990-1993 aralığında net hata noksan dahil edilmiş hali ile sermaye hesabı % 29 oranında rezerv edinimine katkıda bulunurken, % 71 oranında cari işlemler hesabını finanse etmiştir (Altinkemer, 1998, s.24).



**TABLO 4.5. ÖDEMELER BİLANÇOSU HAREKETLERİ,1990-1994  
(MİLYON DOLAR)**

	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Cari İşlemler Hesabı</b>	-2625	250	-974	-6433	2631
<b>Dış Ticaret Dengesi</b>	-9448	-7290	-8076	-14081	-4167
<b>Sermaye ve Finans Hesabı</b>	3093	-1198	2164	8595	-4463
<b>Doğrudan Yatırımlar</b>	700	783	779	622	559
<b>Portföy Yatırımları</b>	547	623	2411	3917	1158
<b>Uzun Vadeli Serm.</b>	-210	-783	-938	1370	-784
<b>Kısa Vadeli Serm.</b>	3000	-3020	1396	2994	-5190
<b>TCMB Mevduatı</b>	-74	-629	465	1069	1430
<b>Kısa Vadeli</b>	-123	-132	55	144	115
<b>Uzun Vadeli</b>	49	-497	410	925	1315
<b>Resmi Rezervler</b>	781	-1223	1484	314	625

Kaynak: TCMB Ödemeler Bilançosu, Mayıs 2006

1992 yılına kadar UVS'nin geri ödemelerinin kredi kullanımlarını aşması nedeniyle negatif değerler aldığı görülmektedir. 1993 yılında ise genel hükümetin dış borç geri ödemeleri devam ederken diğer sektörlerin kullandığı uzun vadeli krediler arttığından UVS'de bu yıl 1,3 milyar dolar giriş gerçekleşmiştir.

UVS'nin 1993 yılı hariç sermaye birikimine katkı sağlamadığı bu dönemde, esas birikim KVS girişleri ile sağlanmıştır. TCMB dönem boyunca yüksek cari açığa rağmen faiz arbitrajından faydalanmak amacıyla piyasaya giren ve kamu kağıtlarına yatırım yapmak amacıyla TL'ye çevrilen daha çok kısa vadeli döviz kredilerini istendiğinde TL'ye çevirmek suretiyle rezervlerini arttırmıştır. 1990 ve 1993 yılında yaklaşık 3 milyar dolar giriş kaydeden KVS, 1991 Körfez Savaşı ve 1994 finansal krizi sırasında istikrarsızlık ortamından etkilenerek hızlı biçimde ekonomiden kaçmış ve rezerv edinimi hız kaybetmiştir. 1990-1994 aralığında toplam KVS çıkışları 8,2 milyar dolara ulaşmıştır.

Bankaların açık pozisyonlarının, cari açığın ve finansal kırılganlığın giderek arttığı bir ortamda ülke ekonomisinde büyüme ve birikimin de tamamen yabancı sermaye girişlerine bağlanmış olması, ekonomide yaşanacak olası dengesizliklere karşı TCMB'nin döviz rezervlerini arttırma ihtiyacını doğurmuştur. Bu bağlamda, aslında sermaye hareketlerinin serbestleşmesine paralel olarak ülkeye döviz girişi sağlama görevini

tamamladığına inanılan<sup>8</sup> KMDTH'nin faizleri 15.02.1991 tarihinde yapılan düzenleme ile Alman Markı (DEM) cinsinden hesaplar için 1 yıl vadelide 1,5 ve 2 yıl vadelide 1 puan arttırılmıştır.

1991 yılında hem KVS kaçıışı hem de aynı dönemde toplam mevduatlarda 1,4 milyar dolarlık çöküş yaşanması sonucu azalan rezerv düzeyinin arttırılmasına yönelik olarak KMDTH faiz oranlarının arttırılması sonrası TCMB mevduatında 1992 yılında 465 milyon, 1993 yılında 1 milyar dolar seviyesinde giriş gözlenmiştir. 25.06.1993 tarihinde yapılan düzenleme ile yurtdışı faiz oranlarındaki gelişmeleri takiben USD faiz oranları 5 puan indirilerek, 1 yıl vadede % 5 ve 2 yıl vadede % 7 olarak uygulanmaya başlanmıştır.

1994 yılında yaşanan finansal krizin temel nedeni, 1993 sonunda Hazine'nin ısrarlı biçimde iç borçlanma faizlerini azaltmak istemesi sonucu iç borçlanmanın zorlaşması ile KVA kullanımının yaygınlaşması ve artan likiditenin döviz piyasalarına yönelerek aşırı bir döviz talebi oluşturmasıdır. TCMB bu ortamda talebi karşılamak için rezervlerini kullanmış ancak yapılan satış yönlü müdahaleler yetersiz kalmıştır. Görüldüğü gibi, finansal kriz esasen döviz krizi sonucu oluşmuştur.

1994 Krizi sonrası alınan 5 Nisan İstikrar Kararları ile para politikaları tamamen şekil değiştirmiş ve esas amaç hızla erimiş olan rezervlerin yerine konması olmuştur. Bu kapsamda, rezervlerin acilen arttırılmasına yönelik olarak KMDTH'den daha yüksek faiz esası ile yapılandırılan SDH uygulamasına başlanmıştır.

15 Temmuz 1994 tarih ve 21991 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 1-A/D Sayılı Genelge ile yapılan düzenleme kapsamında yurtdışında oturma veya çalışma iznine ya da hakkına sahip

---

<sup>8</sup> Finansal serbestleşme sonrası 17.08.1990 tarih ve 20608 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış olan 1/G Sayılı Genelge ile yapılan düzenleme kapsamında hesapları açtırabilecek kişiler yeniden tanımlanmış ve bazı kişiler bu haktan menedilerek daha önce açtırılan hesapların vade bitiminde kapatılmasına karar verilmiştir. Buna göre; yurda kesin dönüş yapmış olanlar, altı aydan fazla süre ile Türkiye'de oturanlar, hesaplarında Türkiye adresi bulunanlar, kamu kuruluşlarınca daimi veya geçici olarak yurt dışında görevlendirilenler, kamu ve özel sektörde yurt dışında kurulmuş büro ve temsilciliklerde çalışanlar, turistik, ticari veya başka amaçla seyahat edenler bu hesapları açtıramayacaklardır.

geçerli Türkiye Cumhuriyeti pasaportu olan gerçek kişilerin bu hesabı açtırabileceği, hesapların 3 yıl vadeli olarak açılabilmesi ve DEM için yıllık % 11 (3 yıl için % 33), USD için yıllık % 8 (3 yıl için % 24) faiz ödeneceği, hesaplardan kısmi çekim yapılamayacağı, istenirse vadeden önce tüm tasarrufun çekilebileceği ancak bu durumda faiz ödemesi yapılmayacağı, para çekme ve havale işlemleri sonucu doğacak masrafların (çeklerden muhabirlerce alınan masraf ve komisyonlar hariç) TCMB tarafından karşılanacağı hükme bağlanmıştır.

Başlangıçta geçici bir uygulama olarak düşünülmüş olan SDH daha sonra sürekli hale getirilmiş ve açılmış olan hesapların (büro ve temsilcilik çalışanları hariç olmak üzere) yurda kesin dönüş yaptıktan sonra da devam ettirilmesine veya şahıslar adına yurtdışındaki resmi kurum ve kuruluşlardan gelen havaleler karşılığında limit üzerinde kalmak şartıyla yeni hesap açtırabilecekleri de hükme bağlanmıştır.

Hesapların sürekli hale getirilmesi ile birlikte yurda döndükten sonra da devam ettirilebilmesine veya yeni hesap açtırılabilmesine olanak tanınması, kriz zamanında acil rezerv edinimi sağlamış olan bu hesapların rezerv birikimi açısından önemini vurgulamaktadır.

1994 yılında KVS hareketlerinde yaşanan 5 milyar doların üzerindeki çıkışla ekonomide bozulan dengeler 1,4 milyar dolarlık TCMB mevduatı ile bir miktar da olsa giderilebilmiş ve açılan SDH'nin vadesinin uzun olması nedeniyle ekonomiye uzun vadede borçlanma imkanı sağlanmıştır. Bu dönemde, TCMB mevduatının 1,3 milyar doları uzun vadeli mevduattan oluşmaktadır. Bu anlamda bu yıl mevduat artışının büyük bölümünün sadece 3 yıl vade ile açılmasına izin verilen SDH'nin sisteme dahil olması sonucu oluştuğunu söylemek mümkündür.

Hem 1991 hem de 1994 yılında görüldüğü gibi, kriz dönemlerinde KVS ve portföy yatırımları istikrarsızlık nedeniyle ekonomiyi hızla terk ederken, KMDTH bu ortamdan çok fazla etkilenmemekte ve faiz oranlarının yükseltilmesi tedbirine bağlı olarak hesaplarda yaşanan girişler rezerv düzeyini beslemektedir. Bu konuda TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü

tarafından yapılan ampirik çalışma da aynı görüşü destekler niteliktedir<sup>9</sup> (Suğanlı, 2003, s.109).

#### 4.2.2. 1995-2001 Dönemi

1994 Krizi sonrası kamu açıklarının TCMB kaynakları ile finansmanının ekonomide yarattığı sıkıntılar göz önüne alınarak, para politikasının ve kaynak kullanımının etkinliğini arttırmak üzere Hazine'nin KVA kullanımı ve kamuya açılan krediler sınırlandırılmıştır. Söz konusu uygulama TCMB 1994 yıllık raporunda şu şekilde düzenlenmiştir:

“25 Nisan 1994 tarih 3895 Sayılı Kanun'la, Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklik ile kamu kesiminin parasal genişleme yoluyla finansmanının sınırlandırılması amaçlanmıştır. Merkez Bankası Kanunu'ndaki bu değişiklik ile, toplam bütçe ödeneklerinin daha önceden % 15'i kadar saptanan kısa vadeli avans hesabı limiti değiştirilecek ve cari yıldaki ödenek artışının, 1995 yılında yüzde 12'sine, daha sonraki yıllarda azaltılarak, 1998 yılında yüzde 3'üne indirilecektir. Ayrıca, kamu kuruluşlarına açılan krediler de bu avans limitinin yarısından fazla olamayacaktır” (TCMB,1994,s.27).

Bu uygulama değişikliğine rağmen KVA kullanımının fiilen son bulunduğu 1997 yılına kadar Hazine'ye sağlanan çeşitli kolaylıklarla sürdüğü bilinmekte ve 1995 yılında KVA kullanımının GSMH içindeki payının % 2,44 ile 1994'teki 3,15'lik payına göre çok da gerilemediği görülmektedir (Bkz. Tablo 4.6 ve Tablo 4.4).

KVA imkanının devam etmesi ekonomide yarattığı likidite fazlası ile TCMB politikalarını etkilemeye devam etmektedir. 1994 yılında yapılan bu düzenleme, 1995 yılından sonra yapılandırılan programlarda Net İç Varlık<sup>10</sup> (NİV) hedeflerinin olması ile de desteklenmiştir. NİV'de belli bir tavan limitinin olması ekonomide kaynak dağılımında rasyonelliğin ve para politikalarının etkinliğinin artırılması açısından önem taşımaktadır.

1995 ve 1997 yılları para politikası açısından genel olarak istikrarın hedeflendiği yıllar olmuş ancak enflasyon olgusu da istikrarın yanında vurgulanmaya başlanmıştır. Bunun en temel nedeni, 1994 Krizi ile birlikte

<sup>9</sup> Çalışmada KMDTH'nin miktarını belirleyen en önemli değişkenin TCMB tarafından belirlenen faiz oranları olduğu, SDH içinse bu faiz oranlarının yanında Türkiye'de faaliyette olan diğer ticari bankaların uyguladığı ağırlıklı ortalama faiz oranı arasındaki fark olduğu belirlenmiştir.

<sup>10</sup> NİV: Analitik Bilançonun İç Varlıklar kaleminden, döviz olarak takip olunan mevduat, fon hesapları, banka dışı kesim mevduatı ve diğer Merkez Bankası Parası alt kalemlerinin çıkarılması ile bulunur (TCMB, 2006,s.58).

% 100'lerin üzerine çıkan enflasyon oranının, devam eden siyasi istikrarsızlık ortamında azalmasının çok zor olmasıdır. Seçilen hükümetlerin kısa zamanda erken seçime gitmeleri ve neredeyse her yıl tekrarlanan seçimler kamunun kaynak gereksinimini arttırdıkça ekonomide temel amaç piyasalarda istikrarın sağlanması hedefinden daha uzağa gidememiştir. Aslında Günaydın'ın (2000 s.76) belirttiği gibi Türkiye'de enflasyon olgusu önemli ölçüde kamu açıklarından kaynaklanmaktadır ve açıklar köklü önlemlerle azaltılmadığı sürece enflasyonu beslemeye devam edecektir.

Artan kamu açıkları, kamunun finanman ihtiyacını arttırmakta ve bu amaçla aslında geçici bir gelir kaynağı olan dış ve iç borçlanmanın artmasına neden olmaktadır. Bunun yanında, faiz oranlarını yükselterek, reel kesimin daralmasına ve finansal kesimin de gereğinden fazla büyümesine neden olarak enflasyonist süreci hızlandırmaktadır (Dönek, 1999, s.41). Dönem boyunca enflasyon rakamlarının KVA kullanımından sonra bir miktar gerilediği ancak % 50'nin altına hiç düşmediği görülmektedir.

1994 yılında yaşanan yüksek devalüasyon ile değer kaybeden TL bu eğilimi bir müddet sürdürdükten sonra 1995 sonrası yükselen faizlere bağlı olarak sermaye girişlerinin tekrar hızlanması ile yeniden değer kazanmaya başlamıştır. (Bkz Şekil 3.1) Böylece, Ongun'un belirttiği gibi (2002, s.66) ithalata dayalı ikinci büyüme dönemi başlamış ve ekonomi çevrimleri yeniden yabancı sermaye girişlerine bağlanmıştır.

**TABLO 4.6. GENEL EKONOMİK DENGELER,1995-2001**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>KKBG/GSMH</b>	5,0	8,6	7,7	9,4	15,6	11,8	16,4
<b>Cari Açık/GSMH</b>	1,8	1,7	1,8	-	0,9	5,3	-
<b>İç Borç Stok/GSMH</b>	17,3	21,0	21,4	21,7	29,3	29,0	69,2
<b>Dış Borç Stok/GSMH</b>	49,7	57,0	58,7	56,2	71,1	63,4	92,7
<b>KVA/GSMH</b>	2,44	2,48	1,15	-	-	-	-
<b>Reel Büyüme (%)</b>	7,9	7,4	7,6	3,2	-4,7	7,3	-7,5
<b>Enflasyon (%)</b>	78,9	76,5	99,2	68,4	67,0	39,3	67,9
<b>Reel Efektif Kur (1995=100)</b>	103,1	101,7	115,9	120,9	127,3	147,6	116,3
<b>Bankalar Açık Pozisyon(Milyar Dolar)</b>	3,1	2,5	5,0	8,4	13,2	17,7	12,3

Kaynak: TCMB EVDS, Hazine, TÜİK , Mayıs 2006, Altıntaş 2006, s.201 ve Atalay 2005, s.30

Aynı zamanda, 1994 sonrası kamunun net dış borç ödeyici<sup>11</sup> konumuna geçmesi ve 1997 yılında TCMB kaynak kullanımının sona ermesi ile kamu finansmanı iç borçlanmaya dönünce hem iç borç stokları hem de faizler artmıştır (Activeline, s.5). Karlı faiz arbitrajı olanağının doğması ekonomiye yabancı sermaye girişlerini yeniden özendirmiştir.

Bankaların açık pozisyonlarının hızlanarak devam ettiği bu süreç ilk kırılma noktasını 1998 yılında Rusya Krizi'nin etkilerinin ekonomide hissedilmesi ile yaşamış, ikinci büyük kriz ise 2001 yılında olmuştur. 1998 Rusya Krizi'ni takiben 1999 yılında yaşanan ekonomik durgunluk ile daralma yaşanmış ve ekonomi % 4,7 küçülmüştür. 2001 Krizi'nde de ekonominin % 7,5 daraldığı görülmektedir.

1995-2001 aralığında ödemeler bilançosundan seçilen kalemler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Söz konusu dönemde bir önceki dönemde olduğu gibi ekonomide daralmanın ya da krizin yaşandığı yıllarda ithalata bağlı olarak cari işlemlerin fazla verdiği, ancak sermaye kaçışları yaşandığı görülmektedir.

**TABLO 4.7. ÖDEMELER BİLANÇOSU HAREKETLERİ, 1995-2001 (MİLYON DOLAR)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Cari İşlemler Hesabı</b>	-2339	-2437	-2638	1984	-1340	-9821	3392
<b>Dış Ticaret Dengesi</b>	-13152	-10264	-15048	-14052	-10185	-21959	-3733
<b>Sermaye ve Finans Hesabı</b>	-93	938	3625	-1287	-377	12581	-1633
<b>Doğrudan Yatırımlar</b>	772	612	554	573	138	112	2855
<b>Portföy Yatırımları</b>	237	570	1634	-6711	3429	1022	-4515
<b>Uzun Vadeli Sermaye</b>	-79	1636	4788	3985	344	4276	-1131
<b>Kısa Vadeli Sermaye</b>	3635	2665	-7	1313	918	4174	-11766
<b>TCMB Mevduatı</b>	1563	1336	1028	574	-229	622	736
<b>Kısa Vadeli</b>	101	63	50	-80	-98	2	131
<b>Uzun Vadeli</b>	1462	1273	978	654	-131	620	605
<b>Resmi Rezervler</b>	5032	4545	3316	216	5614	354	-2694

Kaynak: TCMB Ödemeler Bilançosu, Haziran 2006

<sup>11</sup> Kamunun net dış borç ödeyici konumuna geçmesi artık dış piyasalardan borçlanma yapamamasına ancak geri ödemeleri yerine getirmek durumunda olmasına bağlıdır.

1995 yılında kriz ortamının kısmen giderilmesi ile, KVS tekrar hız kazanmış ve 1995 ile 1996 yıllarında toplam 6,2 milyar dolar KVS girişi yaşanmıştır. Buna paralel KMDTH'nin DEM ve CHF faizlerinde yarımşar puanlık düşüşler yapılmış ancak SDH'nin faizlerinde herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. Bu dönemde SDH'de faiz indirimine gidilmemesi nedeniyle TCMB uzun vadeli mevduat hesaplarındaki girişler devam etmiş ve TCMB toplam mevduatı 1995'te yaklaşık 1,5 milyar dolar ve 1996'da 1,3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

1997 yılında ekonomiye giren kaynaklar UVS şeklinde olmuş, bankaların ve diğer sektörlerin kullandığı uzun vadeli krediler toplamı yaklaşık 6,3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1995-1997 aralığında rezervlerin 12,8 milyar dolar gibi hızlı bir birikim sağladığı görülmektedir. Aynı dönemde TCMB mevduatında da 3,8 milyar dolarlık bir artış mevcuttur. Görüldüğü gibi bu dönemde rezerv birikimi sağlanmasında hem TCMB mevduatının hem de yabancı sermaye girişlerinin etkisi mevcuttur. Ancak, KMDTH'nin katkısı kriz dönemlerinde yaşandığı kadar yüksek değildir.

Altınkemer, (1998, s.24) 1994-1997 yıllarında, sermaye akımlarının cari işlemler hesabının finansmanına % 55 buna karşın rezerv edinimine % 45 katkısı bulunduğu belirtilmiştir. Görüldüğü gibi, 1990-1993 aralığında sırasıyla % 71 ve % 29 olarak gerçekleşen bu oranlar, ekonomiye giren sermaye akımlarının rezervlerin artmasında giderek daha fazla önem kazandığını göstermektedir.

1998 yılında Rusya Krizi'nin diğer ekonomilerde yarattığı güvensizlik sonucu portföy yatırımlarında yaşanan kaçış miktarı 6,7 milyar dolar olmuş ve bunun 4,5 milyar dolarlık kısmı yabancıların menkul kıymet portföylerini boşaltmasından kaynaklanmıştır. Bu dönemde işçi hesapları için herhangi bir faiz değişikliği de öngörülmemiş ve sonuçta resmi rezervlerdeki değişiklik yok denecek kadar az olmuştur.

Avrupa Para Birliği'ne üye ülkelerde ülke paralarının Euro'ya (EUR) dönüşme sürecinin başlaması ile 01 Ocak 1999 tarihinde KMDTH ve SDH açılabilen döviz cinsleri 01 Ocak 2002 tarihinde uygulamaya geçecek şekilde

yeniden düzenlenmiştir. Buna göre, DEM, Hollanda Florini (NLG) ve Fransız Frangı (FRF) cinsinden açılmış bulunan hesapların sabitlenen çapraz kurlardan EUR dönüşümü sağlanmış ve bu sürecin kolaylaştırılması amacıyla hem KMDTH hem de SDH için DEM döviz cinsine uygulanan faizler esas alınarak tüm döviz cinslerine ödenen faizler eşitlenmiştir. Bu düzenleme bazı döviz cinsleri açısından faiz artışına sebep olmuştur.

Bu düzenleme sonrası, KMDTH için faiz oranları (Avrupa Birliği dışındaki CHF hariç) 1 yıl vadede % 7, 2 yıl vadede 8,5, SDH hesapları için 2 yıl vadede % 10, 3 yıl vadede % 11 olarak düzenlenmiştir. Yapılan faiz değişiklikleri esas olarak DEM dışındaki diğer dövizlerde gerçekleştirildiğinden ve KMDTH ve SDH'nin daha çok DEM cinsi üzerinden tesis edilmesinden dolayı eşitleme amaçlı yapılan faiz artırımları hesap toplam bakiyelerini çok fazla etkilememiştir.

Aynı dönemde ödemeler bilançosunun krediler kaleminin yükümlülük kısmı yaklaşık 3,3 milyar doları IMF'den sağlanan krediler ve 9,4 milyar doları da banka ve diğer sektörlerin kullandığı kredilerden oluşmak üzere toplam 13,7 milyar dolar artış göstermiştir. Bu dönemde bankaların açık pozisyonları da 13,1 milyar dolara ulaşmış, elde edilen bu krediler TL'ye çevrilerek kamu açıklarının finansmanında kullanılmaya devam etmiştir. (Bkz. Tablo 4.4.)

1999 yılında IMF'ye sunulan niyet mektubunda 2000 yılı başında uygulamaya konulmak üzere Enflasyonu Düşürme Programı (EDP) yapılandırılmıştır. Program genel olarak kamu kesimi, sosyal güvenlik, özelleştirme ve tarım alanlarında yapılacak yapısal reformları içermektedir (Yeldan, 2001, s.161).

Güloğlu (2001, s.1) enflasyonun temel kaynağının kamu açıklarının finansman yöntemi olduğunun kabul edildiğini ve açıkların kapatılmasına yönelik olarak harcamaların kısılması ve vergi gelirlerinin arttırılması gibi düzenlemelerin yapıldığını belirtmiştir. Bunun yanında, IMF ve DB'den sağlanacak uzun vadeli kredilerle düşük maliyetli finansman sağlanacağından iç borçlanmanın finansmandaki öneminin azaltılması planlanmıştır.



Programda çalışmamız açısından en önemli reform döviz kuru nominal çapasına dayalı para programı uygulamasına geçilmesidir.

Program süresince iki farklı kur rejimi kullanılmıştır. Ocak 2000-Haziran 2001 dönemindeki 18 aylık sürede, 'enflasyon hedefine yönelik kur sepeti' uygulanması, 1 dolar ve 0,77 Euro'dan oluşan kur sepetinin günlük değerinin, 2000 yılbaşından itibaren bir yıllık süreyi kapsayacak biçimde yatırımcıların önündeki belirsizlikleri azaltmak üzere önceden duyurulması kararlaştırılmıştır. Uygulamada günlük artış oranları % 20 olarak hedeflenen yıllık TEFE artış oranına göre belirlenmiş ve çeyrekler itibariyle TL'nin kur sepeti karşısındaki öngörülen değer kayıpları açıklanmıştır. Takip eden ikinci 18 aylık dönemde ise (Temmuz 2001-Aralık 2002) 'kademeli olarak genişleyen band' çerçevesinde bir kur politikası yürütülmesi, bandın toplam genişliğinin 31 Aralık 2001'de yüzde 7,5, Haziran 2002'de yüzde 15'e ve 31 Aralık 2001'de yüzde 22,5'e yükseleceği kararlaştırılmıştır. (TCMB, 1999, s.91). Kurun bant içinde kaldığı hallerde TCMB'nin herhangi bir şekilde müdahalede bulunmayacağı taahhüt edilmiştir. Keyder (2002,s.448), her çeyrek genişletilen bant uygulamasının serbest döviz kuru rejimine geçiş için bir adım olarak nitelendirilebileceğini belirtmiştir.

Sabit kur politikasının uygulandığı ülkelerde merkez bankalarının temel görevi kurları sabit tutmak olduğundan merkez bankası kur riskini üstlenerek piyasalara para vermektedir (Kar ve Kara, 2003, s.9). Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması yani enflasyon hedefinde belirleyici rol oynaması rezerv yönetim politikalarını da etkilemiştir. Çünkü TCMB kur taahhüdü altına girmekle, önceden açıklanan fiyatlar dahilinde kendisine getirilecek tüm dövizleri satın almayı veya talebi karşılamak üzere satış yapmayı da taahhüt etmektedir.

Aynı düzenleme çerçevesinde parasal taban genişlemesinin yalnız Net Dış Varlık<sup>12</sup> (NDV) karşılığı yaratılması prensibi benimsenmiştir. Programa göre ilk 18 ay içinde, NİV'in sabit kalmasının öngörülmesi ve sermaye akımlarının sterilizasyonunun bırakılacağı belirlenmesi bu

---

<sup>12</sup> NDV: TCMB'nin toplam döviz pozisyonu gösterir (TCMB, 2006,s.58).

prensibin yansması olup, piyasadaki likidite NDV hareketlerine göre belirlenecektir. Söz konusu uygulama aşığıdaki şekilde düzenlenmiştir:

“Sermaye akımları, faiz oranlarına hızlı düşüşe imkan vermek ve sermaye girişlerini idame ettirecek büyük faiz oranı farklılıklarını engellemek üzere sterilize edilmeyecektir. Aynı şekilde, eğer döviz kuru üzerinde baskı oluşursa para piyasalarında hızlı faiz artışlarına yol açmak üzere sermaye çıkışları sterilize edilmeyecek olup NUR tabanına ilişkin kriterlerin tutturulmasına yardımcı olacaktır” (IMF Niyet Mektubu, 1999).

Program dahilinde Net Uluslararası Rezervler<sup>13</sup> (NUR) için de belirlenen hedef taban değeri TCMB'nin rezervlerini belli bir seviyenin üzerinde tutma konusundaki taahhüdünü göstermektedir. Piyasadaki likidite NDV karşılığı sağlandığından, ülkeye giren döviz TL'ye çevrilmek istendiğinde TCMB dövizini alacak ve böylece rezerv düzeyini belli bir seviyenin üzerinde tutacak olan otomatik mekanizma işleyecektir (Güloğlu, 2001, s.2).

Kurun sabitlendiği ve piyasadaki likiditenin tamamen NDV'ye bağlandığı bir ortamda döviz girişlerinin önemi para politikası açısından artmakta ve ani bir saldırı halinde TCMB'nin kuru korumak üzere daha yüksek rezerve ihtiyacı doğmaktadır. Ancak, ilk 18 aydan sonra döviz kuru bandının genişlemesi ile TCMB'nin daha esnek bir para ve rezerv politikasına geçmesi planlanmıştır.

Sterilizasyonun bırakılması ve ekonomide likiditenin yani parasal taban genişlemesinin yalnız NDV artışı karşılığında yapılması, yarı para kurulu benzeri bir uygulama olup, TCMB'nin bir kısım para politikası araçlarını kullanmasını sınırlamıştır (Kar ve Kara, 2003, s.9).

Para kurulu mekanizmasının arkasında reel para doktrini vardır. Ancak burada dikkat edilmesi gereken nokta bu doktrinin temel felsefesinin ihraç etmek üzere üretirken yaratılan para talebi sonucu oluşan parasal genişlemenin enflasyonist olmayacağıdır. Bu doğrultuda para arzının genişlemesi yurtdışından gelen dövizlerle yapıldığı müddetçe enflasyonist olmayacaktır. Ancak burada söz konusu olan mal hizmet ihracı karşılığı elde

---

<sup>13</sup> NUR: Brüt Döviz Rezervleri ile Brüt Uluslararası Yükümlülükler farkına vadeli işlemlerin eklenmesi ile bulunur (TCMB, 2006,s.58).

edilen döviz değil dış dünyanın daha çok kısa vadeci ve spekülâtif sermaye stokudur (Yeldan, 2001, s.185-186).

2000 Kasım'da yaşanan krizde, EDP'nin kısıtları, bankaların açık pozisyonları ve portföylerinde yüksek oranda DİBS bulundurmaları kilit rolü oynamıştır. 1999 yılında açık pozisyon sınırına limit konmasına rağmen bankalar buna uymamış ve dışardan borçlanmaya devam etmişlerdir. Bankaların borçlanmaya devam etmesi, buna karşılık sterilizasyonun yapılamaması sonucu ülkede hem nominal hem reel faizler hızla azalmaya başlamış, buna bağlı olarak da krediler ve iç talep hızla artmıştır. Aynı zamanda enflasyonun beklendiği kadar düşmemesi ile kurun artış hızından geride kalması sonucu değerlendirilen TL ithalatı artırmış, ihracatı azaltmış ve cari açık beklenenden çok hızlı artmıştır. Cari açığın sürdürülebilmesi konusundaki tereddütler programın güvenilirliğini zedelemiş ve sürdürülebilmesi ancak dış kaynakla mümkün olduğundan borç verenlerin ülkeye bakış açısı önem kazanmıştır. Ancak ülkede makroekonomik dengeler ve bankaların mali yapılarının bozuk olması ülkeye sermaye girişini durdurmuş ve ülke risk primi giderek artmıştır (Uygur, 2001).

Ülke risk priminin artması ile Eylül ayında ekonomide sermaye çıkışları yaşanmaya başlamış ve çıkışların dövizin değerinde yaratacağı oynaklık endişesi ile bankaların artan likidite talepleri bir bankanın Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmesi sonucu iyice yoğunlaşmıştır. Bankalar ellerindeki DİBS'leri satmaya başlamışlar ve faizler hızla artmıştır. Faizlerin artışını kontrol etmek üzere TCMB, NİV tavan sınırını aşarak piyasayı fonlamıştır. Ancak bu kez piyasaya verilen likidite açık pozisyonların kapatılması telaşı ile dövize yönelmiş ve TCMB döviz talebini karşılamak üzere döviz satışlarında bulununca NUR taban limitinin de altına inmiştir. 30 Kasım itibariyle NİV değerini dondurduğunu ve programa geri dönerek bundan sonra likiditeyi sadece döviz karşılığı yaratacağını ilan eden TCMB, yine de döviz talebini durduramamış ve 17-24 Kasım haftasında yaklaşık 3 milyar dolar rezerv kaybına uğramıştır. Piyasalar ancak 6 Aralık 2000'de IMF'den 10,4 milyar dolar ek rezerv kolaylığı sağlanması sonucu biraz rahatlamıştır (TCMB,2001).

Boratav (2001,s.4) sterilizasyonun dışlandığı bu programla TCMB politikalarının pasifleştirildiğini ve umulduğu gibi sabit kur rejimi ile artacak olan sermaye girişleri sonucu reel faizlerin sıfırlanmamasını önleyecek bir mekanizmanın kalmadığını belirtmiştir. Bu yolla tamamen pasifleştirilmiş politikalar sonucu ülkenin bir krize sürüklenmesi aslında olağandır. İthalatın kontrolden çıkmış olması ve ulusal paranın aşırı değerlenmesinin kaçınılmaz olduğu bir ortamda reel faizlerin çok büyük ölçüde azalması sonrası ekonomide yaşanan hızlı talep artışı da doğal olarak cari işlemler açığını büyütüştür. Bu anlamda açığın sürdürülmesine dönük beklentiler zayıfladığında da yabancı sermaye ülkeyi terk etmeye başlamıştır.

2000 Kasım'da gerçekleşen kriz Türkiye'yi ve TCMB rezervlerini çok olumsuz etkilediğinden, TCMB döviz kurunu o dönem için savunmuş ancak yeniden gelebilecek bir atağa karşı direnci zayıflamıştır (Uygur, 2001, s.9).

2000 Kasım Krizi sırasında artan ülke risk primi ile dış borçlanma imkanları giderek azalmıştır. Bunun sonucunda iç borçlanmada vadeler kısaltmaya devam ederken faizler de iyice artmıştır. Bu ortamda 19 Şubat tarihinde siyasi bir kriz yaşanması ile kurlar da yukarı doğru hareketlenmeye başlayınca, TCMB kur taahhüdü nedeniyle döviz satışı yapmak durumunda kalmış, ancak 7,6 milyar dolarlık döviz satışı Amerikan piyasalarının tatil olması sebebiyle ertesi gün valörüyle yapılmıştır TCMB aynı zamanda TL likiditesini daraltarak döviz talebini azaltmaya çalışmış ancak bu kez bankaların likidite sorunu ödemeler sistemini kilitlemiştir (TCMB, 2002,s. 52). Kısa vadeli faiz oranlarının bir anda aşırı yükselmesi ile döviz satışlarının 6,1 milyar doları iptal olmuştur. Faizlerin yükselmesi ile yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanan bankalar finansal sistemi tehdit etmeye başlayınca döviz piyasalarında müdahale gücü zayıflamış olan TCMB, nominal çapa olarak kullanılan döviz kuru uygulamasını terk etmiş ve 22 Şubat'ta kuru dalgalanmaya bırakmış, ancak ani ve aşırı dalgalanmalar yaşanması halinde piyasaya müdahale edebileceğini açıklamıştır (TCMB, 2001, s.93).

2000 Kasım Krizi daha çok yabancı fonların yüksek devalüasyon beklentisi ile hareketlenmiş ve halk TL pozisyonlarını korumuştur. Ancak 2001 Şubat Krizi'nde daha önce pozisyonlarını korumuş olan kesimler de

devalüasyon beklentisinin hızlanması ile dövize taleplerini arttırmıştır (Güloğlu, 2001, s.7).

2001 Krizi'nde 4,5 milyar doları portföy yatırımı olmak üzere toplam 17,3 milyar dolarlık sermaye kaçışı yaşanmıştır. Ancak krizin ortaya çıkışında temel etken 11,7 milyar dolarlık KVS çıkışıdır (Bkz. Tablo 4.7).

14 Nisan 2001 tarihinde, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) ile yapılan düzenlemeler ve alınan önlemler kamuoyuna açıklanmıştır. Bu çerçevede, para politikası açısından istikrarı sağlamak ve parasal büyüklükleri kontrol etmek esas amaç olmuş, performans kriteri olarak NİV kalemi için tavan, NUR için taban değerleri belirlenirken, para tabanı da temel operasyonel hedef olarak seçilmiştir. Kriz sonrası yaşanan sermaye kaçışları ile ekonomide daralma süreci başlamış ve dalgalanma sonrası istikrarsızlık nedeniyle kurlarda oynaklık devam etmiştir. TL'nin devalüe edilmesi ve iç talebin yeterli olmaması nedeniyle ihracat rakamları biraz artmış, krizin etkisi ile ithalat rakamları da bir miktar düşünce dış ticaret açığı daralmış sonuç olarak cari işlemler dengesi 3,4 milyar dolar fazla vermiştir.

Ülke risk priminin artmış olması, dış borçlanma imkanlarını daraltarak iç borçlanmayı arttırsa da, iç borç stokunun şimdiye kadar % 30'u hiç aşmazken 2001 yılında % 66,1'e yükselmesindeki temel sebep kamu bankalarını yeniden yapılandırmaya ve genel olarak tüm bankaların kısa vadeli yükümlülük yapılarının iyileştirilmesine yönelik yapılan Bankacılık Operasyonu'dur. TCMB ve Hazine'nin ortak katılımı ile gerçekleştirilen operasyon sonucu, 16 Mart sonrası Hazine tarafından çıkarılan DİBS'ler bankalara verilmiş ve yaklaşık 2/3'ünün TCMB tarafından belirli bir süreçte doğrudan alımının yapılması ile likidite sorunları önemli ölçüde giderilmiştir (TCMB, 2001, s.94).

Ancak 5 Kasım 2001'den sonra, TCMB'nin politika bağımsızlığı açısından önemli bir adım atılarak Hazine ve kamu kurumlarına avans verilmesi ve kredi açılması yasaklanmış ve karşılıksız para basma süreci ortadan kalkmıştır. Dolaylı olarak aynı sonucu doğuracak olan Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının çıkardıkları borçlanma araçlarının da birincil

piyasadan alınması yasaklanmıştır. Bu şekilde, TCMB'nin para politikasını uygulama konusundaki bağımsızlığı güçlendirilmek istenmiştir (TCMB, 2001, s.111-113).

Bu uygulama çerçevesinde, 2001 yılından sonra TCMB'nin Hazine ve/veya kamu kurum ve kuruluşları finansmanına doğrudan ya da dolaylı herhangi bir katkısı olmadığını söylemek mümkündür. Bu anlamda kamu açıklarının finansmanı 2001 sonrasında dış piyasalar izin verdiği ölçüde dış borçlanma ile aksi halde ise yoğun şekilde iç borçlanma ile karşılanmıştır.

Bunun yanı sıra, 2001 yılında Hazine'nin yaptığı gönüllü borç takası ile bankalara döviz cinsi ve dövize endeksli senet verilmesi ve IMF'nin verdiği kredilerin bütçe finansmanı amacıyla Hazine'ye kullanılması sonucu sistemde 2005 yılına kadar giderilemeyen bir likidite fazlası oluşmuştur (TCMB, 2001-2005).

2001 yılında yapılan programlı programsız toplam 6,5 milyar dolar döviz satımı ve sadece 47 milyon dolar döviz alımı, rezervlerin erime sürecini açıkça göstermektedir.

Bu yıl, rezerv yönetim stratejileri açısından önemli gelişmelerden bir tanesi, kurun dalgalanmaya bırakılmasından sonra 29 Mart 2001 tarihinden itibaren programlı döviz satış ihalelerine başlanmasıdır. Bu uygulama ile Hazine'nin artan dış borçlanmasından, IMF ve DB kredilerinden elde edilen dövizlerin yurtiçinde TL olarak kullanılmasının getirdiği fazla likiditenin sterilizasyonu amaçlanmıştır. Aynı zamanda bu yolla bankaların yurtdışı yükümlülüklerini yerine getirmede kolaylık sağlanmak istenmiştir. Bu konuda bankacılık sistemine yönelik yaratılan bir diğer olanak günlük ilan edilen oranlardan bankalara döviz depo olanağı sağlanmasıdır, ancak bu olanak Mayıs 2001 başından itibaren kullanılmamıştır.

Şubat 2001 Krizi'ni takiben 24 Ekim 2001 tarihinde rezerv edinimine katkı sağlamak amacıyla SDH'de 1 yıl vadeli hesap açma imkanı getirilmiş ve faiz oranları EUR ve USD için % 9 olarak belirlenmiştir. Aynı dönemde KMDTH'nin 1 yıl vadeli EUR ve USD döviz cinsi mevduata ödediği faiz % 6'dır. Bundan sonra, KMDTH'de varolan 1 yıl vadeli hesap açtırma imkanı,

KMDTH faizlerinin SDH'nin faizlerinin 3 puan altında kalması nedeniyle tercih edilmediğinden KMDTH mevduatında azalışlar yaşanmış ve mevduat KMDTH'den SDH'ye kaymıştır. SDH'nin masraflarının TCMB tarafından karşılanıyor olması ve faizlerinin daha yüksek olması Bankamız adına ekstra bir maliyet unsuru oluşturmuştur.

Ekim 2001'de yapılan düzenleme ile KMDTH faiz oranlarında indirim sürecinin başladığı ve yabancı sermaye girişlerinin hızlanması ile rezerv edinimine katkısı zayıflayan KMDTH'nin, daha fazla dış yükümlülük yaratılmak istenmemesi nedeniyle de eski önemini kaybettiği gözlenmektedir. Benzer faiz indirim politikasının SDH için ancak 01 Nisan 2002 tarihinde 1'er puanlık azalışlarla başlamış olması yabancı sermaye kaçışlarının yaşandığı kriz döneminde hala işçi döviz hesaplarına güvenildiğinin açık bir göstergesidir. Bu tarihten sonra her iki hesap için de düzenli devam eden faiz indirimleri yapılmıştır.

#### **4.2.3. 2002-2005 Dönemi**

2001 Krizi sonrası enflasyon hedeflemesinin ön koşulları oluşana kadar para tabanı hedeflemesine devam edileceği belirtilmiş ve söz konusu dönem boyunca ekonomik koşullar çerçevesinde zaman zaman revize edilen hedeflere ulaşılmıştır. Para politikasında temel araç kısa vadeli faiz oranları olmuş ve TCMB kademeli olarak faiz indirimlerine gitmiştir (TCMB, 2002-2005).

1990'lı yıllar ile karşılaştırıldığında 2001 Krizi sonrasındaki dönem önemli farklılıklar göstermektedir. 1990'larda yüksek kamu açıklarının beslediği enflasyon ortamında, yüksek faizler ve aşırı değerli TL ile desteklenen yoğun sermaye girişleri ve bu kaynakla beslenen ithalat ve tüketim artışı ile ortaya çıkan yapay büyüme hareketlerinden sonra 2001 ve sonrasında dalgalı kur rejimi altında uygulanan parasal hedefleme programının başarıya ulaştığını söylemek mümkündür.

Öngörülen yapısal reformlar sağlanmış, bankacılık sektörünün kırılganlığı azalmış, iç borç stokunun GSMH'ye oranı gerilemiştir.

KKBG / GSMH oranı 2002'deki % 12,8'lik seviyesinden 2004 yılında % 4,3'e gerilemiştir. Uygulanan sıkı para ve maliye politikaları sonucu enflasyon oranları düşerken kamu net borç stokunun azalan faiz oranlarının da etkisiyle giderek gerilediği görülmektedir.

**TABLO 4.8. GENEL EKONOMİK DENGELER, 2002-2005**

	2002	2003	2004	2005
<b>KKBG / GSMH</b>	12,8	8,7	4,3	-
<b>Cari Açık /GSMH</b>	0,9	3,1	4,9	6,4
<b>İç Borç Stok/GSMH</b>	54,5	54,5	52,3	50,3
<b>Dış Borç Stok/GSMH</b>	77,4	56,8	50,8	46,9
<b>Reel Büyüme (%)</b>	7,9	5,8	9,0	7,4
<b>Enflasyon (%)</b>	29,5	18,3	8,7	11,5
<b>Reel Efektif Kur (1995=100)</b>	125,4	140,6	143,2	171,3
<b>Bankaların Açık Pozisyonu (Milyar Dolar)</b>	9,4	9,4	9,1	-

Kaynak: TCMB EVDS, Hazine, TÜİK, Mayıs 2006, Altıntaş 2006, s.201

Enflasyon oranının 2001 yılındaki % 67,9'luk seviyesinden 2002 yılında % 29,5'e ve 2004 yılında % 8,7'ye gerilediği görülmektedir. Bu azalışta önemli bir etken uygulanan sıkı para ve maliye politikalarının yanında verimliliğin artması sonucu birim ücret maliyetlerindeki gerilemedir. Dönem boyunca genel olarak ihracat ve verimlilik artışı ile desteklenen daha gerçekçi ve istikrarlı büyüme rakamlarına ulaşılmıştır (Keyder, 2005). 1970-2001 aralığında büyüme ortalama % 3,9 olarak gerçekleşirken, 2002-2005 aralığında bu oran % 7,8'e yükselmiştir (TCMB, 2006, s.2).

Ancak, Türel (2004, s.8) 2003 ve 2004 yıllarında büyümenin yurtiçi harcamalar ve tüketim harcamalarının artışından kaynaklandığını belirtmekte ve ekonominin ısındığını vurgulamaktadır. Aynı dönemde cari açığın GSMH'ye oranının artması ve 2005 yılında % 6,4'e yükselmesi de bu görüşü destekler niteliktedir.

Dönem boyunca TL'nin değerli seyrettiği görülmektedir. 2003 yılında Irak Operasyonu'nun belirsizliği sonucu TL bir miktar değer kaybetmiş ancak genel değerlenme eğilimi etkilenmemiştir (TCMB, 2001-2005). Özatay, (2004, s.1-3) borcun çevrilebilirliği ile ilgili kaygı duyulduğunda daha yüksek faiz veya daha fazla döviz talep edileceğini belirterek, TL'nin değerli seyretmesini ekonomide yaşanan olumluluğun sakıncası olarak değerlendirmekte, faiz oranlarının azalması ile TL'nin değer kazandığını



bunun da KVS girişlerini özendirerek TL'nin değerli kalmasına hizmet ettiğini belirtmektedir.

Dönemin ödemeler bilançosu hareketleri incelendiğinde, 2001 sonrası TCMB rezerv birikiminin yaklaşık 28,9 milyar dolar olduğu ve bunun esas olarak yine sermaye ve finans hesabı ile beslendiği görülmektedir. Finans hesabının alt kalemlerinde 2004 yılında portföy ve UVS yatırımları artarken, 2005 yılında buna ek olarak KVS ve doğrudan yatırımların da arttığı görülmektedir. 8,6 milyar dolarlık doğrudan yatırımların esas olarak özelleştirme gelirlerinden kaynaklanması, rezerv edinim stratejisi açısından ileriye dönük döviz girdisi sağlayacak bir kaynak olarak değerlendirilmesini engellemektedir. Ödemeler bilançosunun bir alt kalemi olan diğer yatırımlarda da belirgin artışlar yaşanmış, bankaların ve diğer sektörlerin kullandığı krediler 4 yılın toplamında 32 milyar dolara ulaşmış olup, kredilerde kısa vadeden uzun vadeye dönüş belirgindir.

2005 yılında cari açık yaklaşık 23 milyar dolarla GSMH'nin % 6,4'ünü teşkil etmektedir. Bunda en önemli sebep, ekonominin risk priminin hızla gerilemesi sonucu yaşanan yoğun sermaye girişlerinin YTL'nin değerini yüksek tutmasıdır. YTL'nin değer artışı ithalatı artırıp ihracatı azaltarak cari açığı arttırmıştır. Finansman ihtiyacı portföy yatırımları, ticari krediler, özel sektör ve bankaların kullandığı uzun vadeli kredilerle sağlanmıştır. (TCMB, 2005).

**TABLO 4.9. ÖDEMELER BİLANÇOSU HAREKETLERİ, 2002-2005  
(MİLYON DOLAR)**

	2002	2003	2004	2005
<b>Cari İşlemler Hesabı</b>	-1524	-8036	-15604	-23091
<b>Dış Ticaret Dengesi</b>	-7283	-14010	-23878	-32779
<b>Sermaye ve Finans Hes.</b>	1406	3095	13336	20645
<b>Doğrudan Yatırımlar</b>	962	1253	1978	8638
<b>Portföy Yatırımları</b>	-593	2465	8023	13437
<b>Uzun Vadeli Serm.</b>	2104	-809	6140	13524
<b>Kısa Vadeli Serm.</b>	-1279	4283	1537	8246
<b>TCMB Mevduatı</b>	1336	497	-209	-787
<b>Kısa Vadeli</b>	718	772	75	-142
<b>Uzun Vadeli</b>	618	-275	-284	-645
<b>Resmi Rezervler</b>	6153	4047	824	17847

Kaynak: TCMB Ödemeler Bilançosu, Haziran 2006

2002-2005 döneminde doğrudan yabancı yatırımların ve UVS girişlerinin cari açığın finansmanındaki payının arttığı görülmektedir. Yüksek büyüme eğilimine bağlı olarak cari açıkta bir artış söz konusudur. Ancak makroekonomik istikrarın güçlendiği bir ortamda ülkelerin daha yüksek cari açık oranlarını sürdürebildiği görülmektedir. (TCMB, 2006, s.41-42).

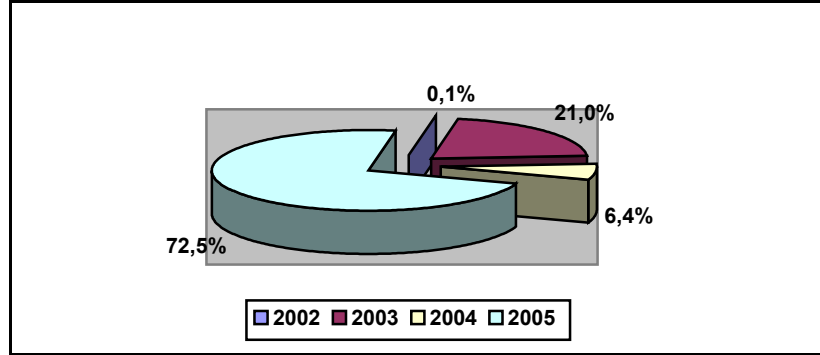
2001 sonrası dalgalı kura geçiş ile rezerv ihtiyacının bir miktar azalması beklenirken rezerv birikiminin yavaşlamamış olması, ikinci bölümde ifade edildiği gibi dalgalı kur sistemine ihtiyaç duyulduğunda müdahale etme kaygısı ile ilgili olabilir. Bunun yanında, son on yıl içinde birkaç kez finansal kriz yaşamış olan ülkemiz açısından belli bir yedekleme yapılması da olağan karşılanmalıdır.

2002 başında revize edilen GEGP sonrası kredi kanallarıyla ülkeye giren sermaye döviz alım ihaleleri aracılığı ile rezerv edinimine katkı sağlamıştır. Söz konusu dönemde, döviz piyasasına müdahaleler sınırlı düzeyde kalmış ve kurda belli bir değeri gerçekleştirmeye yönelik olmayacak şekilde yapılmıştır. 2002 yılında şeffaf döviz alım ihalelerine başlanmış, 2004 yılında belirsizliğin azaltılması amacıyla alım ihaleleri yıllık olarak açıklanmış ve döviz likiditesinde olağanüstü bir durumun yaşanmaması halinde değiştirilmeyeceği belirtilmiştir.

TCMB'nin dalgalı kur rejimini benimsedikten sonra döviz alım ihaleleri yaparak rezervlerini arttırması çelişkili gibi görünebilir ancak, dış borç servisinin düzenli sağlanabilmesi ve uluslararası platformda ülkemize duyulan güvenin artmasında güçlü rezerv pozisyonu önem kazanmaktadır (Parasız, 2004, s.623).

2002 sonrası artan ters para ikamesi de döviz alımları yoluyla rezervlerin artmasına yardımcı olmuştur. Dönem boyunca döviz arz fazlası, APİ yoluyla sterilizasyonun bırakılması ve sadece döviz işlemleri ile TL likidite yaratılmasına olanak sağlanması nedeniyle, TCMB'nin döviz alımları ile sterilize edilmiştir. Bu nedenle, dönem boyunca döviz alım ve satım ihaleleri piyasanın durumuna göre ayarlanmış, bazen piyasada oluşan dengesizlik durumlarında alım ve satım işlemleri geçici olarak durdurulmuştur.

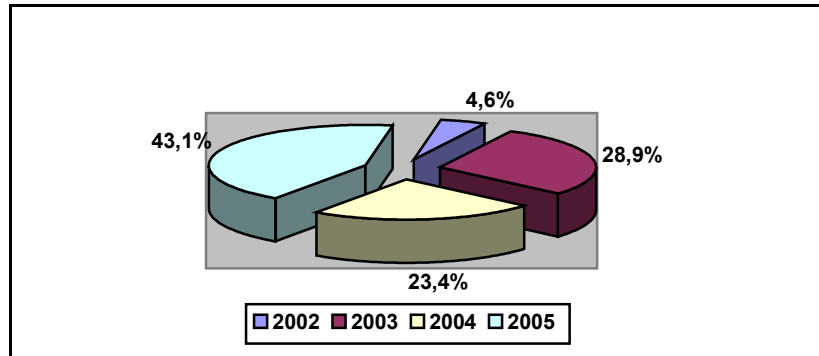
Dalgalı kur rejimi altında 2002 yılından itibaren yapılan doğrudan döviz alım müdahaleleri yoluyla 25,5 milyar dolarlık bir birikim sağlanmıştır. Bu birikimin % 72,5'lik kısmı yani 14,5 milyar doları 2005 yılında yapılan alım müdahaleleri ile toplanmıştır. Döviz satım müdahalelerine bakıldığında ise, 2002 yılından itibaren sadece 21 milyon dolarlık satış işlemi gerçekleştiği görülmektedir.



**Şekil 4.3 : 2002 Yılından İtibaren Toplam Doğrudan Döviz Alım Müdahaleleri**

Kaynak: TCMB, Haziran 2006

2001 yılında dalgalı kura geçiş sonrası, TL karşılığı döviz alım satım ihaleleri de benzer şekilde rezerv birikimine katkı sağlamıştır. Söz konusu dönemde döviz satım ihaleleri yalnız 2001 yılında yapılmış ve 6,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.



**Şekil 4.4 : 2002 Yılından İtibaren Döviz Alım İhaleleri**

Kaynak: TCMB, Haziran 2006

Döviz alım ihalelerine ise 2002 yılında başlanmış ve bu tarihten sonra devamlı olarak alım ihaleleri düzenlenmiştir. Bu şekilde edinilen toplam döviz meblağı 2005 sonunda yaklaşık 17,3 milyar dolara ulaşmıştır. Şekil 4.4'de

görüldüğü gibi, müdahalelerde olduğu gibi ihalelerde de toplam birikimin büyük kısmı 2005 yılında sağlanmıştır. (% 43,1)

1999 sonunda parasal taban genişlemesinin dış yükümlülük doğurmayan dış kaynak girişlerine bağlanmış olması ve söz konusu düzenlemenin GEGP ile de devam ettirilmesi sonucu TCMB'nin bir dış yükümlülük kalemi olan KMDTH'nin de azaltılmasına yönelik faiz indirimleri uygulamasına 2001 yılında başlanmıştır. 06 Mart 2006 tarihinde yapılan son değişiklik ile KMDTH'de 1 yıl vadeli hesapların tesis edilmesi uygulamasına son verilmiştir. 2001 yılından sonra faiz değişiklikleri aşağıdaki tablolar yardımıyla özetlenmiştir.

**TABLO 4.10. TCMB 2001 SONRASI KMDTH FAİZ ORANLARI DEĞİŞİKLİKLERİ**

TCMB KREDİ MEKTUPLU DÖVİZ TEVDİAT HESAPLARI FAİZ ORANLARI										
Tarih	EUR / DEM		FRF/NLG		USD		CHF		GBP	
	1 Yıl Vadeli	2 Yıl Vadeli	1 Yıl Vadeli	2 Yıl Vadeli	1 Yıl Vadeli	2 Yıl Vadeli	1 Yıl Vadeli	2 Yıl Vadeli	1 Yıl Vadeli	2 Yıl Vadeli
24.10.2001	6	8,5	6	8,5	6	8,5	3,5	5,5	7	9,5
02.01.2002	5	7,5	-	-	6	8,5	3,5	5,5	7	9,5
11.02.2002	4	6	-	-	5	6	3,5	5,5	7	9,5
01.04.2002	4	5	-	-	4	5	3,5	4,5	6	8
28.04.2003	3,5	3,75	-	-	2,5	3	2	2,25	4	4,25
20.08.2003	2,5	3	-	-	2,25	2,75	1,5	2	4	4,25
05.11.2003	2,5	3	-	-	2,25	2,75	0,75	1	4	4,25
01.03.2004	2,5	2,75	-	-	1,5	2,25	0,75	1	4	4,25
31.08.2004	2,5	2,75	-	-	1,5	2,25	0,75	1	4,5	4,75
03.01.2005	2,5	2,75	-	-	2,25	2,75	1	1	4,5	4,75
20.06.2005	2,5	2,75	-	-	2,25	2,75	0,75	0,75	4	4
06.03.2006	-	2,75	-	-	-	2,75	-	0,75	-	4

Kaynak: TCMB, Mart 2006

Tablo 4.10. ve 4.11.'de görüldüğü gibi, 24 Ekim 2001 tarihinde KMDTH ve 01 Nisan 2002 tarihinde SDH için faiz indirimlerine başlanmış ve indirimler kademeli olarak devam etmiştir.

**TABLO 4.11. TCMB 2001 SONRASI SDH FAİZ ORANLARI DEĞİŞİKLİKLERİ**

Tarih	EUR / DEM			USD		
	1 Yıl Vadeli	2 Yıl Vadeli	3 Yıl Vadeli	1 Yıl Vadeli	2 Yıl Vadeli	3 Yıl Vadeli
24.10.2001	9	10	11	9	10	11
02.01.2002	9	10	11	9	10	11
11.02.2002	9	10	11	9	10	11
01.04.2002	8	9	10	8	9	10
28.04.2003	7	7,25	8	6	6,5	7
20.08.2003	6	6,75	7,5	5	5,75	6,5
05.11.2003	5	5,75	6,5	4	4,75	5,5
01.03.2004	4	4,75	5,5	3	3,75	4,5
31.08.2004	3,5	4	4,75	3	3,75	4,5
03.01.2005	3	3,75	4,25	3	3,75	4,5
20.06.2005	3	3,5	4	3	3,75	4,5
06.03.2006	2,25	3,25	3,75	3	3,75	4,5

Kaynak: TCMB, Mart 2006

### **4.3. TCMB'nin Bilançosu ve Ekonomik Veriler İzlenerek KMDTH'nin Analizi**

Bu bölümde çeşitli bilanço verileri ve ekonomik veriler yardımıyla KMDTH'nin gelişimi, artış veya azalış nedenleri, rezerv birikimi açısından önemi ve ödenen faizlerin maliyetleri ve alternatif yatırım olanakları incelenecektir. Analizlerde aksi belirtilmediği sürece, SDH toplam bakiyesinin KMDTH bakiyesine dahil edilmiş olduğu kabul edilecektir.

#### **4.3.1. KMDTH Bakiyelerinin Net Döviz Rezervleri İle Karşılaştırılması**

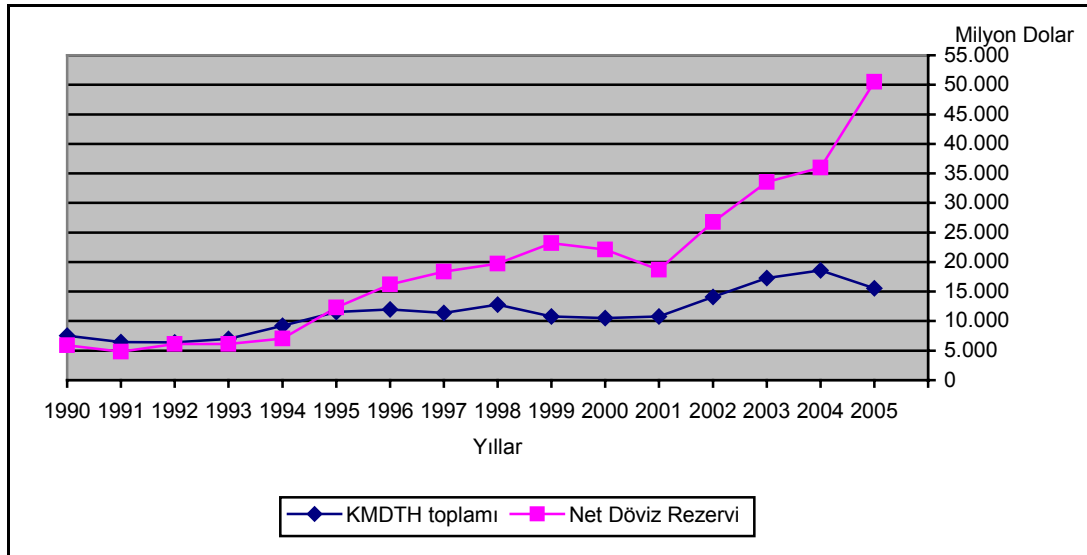
Döviz alacakları, konvertibl ve konvertibl olmayan dövizler karşılığında hariçteki muhabirlerimiz nezdinde açılan yabancı para hesapları ile şubelerimiz kasalarında bulunan efektifleri içerir. Döviz borçları kalemi ise, TCMB'nin borcunu göstermekte, konvertibl olan ve olmayan ayrımı ile izlenmekte ve hariçteki muhabir hesapları ile yurtdışı bankaların bankamız nezdindeki hesaplarından oluşmaktadır. Döviz alacakları kalemi ile pasifte yer alan döviz borçları kaleminin netleştirilmesinden TCMB'nin net döviz

rezervlerine ulaşılabilecektir. KMDTH ise bilançomuzun pasif tarafında muhtelif mevduat kalemi altında yer almaktadır (TCMB, Şubat 2006).

Toplam bakiyelerin dolar karşılıkları ait oldukları yılın son işgünündeki USD döviz alış kurundan çevrilerek hesaplanmış ve sonuçlar Şekil 4.5'de özetlenmiştir.

Burada KMDTH rakamlarının birikimli rakamlar olduğu ve hesapta kalan faiz tahakkuklarını da içerdiği unutulmamalıdır. Bunun yanında, tanımından da anlaşılabilir gibi, net döviz rezervleri varlık ve yükümlülüğün değil döviz alacak ve borçlarının netleştirilmesi ile bulunduğundan yükümlülük kalemlerini de içermektedir.

KMDTH birikimli bakiyelerinin 1995 yılına kadar net döviz rezervlerinden yüksek olduğu görülmektedir. Bilanço açısından bir yükümlülük kalemi olan ancak aynı zamanda döviz rezervleri için de bir kaynak özelliği teşkil eden bir kalemin toplam döviz rezervlerinden yüksek seyretmesi bu hesaplardan elde edilen döviz birikiminin bir kısmının kullanıldığı anlamına gelmektedir.



**Şekil 4.5 : KMDTH (SDH dahil) Toplam Bakiyesi ile Net Döviz Rezervlerinin Karşılaştırılması (1990-2005)**

Kaynak: TCMB Yıllık Raporlar, 1990-2005

1991 yılında yaşanan Körfez Savaşı'nın etkisi ile KMDTH'de yaşanan çekilişler sonucu hesapların toplamında belli oranda bir gerileme yaşanması ve aynı dönemde net döviz rezervlerinde yaşanan kayıplar iki kalemin bakiyelerinin birbirine yaklaşmasına neden olmuştur. Bakiyelerin birbirine yakın seyri 1993 yılına kadar devam etmiştir. Ancak aradaki fark, 1994 döviz krizinde net döviz rezervlerinin azalması ancak SDH'nin sisteme dahil olarak ödenen yüksek faizler ile işçi hesap bakiyelerine katkı sağlaması nedeniyle yaklaşık 2,2 milyar dolar açılmıştır. 1996 yılından sonra bankaların açık pozisyonlarını arttırmak suretiyle sağladıkları dış kaynak girişleri bir şekilde TCMB rezervleri içinde yerini bulmaya başladığından rezervler artmaya başlamıştır.

KMDTH bakiyelerinde artışlar 1998 yılına kadar devam etmiş; ancak 1999'da azalışa geçmiştir. Bu azalışın temel belirleyicisi, özel ticari bankaların döviz tevdiat hesabı faizlerini arttırması ve Almanya'da İslami sermayeli kuruluşların yüksek kar payı vaadi ile toplam mevduattan pay almasıdır (Çetin, 2004, s. 25). 1999 yılındaki azalıştan sonra toplam mevduat bir miktar artış eğilimine girmiş ancak 2001 yılında KMDTH ve 2002 ortasında SDH için başlatılan faiz indirimlerinin, uzun vadede tutulan mevduatlar nedeniyle gecikmeli olarak etkisini göstermesi ve aynı dönemde hızlı bir rezerv birikim sürecinin sağlanması sonucu işçi hesaplarının net döviz rezervleri içindeki belirleyiciliğinin giderek azaldığı görülmektedir.

#### **4.3.2. KMDTH Bakiyelerinin Toplam Yükümlükler ile Karşılaştırılması**

Bir bilançoda yükümlülük tarafı, varlıkların nasıl finanse edildiğini gösterir. Dolayısıyla KMDTH'nin toplam yükümlülükler içindeki payının belirlenmesi aynı zamanda toplam varlıkların ne kadarının bu yolla finanse edildiğinin tespiti açısından önemlidir.

Tablo 4.12 incelendiğinde, TCMB toplam yükümlülük ve aktiflerinin büyük ölçüde KMDTH yükümlülükleri vasıtası ile karşılandığını söylemek yanlış olmayacaktır. Ayrıca 1990-2005 aralığında belli dönemlerde toplam yükümlülük içindeki payı ciddi artışlar göstermiş olan KMDTH toplam

bakiyesi, analiz tarihinin başında toplam yükümlülük içinde % 30'luk bir paya sahipken, 2004 sonunda bu pay yine aynı seviyelerde seyretmektedir. Zaman içerisinde bilanço genişler, toplam yükümlülükler ve dolayısıyla toplam aktifler artarken, tahakkuk eden faizlerle beslenen KMDTH birikimli bakiyeleri de artmaya devam etmiş ve sonuç olarak 15 sene öncesindeki gibi toplam yükümlülüklerin büyük bir kısmını oluşturmaya devam etmiştir.

**TABLO 4.12. KMDTH / TOPLAM YÜKÜMLÜLÜK VE TOPLAM VARLIK ORANLARI**

YILLAR	ToplamYükümlülük = Toplam Varlık (Milyon Dolar)	KMDTH (Milyon Dolar)	Oran (%)
1990	22.184,18	7.541,43	34,0
1991	20.046,85	6.438,81	32,1
1992	21.970,54	6.368,38	29,0
1993	21.029,60	6.974,96	33,2
1994	19.582,39	9.225,20	47,1
1995	24.989,96	11.558,42	46,3
1996	27.887,04	11.948,79	42,9
1997	33.393,35	11.360,26	34,0
1998	37.151,99	12.808,63	34,5
1999	37.827,27	10.775,05	28,5
2000	45.990,05	10.514,08	22,9
2001	57.495,11	10.806,80	18,8
2002	49.523,29	14.096,86	28,5
2003	61.563,21	17.300,32	28,1
2004	58.588,72	18.611,80	31,8
2005	70.660,41	15564,36	22,0

Kaynak: TCMB Yıllık Raporlar, 1990-2005

Bu oranların, 1994-1996 aralığında % 42-47 arasında seyrederken 2000-2001 yılları için sırasıyla % 22,9 ve % 18,8 olarak gerçekleşmesi dikkate değerdir. 1994-1996 aralığındaki bu yüksek oran, kriz sonrası SDH'nin sisteme dahil olması ile bilançodaki toplam KMDTH bakiyesinin artmasına bağlıdır. 2000 ve 2001 aralığında oranın azalması ise, bilançoda toplam yükümlülüklerin IMF'den kullanılan ek rezerv kolaylığının etkisi ile toplam 11,5 milyar dolar artması buna karşın KMDTH'nin bakiyesinin çok az değişmesi ile ilgilidir.

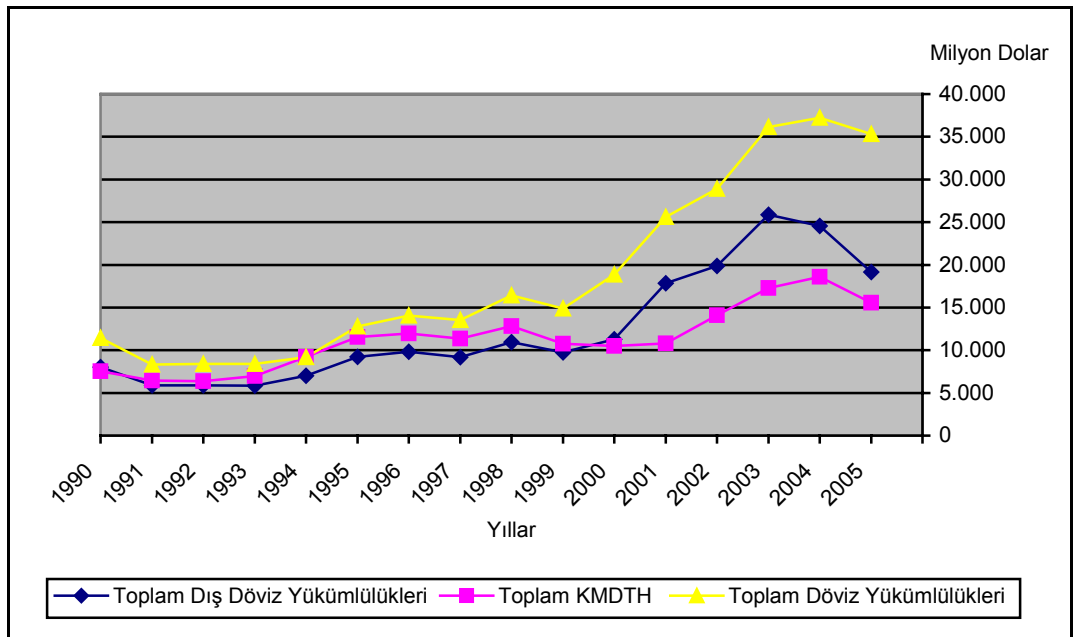


Sonuçta, bilançonun yükümlülükleri büyüdüğü için KMDTH'nin toplam yükümlülük yani toplam aktifin finansmanına katkısı azaltmıştır. 2005 sonunda toplam yükümlülük içindeki payı % 22'lere kadar gerilemiştir.

#### 4.3.3. KMDTH Bakiyelerinin Toplam Döviz ve Toplam Dış Döviz Yükümlükleri ile Karşılaştırılması

TCMB analitik bilanço gösterimi, TCMB bilançosu kalemlerinin toplulaştırılmış ve netleştirilmiş hallerini ifade eder. Analitik bilançonun aktif tarafı dış varlıklar ve iç varlıklar toplamından oluşurken pasif tarafı da toplam döviz yükümlülüklerinden ve Merkez Bankası Parası'ndan (MBP) yani toplam iç yükümlülüklerden oluşmaktadır. Toplam döviz yükümlülükleri dış ve iç yükümlülükler olarak ikiye ayrılmakta ve KMDTH toplam dış döviz yükümlülüklerimiz içinde gösterilmektedir (TCMB, 2006, s.43).

Toplam döviz yükümlülüklerimiz ve toplam dış döviz yükümlülüklerimiz ile KMDTH'nin birikimli bakiyelerinin karşılaştırılması sonucunda TCMB'nin döviz yükümlülüklerinin ve dış aleme olan döviz yükümlülüklerinin ne kadarının KMDTH'den kaynaklandığına ilişkin bir fikir elde etmek mümkün olacaktır.



Şekil 4.6 : KMDTH Bakiyelerinin Toplam Dış Döviz Yükümlülükleri ve Toplam Döviz Yükümlülükleri İle Karşılaştırılması

Kaynak: TCMB Yıllık Raporlar, 1990-2005

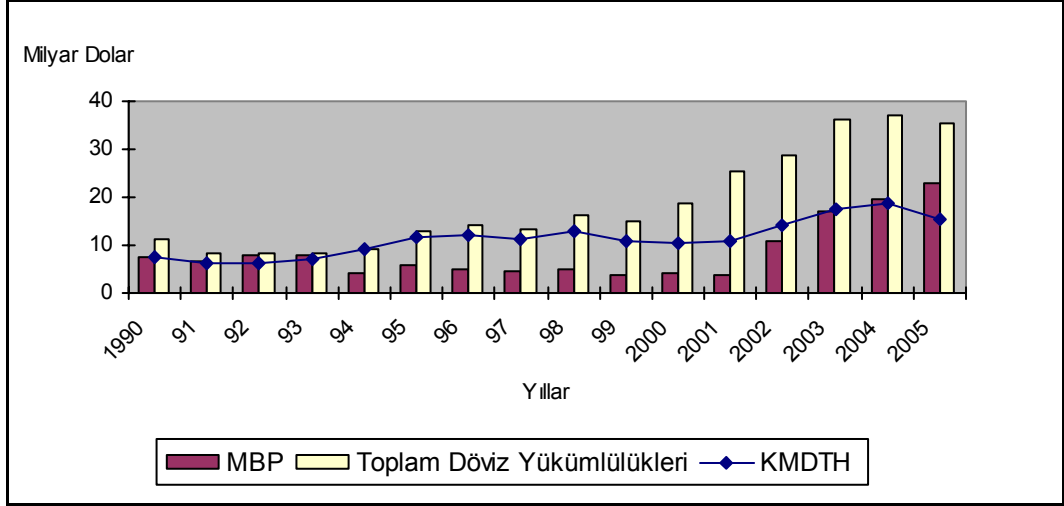
Şekilde de görülebileceği gibi, KMDTH ve toplam dış döviz yükümlülüklerinin genelde paralel hareket ettiği görülmektedir. Ancak 2000 yılından sonra IMF destekli uygulanan politikalar sonucu IMF'den zaman zaman kaynak kullanımının sağlanması ile toplam dış döviz yükümlülüklerinin KMDTH'nin artışının üzerinde artış gösterdiği görülmekte, ancak yine artış ve azalış yönleri paralel hareket etmektedir. Bu anlamda, KMDTH'den kaynaklanan yükümlülüğün özellikle 2000 öncesi dönemde toplam dış döviz yükümlülükleri içinde önemli bir yeri vardır ve 2000 yılında KMDTH yükümlülükleri toplam dış döviz yükümlülüklerinin yaklaşık % 94'ünü teşkil etmektedir. Ancak 2005 yıl sonunda bu pay % 81'e düşmüştür.

Aynı şekilde KMDTH bakiyelerinin toplam döviz yükümlülükleri içerisindeki payına bakıldığında da 1994 Kriz döneminde bu kalemlerin bakiyelerinin birbirine çok yaklaştığı görülmekte ancak aynı durum 2001 Kriz yılında tekrarlanmamaktadır. Bunun en temel sebebi, yine IMF kaynaklı olup, 2000 yılında 10,4 milyar dolar tutarında sağlanmış ve 2001 yılında kullanımı yapılmış olan ek rezerv kolaylığıdır.

Sonuç olarak, KMDTH bakiyeleri hem toplam dış döviz yükümlülükleri hem de toplam döviz yükümlülükleri açısından 2000 yılına kadar önemli bir paya sahiptir. Ancak, 2001 Krizi sonrasında toplam döviz yükümlülüklerinin yapısının değişmesi ve IMF kredilerinin de yükümlülükler içinde büyük pay sahibi olmasına paralel olarak hesapların önemi biraz azalmıştır.

#### **4.3.4. Toplam Yükümlülüklerin Dağılımı**

Analitik bilançonun pasif kaleminde toplam döviz yükümlülükleri yanında, varlıkların finansmanında kullanılan bir diğer kalem toplam iç yükümlülükleri temsil eden MBP'dir.



**Şekil 4.7 : MBP, Toplam Döviz Yükümlülükleri ve KMDTH**

Kaynak: TCMB EVDS, Haziran 2006

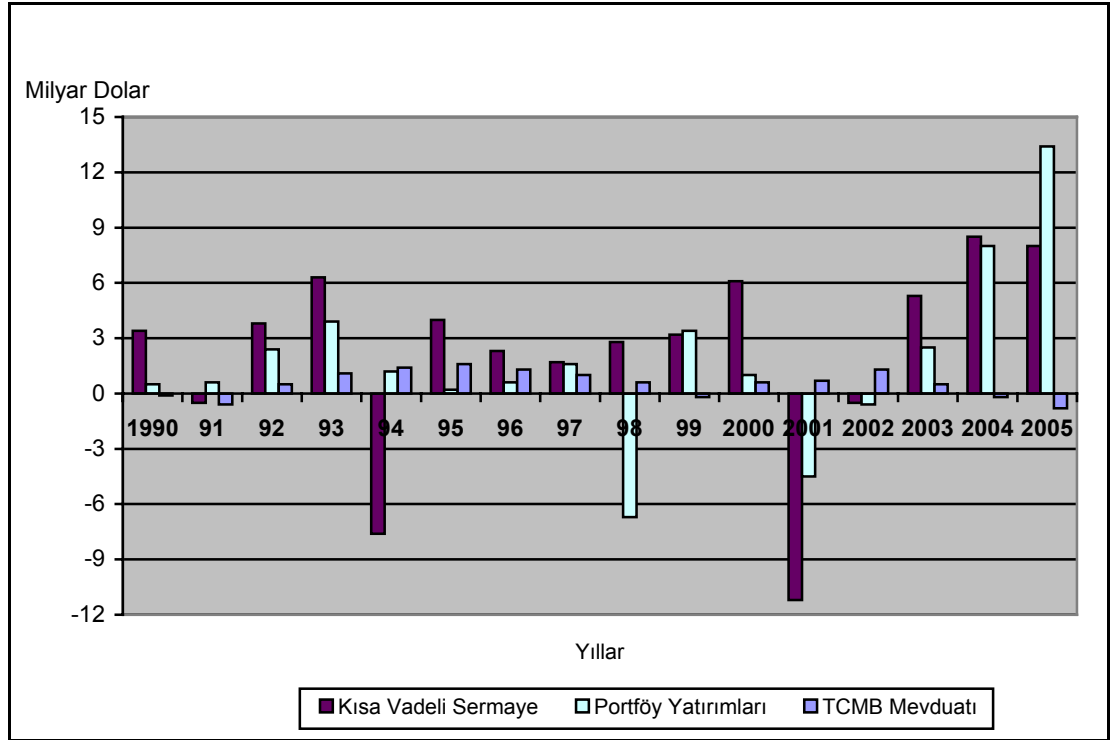
Toplam döviz yükümlülükleri içindeki payına bakılırsa, MBP'nin aktif finansmanına katkısının 2001 yılına kadar zayıf kaldığı görülmektedir. Bunun en temel sebebi, 1990'lı yıllarda yaşanan kronik enflasyon rakamlarıdır. 1994 yılında % 100'lerin üzerine çıkan enflasyon oranları ile MBP'nin en önemli kalemini teşkil eden emisyon, varlık finansmanında etkin olamamış, ancak 2001 Krizi sonrası enflasyonun kademeli olarak azalması ile MBP aktif finansmanında yer almaya başlamıştır.

Bu anlamda, özellikle 2001 öncesi dönemde varlıkların büyük oranda dövizle finanse edildiğini ve TL finansmanın görece düşük kaldığı söylenebilir (TCMB, 2006, s.51). Bu anlamda, KMDTH'nin finansmandaki payı, enflasyonun düşüşüne paralel MBP'nin aktif finansmanına katkısının artması ve yükümlülük yapısının değişmesi sonucu azalmıştır.

#### **4.3.5. KMDTH'nin Rezerv Birikimine Katkısı**

KMDTH'nin net döviz rezervleri ve toplam aktif finansmanı içinde belirleyiciliğinin azalmasına karşın, rezerv birikimi açısından özellikle kriz dönemlerinde önemli bir kaynak sağladığı daha önce belirtmişti. Bunu göstermek için birikimli bakiyelerden çok ödemeler bilançosundan faydalanmak daha doğru olacaktır. Hatırlanacağı üzere, 1990 sonrası Türkiye'de rezerv birikimi, yapıları gereği istikrarsız olan KVS hareketleri ve portföy yatırımları ile finanse edilmiştir.

1994 ve 2001 yıllarında KVS ülkeyi hızla terk ederken 2001 yılında bu sermaye kaçışına portföy yatırımları da eklenmiştir. Şekil 4.8.'de TCMB mevduatının yani KMDTH'nin ise bu ortamda halen istikrarını koruyarak az da olsa ülkeye sermaye girişi sağladığı görülmektedir. 1998 yılında Rusya Krizi'nin etkisi ile yabancılar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki portföylerini boşaltırken TCMB mevduatı yine bir kaynak girişini göstermektedir. Görüldüğü gibi, kriz dönemlerinde sermaye giriş kanallarının tamamen tıkanması sonucu KMDTH döviz girdisi sağlayabilecek tek kaynak durumuna gelmektedir. Bunun izlenen dönem açısından tek istisnası 1991 yılında Körfez Savaşı zamanında sermaye kaçışları ile birlikte TCMB mevduatında da büyük çekilişlerin yaşanmasıdır.



**Şekil 4.8 : Kısa Vadeli Sermaye, Portföy Yatırımları ve TCMB Mevduatı**

Kaynak:TCMB Ödemeler Bilançosu, Haziran 2006

Sonuçta, işçi hesaplarının kriz dönemlerindeki tedirginlik durumlarından etkilenmediği ve güvenli bir rezerv kaynağı olduğunu söylemek mümkündür.

#### 4.3.6. KMDTH Toplam Faiz Ödemelerinin Analizi

KMDTH ve SDH'ye ödenen toplam brüt faizlerin maliyet analizi yapılırken Bankamız yabancı para işlem net kar/zarar hesabı ve toplam faiz giderlerinden faydalanılacaktır.

Bankamız Kar/Zarar hesabının yabancı para işlemlerden elde edilen net kar/zarar hesabı, yabancı para portföy ve depo gelirleri, işçi hesaplarına ödenen faizler, yabancı para mevduat ve zorunlu karşılık faizleri ve altın kambiyo karından, diğer kalemi de IMF Genel Kaynak Kullanımı Hesabı (GKKH) ve Hizmet Bedeli Ödemeleri kaleminden oluşur.

Yapılan işlemlerden elde edilen gelirler yani yabancı para portföy ve depo gelirleri şimdilik analize dahil edilmeyecek ve yabancı para zarar kalemini teşkil eden faiz giderleri incelenecektir.

**TABLO 4.13. YABANCI PARA FAİZ ÖDEMELERİ DAĞILIMI (1995-2005), MİLYON EURO**

	Yabancı Para Faiz Ödemeleri				Toplam İçindeki Payı		
	İşçi Hesaplarına Ödenen Faizler	Yabancı Para Mevduat Zorunlu Karşılık Faizleri	IMF GKKH. ve Hizmet Bedeli Ödemeleri	Toplam	İşçi Hes. Faiz	Zorunlu Karşılık Faiz	IMF Faiz
1995	-1327,7	-	-	-1327,7	100	-	-
1996	-1116,2	-	-	-1116,2	100	-	-
1997	-1323,6	-	-	-1323,6	100	-	-
1998	-1531,7	-	-	-1531,7	100	-	-
1999	-951,7	-	-	-951,7	100	-	-
2000	-1088,2	-	-50,6	-1138,8	95,6	-	-4,4
2001	-1470,6	-13,2	-505,7	-1989,5	73,9	0,7	25,4
2002	-1215,0	-28,8	-324,3	-1568,1	77,5	1,8	20,7
2003	-1308,2	-76,7	-271,5	-1656,4	79,0	4,6	16,4
2004	-1225,7	-67,8	-175,8	-1469,3	83,4	4,6	12,0
2005	-660,3	-111,8	-38,8	-810,9	81,4	13,8	4,8

Kaynak: TCMB, Bilanço ve Hesapları İzleme Müdürlüğü, 2006

Tablo 4.13.'de 2001 öncesi yabancı para mevduat ve zorunlu karşılık faizlerinin olmaması bu yıldan önce bankaların nezdimizde tuttıkları mevduat ve tevdiata faiz ödenmemesinden ileri gelmektedir. IMF Genel Kaynak Kullanımı faizlerinin 1999'dan sonrası başlaması ise, yapılandırılan EDP çerçevesinde IMF'den alınan krediler ile ilgilidir.

Bu doğrultuda 1999 öncesinde işçi hesaplarına ödenen faizler yabancı para faiz ödemelerinin tamamını teşkil etmektedir. Bu yıldan sonra zorunlu karşılık oranlarının 2005 yılı hariç çok önemli bir pay teşkil etmediği buna karşın IMF faizlerinin 2001 ve sonrasında toplam yabancı para faiz ödemeleri içinde önemli olduğu görülmektedir. Yabancı para toplam faiz ödemeleri içinde işçi hesaplarına ödenen faizler 2000 yılında % 95,6 ve IMF faizleri % 4,4'lük bir paya sahipken, 2001 yılında kullanılan IMF kredileri sonrası bu oranlar sırasıyla % 73,9 ve % 25,4 olmuştur.

KMDTH ve SDH faiz ödemelerinin toplam yabancı para faiz ödemeleri içindeki payının zaman içinde toplam faiz ödemelerinin artıp azalmasına paralel olarak değiştiği ve esasen işçi hesaplarına ödenen faizlerin çok da değişiklik kaydetmediği görülmektedir. 2001 yılında IMF kaynak kullanımı nedeniyle yapılan yaklaşık 500 milyon Euro'luk faiz ödemesi toplam ödemeleri arttırdığından işçi hesaplarının payı % 73'lere kadar gerilerken, IMF faiz ödemelerinin gerilediği 2004 ve 2005 yıllarında ise işçi hesaplarına ödenen faizlerin % 80'lere ulaştığı görülmektedir.

**TABLO 4.14. TOPLAM FAİZ GİDERLERİ, KMDTH VE SDH ÖDENEN TOPLAM BRUT FAİZLER, MİLYON EURO**

YILLAR	SDH	KMDTH	Toplam KMDTH ve SDH Faizleri	Toplam Faiz Giderleri	Oran (%)
1990	-	574,03	574,03	2920,66	19,65
1991	-	538,05	538,05	2692,09	19,99
1992	-	387,62	387,62	3033,40	12,78
1993	-	458,08	458,08	3183,92	14,39
1994	-	497,11	497,11	4295,46	11,57
1995	-	629,32	629,32	3766,62	16,71
1996	0,42	654,13	654,55	4856,21	13,48
1997	141,14	750,06	891,20	5893,24	15,12
1998	175,66	687,85	863,51	6933,19	12,45
1999	232,77	766,88	999,65	4236,18	23,60
2000	314,21	693,73	1007,94	4858,71	20,74
2001	308,55	706,46	1015,01	14784,51	6,87
2002	383,19	655,37	1038,56	3885,67	26,73
2003	642,84	581,76	1224,60	4041,23	30,30
2004	826,89	198,85	1025,74	2038,26	50,32
2005	844,69	109,13	953,81	1633,77	58,38

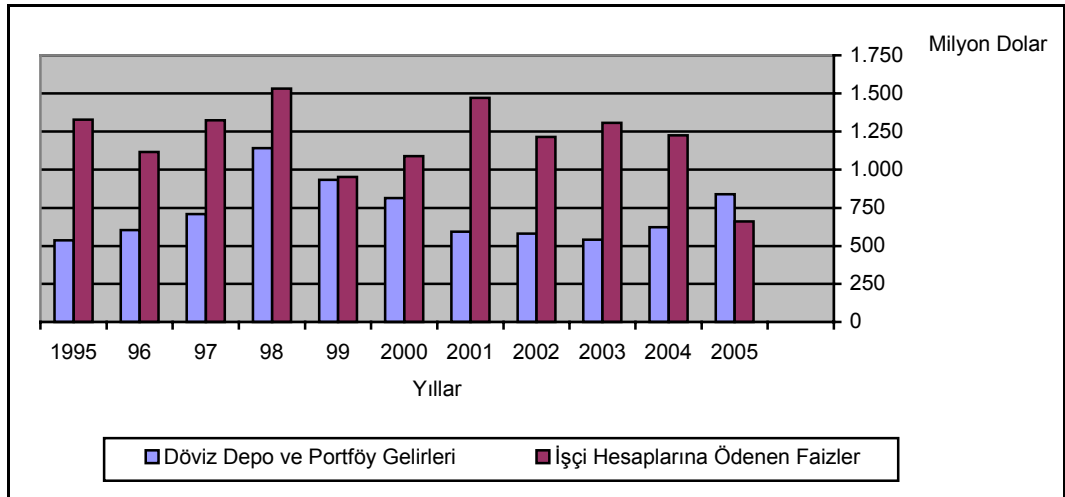
Kaynak: TCMB Yıllık Raporlar, 1990-2005, İDGM

1990-2005 aralığında KMDTH ve SDH'ye ödenen toplam faizlerin Bankamız toplam faiz ödemeleri içindeki gelişimi incelendiğinde zaman içinde toplam faizlerin artıp azalmasına paralel değişiklikler gösterdiği ancak,

2000'lerden sonra yaklaşık 1 milyon Euro seviyesinde sabitlendiği görülmektedir.

#### 4.3.7. KMDTH Toplam Faiz Ödemelerinin Rezerv Getirileri İle Karşılaştırılması

Yapılan yabancı para işlemlerden elde edilen gelirler altın ve kambiyo karları hariç olmak üzere, işçi hesaplarının maliyet analizinde kullanılacaktır. TCMB, KMDTH veya diğer yollarla elde ettiği rezerv birikimini güvenlik esasına başta olmak üzere gerekli likiditenin sağlanması amacıyla yatırıma tabi tutmaktadır. Ancak daha önce de belirtildiği gibi TCMB'nin rezerv yönetiminde muhafazakar bir yapısı olduğu daha az risk ve daha az getiri sağlayan yatırımları tercih etmesi doğrultusunda şu an rezervlerin değerlendirilmesi adına döviz depoları ve menkul kıymet (portföy) işlemleri yapılmaktadır. TCMB, döviz rezervlerini atıl kalmasını önlemek amacıyla, başka bankalar nezdinde depo tesis etmek suretiyle veya yurtdışı piyasalardan değerli kağıt alıp satmak suretiyle değerlendirmektedir. Bu anlamda, TCMB nezdinde tutulan işçi hesaplarına ödenen faiz giderleri ile rezervlerin yatırıma tabi tutulmasından sağlanan faiz gelirleri karşılaştırılmak suretiyle sağlanan kaynağın faydası sorgulanabilir.



**Şekil 4.9 : Döviz Depo ve Portföy Gelirleri ile İşçi Hesaplarına Ödenen Faizler**

Kaynak: TCMB, Bilanço ve Hesapları İzleme Müdürlüğü, 2006

1995 yılından bu yana değerlendirildiğinde, depo ve portföy gelirlerinden elde edilen faiz gelirleri işçi hesaplarına ödenen faiz

giderlerinden çok daha düşük seviyelerde seyretmekte ve KMDTH tutulmak suretiyle elde edilen gelirden çok faiz ödenmektedir. 2005 yılında ise ödenen faizlerin depo ve portföy gelirlerinden az olduğu görülmektedir. Bunun sebebi, 2001 yılında başlatılan faiz indirimlerinin, vadelerin uzun olması sebebiyle hesapların faiz maliyetlerine yansımalarının gecikmesidir.

#### **4.3.8. KMDTH Faizlerinin Diğer Faiz Alternatifleri ile Karşılaştırılması**

KMDTH'nin faizleri açıldığı yıllardan bu yana hep SDH'nin altında olmuştur. Bu yüzden alternatif yatırım araçlarının faizleri ile karşılaştırmalarda KMDTH'ye uygulanan faizler esas alınacaktır. KMDTH'nin faizleri ihtiyaçlara göre belirlenmesi ve yıllık olarak belirlenmemesi nedeniyle analizde bazı sıkıntılar yaşanmaktadır. Bu anlamda yıl içinde yapılan değişiklikler o yılın faiz oranı kabul edilerek analize dahil edilecektir. Aşağıda düzenlenen tablolar yalnız 1 yıllık faiz değişikliklerini tarihleri ile birlikte vermektedir.

Tablolar beraber değerlendirildiğinde KMDTH'ye ödenen 1 yıllık DEM/EUR faizlerinin analizin başlangıç yılı olan 1990 yılında diğer üç alternatif yatırım aracının faizlerinden düşük olduğu görülmektedir. Bundan sonra KMDTH faizleri 1992 yılına kadar Almanya'daki Alman bankalarının 1 yıl vadeli mevduata ödedikleri faizden düşük kalmış ancak ondan sonra üstüne çıkarak 2005 yılına kadar bir daha hiç altına inmemiştir.

Almanya'daki Türk bankalarının 1 yıl vadeli EUR mevduatlarına ödedikleri faizler ise 1999 ve 2000 yılları hariç KMDTH faizlerinden hep düşük kalmıştır. Türkiye'deki bankaların 1 yıl vadeli döviz tevdiat hesaplarına (DTH) ödedikleri faizler ise 1994 yılından 1997 sonuna kadar KMDTH faizlerinden düşük kalmış bunun dışında Türk bankaları devamlı daha yüksek faiz ödemişlerdir. KMDTH faizleri 1994 Krizi nedeniyle bir müddet azaltılmamıştır.



**TABLO 4.15. ALTERNATİF YATIRIM ARAÇLARI İLE KARŞILAŞTIRMA**

Yıllar	Almanya'da 1 Yıl Vadeli Mevduat Faizi	Almanya'daki Türk Bankalarının 1 Yıl Vadeli Mevduat Faizi	Türkiye'de DTH Yıllık Ortalama Faizleri		
			ABD Doları	Alman Markı	Euro
1990	7,07	6,13	8,13	6,67	-
1991	7,62	6,13	8,93	9,39	-
1992	8,01	7,25	4,93	7,88	-
1993	6,27	4,88	4,23	7,56	-
1994	4,47	4,63	4,98	7,04	-
1995	3,85	3,65	6,1	6,73	-
1996	2,83	3,3	7,33	6,57	-
1997	2,69	3,3	8,07	6,98	-
1998	2,88	3,7	10,08	8,56	-
1999	3,3	10,9	12,48	10,68	-
2000	4,1	12,1	10,78	9,99	-
2001	2,8	4,3	10,08	9,78	-
2002	2,4	3,43	4,41	-	5,17
2003	1,76	2,04	4,58	-	5,41
2004	1,6	2,26	4,46	-	5,24
2005	1,61	2,26	5,23	-	4,9

Kaynak: İDGM, TCMB EVDS, Haziran 2006

Aynı doğrultuda, ülkemizdeki DTH'ye ödenen yıllık USD faizleri ile karşılaştırıldığında KMDTH'nin faizlerinin 1995 yılına kadar yüksek olduğu ancak bundan sonra azalışa geçtiği görülmektedir. 2002 yılı hariç KMDTH faizleri yurtiçi DTH faizlerinden düşük seyretmiştir.

**TABLO 4.16. KMDTH FAİZ DEĞİŞİKLİKLERİ**

KMDTH Faiz Değişiklikleri		KMDTH Faiz Değişiklikleri	
Tarih	DEM/EUR 1 Yıl Vadeli	Tarih	USD 1 Yıl Vadeli
15.05.1989	6	15.05.1989	10
15.02.1991	7,5	25.06.1993	5
12.09.1995	7	01.01.1999	7
24.10.2001	6	24.10.2001	6
02.01.2002	5	11.02.2002	5
11.02.2002	4	01.04.2002	4
28.04.2003	3,5	28.04.2003	2,5
20.08.2003	2,5	20.08.2003	2,25
		01.03.2004	1,5
		03.01.2005	2,25

Kaynak: TCMB, Mart 2006

Sonuçta, KMDTH'ye ödenen faizlerin belli dönemler dışında Almanya'daki hem Alman hem Türk bankalarından daha fazla olduğunu söyleyebiliriz. Bunun temel nedeni Alman ya da Türk bankalarında tutulabilecek olan bu dövizlerin Almanya'da tutulmasını engelleyerek ülke ekonomisine kazandırılmasıdır.

KMDTH faizleri ülke içindeki DTH'ye ödenen hem EUR hem USD cinsi mevduat faizlerinden ise genellikle düşük seyretmiştir. Bunun sebebi risk faktörüdür ve Bankamıza duyulan güven, yurtdışında yaşayan işçilerin dövizlerini TCMB nezdinde açılan hesaplarda değerlendirmelerindeki esas neden olmamasına karşın önem teşkil etmektedir.

#### **4.3.9. Stand-By Bilançosu Gösteriminde KMDTH**

1999 yılında IMF ile imzalanan Stand-by anlaşması kapsamında esas olarak TCMB Analitik Bilançosundan türetilen Stand-by bilançosu, pasif karakterli para tabanının aktif karakterli NİV ve NDV toplamından oluştuğu bir eşitliği göstermektedir.

Para tabanının alt kalemleri arasında emisyon, TL zorunlu karşılıklar ve serbest tevdiat kalemleri yer alır. NİV kalemi kamu sektörüne açılan krediler, fonlar, banka dışı kesimin mevduatı, bankalara açılan nakit krediler, API, diğer kalemler, değerlendirme hesabı ve IMF acil yardım takip hesabından oluşur. NDV ise, NUR, orta vadeli dış krediler ve diğer kalemlerinden oluşur.

TCMB'nin kısa vadeli net döviz rezerv pozisyonunu gösteren NUR tanımına Brüt Uluslararası Rezervler ile Brüt Uluslararası Yükümlülüklerin (BUY) farkına vadeli işlemlerin netinin dahil edilmesi ile ulaşılmaktadır. BUY kalemi Analitik bilançodaki Bankaların Döviz Mevduatı kalemi ile IMF'ye yükümlülüklerin ve diğer kaleminin birleşmesinden oluşur (TCMB, 2006,s.58).

2002 yılı Ocak ayında verilen niyet mektubu çerçevesinde NUR tanımı revize edilmiş ve TCMB Stand-by bilançosu aktifindeki NUR kaleminden Hazine'nin IMF yükümlülüğünün ve Hazine'nin 1 yıldan kısa vadeli döviz yükümlülüklerinin çıkarılması ile program tanımlı NUR'a ulaşılmıştır.

BUY kalemi içerisindeki diğer yükümlülükler kalemi döviz alacaklıları, akreditif bedelleri, kısa vadeli dış krediler ile incelememiz açısından önem taşıyan ve KMDTH'nin sadece 1 yıl vadeli hesap bakiyelerini içeren Dresdner Hesabı (1 Yıl) kalemlerinden oluşur. KMDTH'nin 2 ve 3 yıllık diğer vade grupları ise; Tablo 4.17'de Diğer kaleminde yine Dresdner Hesabı adı altında izlenmektedir. Bu anlamda 1 yıldan uzun vadeli Dresdner Hesabı'nın BUY'a dahil edilmediği ve NUR tanımını etkilemediği görülmektedir.

**TABLO 4.17. NET ULUSLARARASI REZERVLER**

	31.12.2002 <sup>14</sup>	31.12.2003 <sup>15</sup>	31.12.2004 <sup>16</sup>	31.12.2005 <sup>17</sup>
	SABİT (USD)	SABİT (USD)	SABİT (USD)	SABİT (USD)
<b>A- Net Uluslararası Rezervler (1-2+3)</b>	10.042	13.646	18.879	37.518
<b>1- Brüt Uluslararası Rezervler</b>	25.791	29.083	35.087	53.104
<b>2- Brüt Uluslararası Yükümlülükler</b>	-15.749	-15.437	-16.208	-15.585
<b>Bankalar Döviz Mevduatı</b>	-6.296	-6.454	-9.357	-11.365
<b>- Zorunlu Karşılıklar</b>	-4.349	-4.368	-6.115	-7.224
<b>- Serbest İmkanlar</b>	-1.947	-2.086	-3.242	-4.142
<b>- İki Gün İhbarlı</b>	-353	-856	-2.413	-4.142
<b>- Döviz Depo</b>	-1.595	-1.230	-830	0
<b>IMF</b>	-7.615	-6.306	-3.021	-166
<b>Diğer Yükümlülükler</b>	-1.838	-2.678	-3.829	-4.054
<b>- Dresdner Hesabı (1 Yıl)</b>	-1.448	-2.141	-3.041	-2.895
<b>3- Vadeli İşlemler (Net)</b>	0	0	0	0
<b>B- Orta Vadeli Dış Krediler (Net)</b>	1.403	1.383	1.363	1.351
<b>C- Diğer</b>	-8.715	-8.884	-12.877	-13.046
<b>- Dresdner Hesabı</b>	-10.638	-10.432	-13.916	-13.265
<b>2 Yıl</b>	-6.688	-5.715	-6.927	-6.276
<b>3 Yıl</b>	-3.950	-4.717	-6.989	-6.990
<b>Hazine 'nin IMF Yükümlülüğü</b>	12.914	14.182	17.586	15.126
<b>Hazine'nin 1 yıldan kısa vadeli döviz yükümlülüğü</b>	1.742	0	0	0
<b>NUR(Program tanımı)</b>	-4.614	-536	1.293	22.393

Kaynak: TCMB

NUR 2002 yıl sonundaki yaklaşık 10 milyar dolarlık seviyesinden 2005 sonunda 37,5 milyar dolara yükselmiştir. Bu değişime BUY'un çok fazla değişmemesi ancak Brüt Uluslararası Rezervlerin hızlı bir artış kaydetmesi sebep olmuştur.

<sup>14</sup> Sabit değerler 18 Ocak 2002 tarihli niyet mektubu ekindeki 31 Aralık 2001 tarihli kurlar ve pariteler kullanılarak hesaplanmıştır.

<sup>15</sup> Sabit değerler 05 Nisan 2003 tarihli niyet mektubu ekindeki 31 Aralık 2001 tarihli kurlar ve pariteler kullanılarak hesaplanmıştır.

<sup>16</sup> Sabit değerler 05 Nisan 2003 tarihli niyet mektubu ekindeki 31 Aralık 2001 tarihli kurlar ve pariteler kullanılarak hesaplanmıştır.

<sup>17</sup> Sabit değerler 24 Kasım 2005 tarihli niyet mektubu ekindeki 29 Eylül 2004 tarihli kurlar ve pariteler kullanılarak hesaplanmıştır.

BUY alt kalemleri incelendiğinde, bankalar döviz mevduatının 2003'den 2005'e yaklaşık 5 milyar dolar artış gösterdiği, bu artışın da hem zorunlu karşılıklardaki hem de bankaların serbest imkanlarındaki artıştan kaynaklandığı görülmektedir. IMF'ye olan döviz yükümlülüğünün 2002'den itibaren kademeli olarak azaldığı ve 2002 sonundaki yaklaşık 7,6 milyar dolarlık seviyesinden 2005 sonunda 166 milyon dolara kadar indiği görülmektedir. Dresdner Hesabı'ndan (1 yıl vadeli) kaynaklanan yükümlülüğün ise 2002'den itibaren arttığı ve 2005 sonunda yaklaşık 2,9 milyar dolara ulaştığı görülmektedir.

**TABLO 4.18. BRÜT ULUSLARARASI YÜKÜMLÜLÜKLER**

<b>Brüt Uluslararası Yükümlülükler</b>				
	<b>31.12.2002</b>	<b>31.12.2003</b>	<b>31.12.2004</b>	<b>31.12.2005</b>
<b>Bankalar Döviz Mevduatı</b>	40,0	41,8	57,7	72,9
<b>IMF</b>	48,4	40,8	18,6	1,1
<b>Diğer Yükümlülükler</b>	11,7	17,3	23,6	26,0
<b>Dresdner Hesabı (1 Yıl)</b>	9,2	13,9	18,8	18,6

Kaynak: TCMB

Tablo 4.18'de BUY'un dağılımı gösterilmiştir. Buna göre, bankaların döviz mevduatının BUY içindeki payının giderek arttığı, 2001 Şubat Krizi'ni takiben artan ve 2002 sonunda BUY'un yaklaşık % 50'sine yaklaşan IMF yükümlülüğünün ise %1'e kadar gerilediği ve diğer yükümlülükler kaleminin yıllar içinde artış kaydederek BUY içindeki payının 2005 sonunda % 26'ya yükseldiği görülmektedir. Dresdner Hesabı'nın BUY içindeki payının 2002'den bu yana gösterdiği artış, 2001 sonrası SDH'nin 1 yıl vadeli olarak açılabilmesine imkan tanınması ile bu mevduattan kaynaklanan yükümlülüğün arttığını göstermektedir.

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### SONUÇ VE ÖNERİLER

Uluslararası rezervler, bir ülkenin kullanıma hazır olarak bulundurduğu, para politikaları açısından piyasaya müdahalede esneklik sağlayan konvertibl yabancı para varlıkların bütünüdür. Altın, döviz rezervleri ve benzeri bazı finansal varlıkların toplamından oluşan uluslararası rezervler, ödemeler bilançosundaki dengesizliklerin doğrudan veya dolaylı finansmanında kullanılır. Global döviz rezervlerinin rezerv varlıkları açısından dağılımına bakıldığında, 1970'li yıllardan sonra döviz rezervleri lehine belirgin bir artış kaydettiği görülmektedir.

Ülke merkez bankalarının rezerv talep etme nedenleri zaman içinde değişiklikler göstermiştir. Merkez bankaları, sabit kur rejimlerinin egemen olduğu dönemlerin sonuna kadar ulusal paranın sabit bir değişim değeri üzerinden konvertibilitesini sağlamak amacıyla rezerv talep etmişlerdir. Değişen koşullar rezerv talep etme nedenlerini bu geleneksel yaklaşımdan uzaklaştırmış ve talep nedenleri çeşitlilik kazanmıştır. Günümüzde para ve kur politikalarını desteklemek, yurtdışı mal ve hizmet alımlarını finanse etmek, dış borç ödemelerini karşılamak ve finansal krizler ve olağanüstü durumlara karşı güvence sağlamak amacıyla rezerv bulundurulur.

Dünya toplam rezerv gelişimine bakıldığında, özellikle 1980'lerden bu yana hızlı bir rezerv birikimi sağlandığı, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından değerlendirildiğinde ise, toplam rezerv dağılımının gelişmekte olan ülkeler lehine hızla arttığı görülmektedir. 2005 yıl sonu itibarıyla değerlendirildiğinde, gelişmekte olan ülkelerin toplam rezervlerden aldığı pay yaklaşık % 68 olarak gerçekleşmiştir.

1973 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesi ile sabit kur rejimleri yaşayamaz hale gelince, sabit kur taahhüdü nedeniyle duyulan rezerv ihtiyacının azalması beklenirken, toplam rezerv talebi aksi yönde hareket



fonksiyonu yerine getiren ve hukuken statüsü düzenlenmiş uluslararası on borç verme mercii olarak görev yapabilecek bir kurumun varlığından söz edilemeyeceğini ortaya koymaktadır.

Tutulacak rezerv düzeyini etkileyen bir diğer unsur rezervlerin maliyetidir. Rezervlerin likit olarak bulundurulması, bazı maliyetler getirmesinin yanında bir takım fırsatlardan da vazgeçilmesi anlamına gelir. Literatürde rezervlerin fırsat veya alternatif maliyeti olarak tanımlanan bu durum optimum rezerv düzeyi ile yakından ilgilidir. Optimum rezerv düzeyi, rezerv maliyet ilişkisinin dengelendiği bir noktada gerçekleşirken, ülkelerin rezervleri likit olarak bulundurmaları sonucu katlandıkları maliyet ile rezerv bulundurmamaktan kaynaklanan maliyetlerinin karşılaştırılması sonucu ortaya çıkan en uygun rezerv düzeyini ifade eder.

Rezervlerin yeterliliği de, yine son finansal krizler sonrası önem kazanan bir diğer konu olmuştur. Uluslararası literatürde genel kabul gören yaklaşıma göre rezervlerin yeterliliği iki temel oran yardımıyla ölçülmektedir. Bunlardan ilki rezervlerin ithalata diğeri kısa vadeli dış borçlara oranıdır. Rezervlerin ithalata oranı, 1990'lara kadar yoğun şekilde kullanılmış ve genel olarak rezervlerin 3 aylık ithalat bedelini karşılması halinde yeterli sayılması şeklinde uygulanmıştır. Rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı ise, 1990'lı yıllarda ortaya çıkan finansal krizler sonrası kullanım alanını genişletmiştir. Literatürde Guidotti kuralı olarak bilinen yaklaşıma göre, ülke rezervleri kısa vadeli dış borçların en az bir yıllık anapara ve faiz miktarını karşılması halinde yeterli sayılmıştır. Seçilmiş ülke örnekleri ile rezerv yeterliliklerinin ölçülmesi sonucu Türkiye'nin ithalat oranı ile değerlendirildiğinde 15 yıllık süreçte 3 yıl hariç rezervlerinin yeterli olduğu, kısa vadeli dış borç oranı ile değerlendirildiğinde ise, ülke rezervlerinin 1996'ya kadar yeterli olmadığı, bu yıldan sonra da 1998 ve 2000 yılları hariç yeterli olduğu görülmüştür.

Ülkemiz ekonomisi 1989 yılında uygulamaya konulan 32 Sayılı Karar sonrası büyük değişime uğramış, sermaye hareketleri tam serbestiye kavuşmuş, TL konvertibl olmuş ve ekonomi dışa açılmıştır. 1990 sonrası ülke ekonomisinde yüksek enflasyon ortamında bir türlü sınırlanamayan kamu açıkları makroekonomik dengelerin bozulmasına neden olmuştur. Kamu

açıklarının finansmanında 1997 sonuna kadar TCMB kaynaklarının kullanılması para politikasının etkinliğini azaltırken, dönem boyunca iç borçlanmanın da yoğun olarak kullanılması gerekmiştir. İç borçlanma faiz oranlarını yükseltirken, faiz arbitrajı olanağı doğurmuş ve özellikle bankaların açık pozisyonlarını arttırarak yaptıkları dış borçlanma ülkede kamu kağıtlarına yatırılmak suretiyle iç borçlanmaya çevrilmiştir. Ülkeye giren yabancı sermaye TL cinsinden varlıklara talebi arttırdığı için kriz yıllarındaki değer azalışları hariç TL dönem boyunca değerli kalmıştır.

1990-2005 aralığında rezerv birikim süreci ödemeler bilançosu hareketleri yardımıyla izlendiğinde, cari işlemler hesabının devamlı açık verdiği, bu açığın temel sebebinin dış ticaret açığı olduğu ve bu şekilde herhangi bir döviz birikimi sağlanamadığı gibi cari açıkların finansmanında da sermaye hesabının kullanıldığı görülmektedir. Sermaye hesabının alt kalemlerine bakıldığında ise, Türkiye’de aynı dönemde sermaye girişlerinin doğrudan yatırımlar kanalı ile değil, daha istikrarsız bir yapıya sahip olan portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye şeklinde geldiği ve rezervlerin de bu yolla beslendiği görülmektedir.

Ülkemizde rezervlerin yönetimine ilişkin yetki ve sorumluluk TCMB’de olup Bankamız bu konudaki yetkisini 1211 Sayılı Merkez Bankası Kanunu’nun 53’üncü maddesinden alır. Rezervler para politikası hedefleri doğrultusunda sermayenin korunması ve gerekli likiditenin sağlanması esasları dikkate alınarak yatırıma tabi tutulur. Ülkemizde merkez bankasının rezerv tutma nedenleri uluslararası nedenlerle benzerlikler gösterirken, hesaplanan rezerv yeterlilikleri veri tabanlarının aynı olmaması nedeniyle farklılıklar göstermektedir. TCMB brüt rezervlerinin, ithalat oranı ile değerlendirildiğinde 1993 yılı hariç yeterli olduğu görülmüş; kısa vadeli dış borçlar ile değerlendirildiğinde ise, 1996 yılına kadar rezervlerin yeterli olmadığı bundan sonra ise, 2000 hariç yeterli sayılabileceği tespit edilmiştir.

Ülkemiz açısından rezerv düzeyi, hem uluslararası borçlanmayı kolaylaştırması açısından hem de sermaye birikiminin görece olarak istikrarsız olan kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarına bağlanmış olması sonucu yüksek tutulmaya çalışılmıştır. 1994 ve 2001 Krizleri’nin döviz krizi ile



başlamış olması, TCMB rezervlerini istikrarın önemli bir unsuru haline getirmiştir. Bu anlamda, TCMB hem rezerv yönetimi açısından daha muhafazakar bir çerçevede hareket etmekte hem de daha güvenli rezerv kaynaklarına ihtiyaç duymaktadır.

Döviz girdilerinin doğrudan yatırımlar veya ihracat gelirleri ile artması sağlanamadığından esasen transfer özelliği gösteren ancak ülke açısından bir yükümlülük doğurması bakımından da gönüllü transferlerden farklılık gösteren bir uygulama ile işçi gelirlerinin ülkeye getirilmesi amacıyla bazı hesaplar açılmıştır.

Bunların ilki olan DÇMH, TCMB nezdinde tutulmayıp ticari bankalar nezdinde açılmakta ancak döviz tutarı bir süre sonra TCMB'ye devredilmekte ve kur riski de TCMB tarafından üstlenilmektedir. DÇMH uygulamada olduğu yıllar boyunca brüt döviz rezervlerinin büyük bir kısmını oluşturmuş ve bankalarca bir kredi kaynağı olarak kullanılmıştır. Ancak kur riskinin TCMB tarafından üstlenilmesi, ödenen faizlerin yurtdışı piyasaların üzerinde olması nedeniyle katlanılan faiz maliyetleri, dış borç servisini ağırlaştırması, vadeleri kısaltması, bankaların gelen mevduatları kredi kaynağı olarak kullanması nedeniyle artan likiditenin yarattığı enflasyonist etkilerin para politikasının uygulanabilirliğini kısıtlaması nedenleriyle sakıncalı görüldüğünden 1979'da son bulmuştur.

DÇMH'den beklenen şekilde faydalanılamaması ve döviz sıkıntısının devam etmesi sonucu, 1976 yılında yurtdışında çalışan işçilerin TCMB nezdinde hesap açmasına olanak tanıyan KMDTH'nin uygulamasına başlanmış ve 1994 Krizi'ni takiben daha yüksek faiz oranları ile SDH'nin açılmasına olanak sağlanmıştır. Bu hesapların DÇMH'den temel farkı TCMB nezdinde tutulmaları olup resmi rezervleri besleyen bir kaynak ve ülke açısından bir yükümlülük olması ile de benzer karakter göstermektedir. Söz konusu hesaplar rezervleri güçlendirmek açısından önem taşımakta ve faiz oranlarını belirleme yetkisinin TCMB'de olması nedeniyle de yönetilebilir bir döviz rezervi özelliği göstermektedir. Ancak tüm bunlar yanında ödenen faizler TCMB açısından bir maliyet unsuru oluşturmaktadır.

Hesapların faiz değişiklikleri esas alınarak uygulanan para politikaları çerçevesinde genel gelişimi izlendiğinde, kriz yıllarını takiben faiz oranlarının arttırıldığı ve girişlerin sermaye birikimine katkı sağladığı görülmektedir. Türkiye’de yabancı sermaye girişleri ile finanse edilen bir rezerv birikimi yanında, faiz oranları, vade yapıları ve minimum hesap açma limitlerinin belirlenme yetkisi TCMB’nin elinde olan ve bu yolla giriş ve çıkışları kontrol edilebilen Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat ve Süper Döviz Hesapları’nın daha güvenli bir rezerv kaynağı olduğu söylenebilir. Ayrıca, yapılan analiz sonucunda söz konusu kaynağın sermaye çıkışlarının yaşandığı kriz dönemlerinde istikrarını koruduğu görülmektedir.

Ancak bu hesapların rezervlerin desteklenmesindeki bu katkının yanında özellikle yüksek faizler nedeniyle maliyetleri yüksek olmuştur. 2001 sonrası başlatılan faiz indirim politikaları sonrası maliyetlerde gecikmeli de olsa büyük oranda azalışlar meydana gelmesi beklenmektedir.

TCMB bilançosu izlenerek yapılan analizlerde Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat ve Süper Döviz Hesapları’nın net döviz rezervleri açısından belirleyiciliğinin ve yükümlüklerin yapısının değişmesine paralel olarak aktifin finansmanına katkısının azaldığı tespit edilmiştir. Bunun yanında IMF’den kullanılan kredilerin 2001 yılında artması sonucu toplam döviz yükümlülükleri içindeki payı da azalmıştır. Ayrıca, 1995 yılından sonra değerlendirildiğinde toplam döviz rezervlerinin değerlendirilmesinden elden edilen depo ve portföy yatırım gelirlerinin 2005 hariç Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat ve Süper Döviz Hesapları’na ödenen faizleri karşılamadığı, aynı zamanda toplam faiz ödemeleri içinde de söz konusu hesaplara ödenen faizlerin önemli bir yer teşkil ettiği görülmüştür.

Ülkemizin incelenen dönem içindeki koşulları esas alındığında, ekonomik krizlerde yabancı sermaye akımlarının istikrarsız hareketine karşın Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının azalma eğilimi göstermemesi ve istikrarlı bir döviz kaynağı teşkil etmesi nedeniyle bu hesapların tasfiye edilmemesi ve ödenen faizlerin dış piyasa faiz oranlarına eşitlenmek suretiyle maliyetlerinin azaltılmasına devam edilmesi ve muhtemel kriz dönemlerinde

faiz değişiklikleri ile arzulanan döviz girişinin sağlanması için bu kaynağın hazır bulundurulması daha uygun olacaktır.

Ancak, ekonomik koşulların değişerek daha sağlıklı rezerv kaynaklarının geliştirilmesi ve bu kaynakların yönetiminde uluslararası piyasaların kullanılmaya başlanması ile hesapların tasfiyesi mümkün görünmektedir.

## KAYNAKÇA

- Aizenman, J. ve Marion, N. (Ekim 2002). The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going On?. Erişim: Ocak 2006, (*Working Paper*), NBER. <http://papers.nber.org/papers/w9266.pdf>.
- Aizenman, J. ve Lee, J. (2006). International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence. Erişim: Şubat 2006, (*Working Paper*), NBER. <http://papers.nber.org/papers/w11366.pdf>.
- Aizenman, J., Lee, Y. ve Rhee, Y. (Mayıs 2004). International Reserves Management and Capital Mobility in a Volatile World: Policy Considerations and a Case Study of Korea. Erişim: Şubat 2006, <http://repositories.cdlib.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1012&context=ucscecon>
- Aktif Borç Yönetimine Devam. (Şubat 2004). *Activeline Dergisi*, 1-13
- Altinkemer, M. (Aralık 1998). Capital Inflows and Central Bank's Policy Response. TCMB
- Altıntaş, M.A., 2006, Bankacılıkta Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği. Turhan Yayınevi
- Alp, A. (Mart 1999). Döviz Krizi Olası mı? Ekonomik Göstergelerimizde Gelişmeler Ne Durumda?. *Active Ekonomi Dergisi*, 28-36.
- Ardıç, H. (Ekim 2004). Türkiye'de Yaşanan 1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İzlenmesi Yoluyla Tahmin Edilebilirliğinin İncelenmesi. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi
- Atalay, A. (2005). Almanya'daki İşçi Tasarruflarının Değerlendirilmesi: Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat ve Süper Döviz Hesapları Örneğinde Bir Makro Analiz. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi
- Bahmani, O.M. ve Brown, F. (Temmuz 2002). Demand For International Reserves: A Review Article. *Applied Economics*, Volume 34, No.10, 1209-1226
- Bassat, A. ve Gottlieb, D. (1992-b). On the Effect of Opportunity Cost on International Reserve Holdings. *The Review of Economics and Statistics*, 1992, 329-332
- Berker, B., Tuncay, H. ve Tunca, T. (Eylül 1989). Başlangıcından Tasfiyesine Kadar Döviz Çevrilebilir Mevduat Hesapları. Ankara. TCMB

- Bernholz, P. (2003). The Advantages and Disadvantages of Holding Gold. How Countries Manage Reserve Assets. The Royal Bank of Scotland Central Banking Publications, 213-223
- Bird, G. ve Rajan, R. (Haziran 2003). Too Much of a Good Thing? The Adequacy of International Reserves in the Aftermath of Crises. *The World Economy*. XXVI, 873-891
- Boratav, K. (2001). *Finansal Kriz IMF'nin Eseridir*. Erişim: 21.06.2006. [http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar\\_Uye/Boratav\\_IMF.html](http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_IMF.html).
- Bussiere, M. ve Mulder, C. (Temmuz 1999). External Vulnerability in Emerging Markets: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion. Working Paper, IMF, 99/88
- Calvo, G.A. ve Reinhart, C.M. (Kasım 2000). Fear of Floating. Working Papers. NBER, 7993
- Corsetti, G., Guimares, B. ve Roubini, N. (Mayıs 2004). International Lending of Last Resort and Moral Hazard: A Model of IMF's Catalytic Finance. *Discussion Papers*, CEPR, No. 4383
- Çetin, B. (2004). Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesabı Sistemi ve Yeniden Yapılandırılması. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Dönek, E. (Aralık 1999). Türkiye'de Bankacılık Sektörü ve İç Borçlanma Politikası. *İktisat, İşletme ve Finans*, 38-57
- Feldstein, M. (1999). A Self-Help Guide for Emerging Markets. *Foreign Affairs NY*, Vol.78, Iss. 2, 1-17
- Feyzibeyoğlu, İ. (Mayıs 1979). Döviz Çevrilebilir Türk Lirası Mevduat Uygulaması. Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No. 100, Konferans Serisi No. 18. Ankara. Ayyıldız Matbaası.
- Fischer, S. (1999). On the Need for an International Lender of Last Resort. <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010398.htm>
- Fisunoğlu, M. (2001). Merkez Bankası Analitik Bilançosunun İncelenmesi ve Yorumlanması. Erişim: Haziran 2006 <http://www.econ.metu.edu.tr/cong2001/abstracts/papers/p.251.pdf>.
- Flood, R. ve Marion, N. (Nisan 2002). Holding International Reserves In an Era of High Capital Mobility. Working Paper, IMF, 02/62
- Güloğlu, B. (Kasım 2001). İstikrar Programından İstikrarsızlığa-Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri. Erişim: Nisan 2006, [www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/bulent1.pdf](http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/bulent1.pdf)
- Günel, M. (2001). Merkez Bankası'nın Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları. Ankara. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

- Günaydın, İ. (Temmuz 2000). Türkiye’de Bütçe Açıkları, Enflasyon ve Döviz Kurları Arasındaki İlişkilerin Analizi, *İktisat, İşletme ve Finans*, 69-80
- Hausmann, R., Panizza, U. ve Stein, E. (Mart 2000). Why Do Countries Float the Way they Float. Inter-American Development Bank Research Department. Working paper, no.418
- Heller, H.R. (Haziran 1966). Optimal International Reserves. *The Economic Journal*, Vol.76, No.302, 296-311
- Higgins, M. ve Klitgaard, T. (Ekim 2004). Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets. FRNY
- Horne, J. ve Nahm D. (2000). International Reserves and Liquidity: A Reassessment. Erişim: Şubat 2006. <http://econ.mq.edu.au/research/2000/5-2000.pdf#search='horne%20nahm%2C%20international%20reserves%20and%20liquidity'>
- International Monetary Fund. (Eylül 1993). Balance of Payments Manual, 5th edition.
- International Monetary Fund Glossary. Erişim: Mart 2006. [http://www.imf.org/external/np/exr/glossary/showTerm.asp?term\\_id=22](http://www.imf.org/external/np/exr/glossary/showTerm.asp?term_id=22).
- International Monetary Fund, IFS Online, Erişim: Mayıs 2006, <http://ifs.apdi.net/imf/ifsbrowser.aspx?branch=ROOT>.
- International Monetary Fund. (Mart 2006). Special Drawing Rights, A Factsheet. Erişim: Şubat 2006. <http://www.imf.org.external/np/exr/facts/sdr.htm>.
- İnsel, A. (Mayıs 2001). Türkiye Ekonomisi’nde Göstergeler Arası İlişkiler ve Enflasyon Analizi. *İktisat İşletme ve Finans*, sayı 182, 43-59
- Işık, A.O. (1997). Merkez Bankaları İçin Döviz Rezervi Yönetim Planı: Bir Öneri. Gazi Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi. Ankara
- Jeanne, O. ve Wyplosz, C. (2001). The International Lender of Last Resort: How Large is Large Enough?. Discussion Papers, CEPR, 2842
- Kar, M. ve Kara, M.A. (Temmuz 2003). Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler. *DTM Dergisi*, Sayı:29
- Kester, A. (Ekim 2001). International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template. IMF
- Keyder, N. (2002). Para: Teori–Politika–Uygulama. Ankara. ODTÜ.
- Keyder, N. (2005). Türkiye İstikrarsız Dönemi Geride Bıraktı: 2001-2004 Durum Tespiti. *İktisat İşletme ve Finans*, sayı 227, 51-53
- Mudd, D.R. (1978). International Reserves and the Role of Special Drawing Rights. <http://research.stlouisfed.org/publications/review/78/01>

- Nugee, J. (2002). Foreign Exchange Reserve Management. Centre for Central Banking Studies Bank of England. Handbooks in Central Banking 19 <http://www.bankofengland.co.uk.ccbs/publication/ccbshb19.pdf>
- Ongun, T. (2002). Kriz Ve IMF Politikaları. (Editör: Ö.F.Çolak). İstanbul. Alkım Yayınevi
- Özatay, F. (2004). Merkez Bankası Politikaları, Döviz Kuru, Cari Açık ve Politikalar Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışmalı Toplantı 2004/3. Erişim: Mayıs 2006. <http://www.tek.org.tr>
- Parasız, İ. (2004). Türkiye Ekonomisi. Bursa. Ezgi Kitabevi Yayınları
- Pringle, R. ve Carver, N. (2003). How Countries Manage Reserve Assets. How Countries Manage Reserve Assets. The Royal Bank of Scotland Central Banking Publications, 1-31
- Saxton, J. (Şubat 1999). An International Lender of Last Resort, The IMF, And The Federal Reserve. <http://www.house.gov/jec/imf/lolr.pdf#search='saxton%2C%20an%20international%20lender%20of%20last%20resort'>
- Scobie, H.M. ve Cagliesi, G. (2000). Reserve Management. Risk Books.
- Seyfi, A. (Şubat 2005). Optimum Rezerv Seviyesi Ve Türkiye Uygulaması. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Sönmez, S. (1998). Dünya Ekonomisinde Dönüşüm ve Dış Borçlanma: Sömürgecilikten Küreselleşmeye. Ankara. İmge Kitabevi Yayınları
- Suğanlı, M. (Mart 2003). Almanya'da Yaşayan ve TCMB'de Hesabı Bulunan Türklerin Sosyo-Ekonomik Yapısı ve İşçi Dövizleri. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- TC.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (9 Aralık 1999). IMF Niyet Mektubu. Erişim: 13.04.2006. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/imf/mektup.html>.
- Terzi, H. ve Günaydın, İ. (Mart 1997). Ekonomik Kalkınmada Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Rolü: Türkiye Açısından Bir Değerlendirme. *İktisat, İşletme ve Finans*, sayı 132, 52-61
- Türel, O. (2004). Döviz Kuru, Cari Açık ve Reel Ekonomi, Döviz Kuru, Cari Açık ve Politikalar Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışmalı Toplantı 2004/3. Erişim: Mayıs 2006. <http://www.tek.org.tr>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (Temmuz 2003). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda Rezerv Yönetimi. TCMB
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Yıllık Raporlar (1990-2005)

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2006). Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri ile Türkiye Uygulaması. Ankara. TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü Ödemeler Dengesi Müdürlüğü

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Şubat 2006). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları. Ankara. TCMB

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Mayıs 2006). Türkiye Bankalar Birliği Sunumu

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İDGM (Aralık 2005). Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat ve Süper Döviz Hesabı Sistemi Bilgi Notu.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası MGM. (Şubat 2006). TCMB Kar/Zararı Üzerine Not.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Mayıs 2001). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (Mayıs 2002). Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisi'ne Etkileri. Ankara, TCMB

Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni No:2001/1. Erişim: 20 04.2006. [www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/krizdenkrize.pdf](http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/krizdenkrize.pdf).

Williams, D. (2003). The Need For Reserves. How Countries Manage Reserve Assets. The Royal Bank of Scotland Central Banking Publications, 33-41

Wijnholds, J. ve Kapteyn, A. (Eylül 2001). *Reserve Adequacy in Emerging Market Economies*. IMF Working Paper, No.143

Yeldan, E. (2001). Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme. İstanbul.İletişim Yayınları

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

<http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemelerdengesi.xls>

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

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

<http://devdata.worldbank.org/apponline/default.asp?app=gf>

<http://www.gold.org> (World Gold Council Website)