

PAPER DETAILS

TITLE: Türkiye'de döviz piyasasi müdahalelerinin sterilizasyon maliyeti

AUTHORS: Balaylar Nilgün ACAR

PAGES: 19-37

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/53277>

Yayın Geliş Tarihi: 05.07.2011
Yayına Kabul Tarihi: 06.09.2011
Online Yayın Tarihi: 26.10.2011

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi
Cilt: 13, Sayı: 3, Yıl: 2011, Sayfa: 19-38
ISSN: 1302-3284 E-ISSN: 1308-0911

TÜRKİYE'DE DÖVİZ PİYASASI MÜDAHALELERİNİN STERİLİZASYON MALİYETİ

Nilgün ACAR BALAYLAR*

Öz

Gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye'de 2000'li yıllarda döviz rezervlerinde önemli artışlar dikkat çekmektedir. 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren yaşanan finansal krizlere karşı bir önlem olarak getirilen rezerv biriktirme önerisi döviz piyasalarına müdahaleleri de beraberinde getirmiştir. Ancak döviz piyasasına yapılan müdahalelerinin Merkez Bankalarının enflasyon hedeflemesi uygulamaları ile çelişen etkiler yaratması, sterilizasyon politikasını kaçınılmaz kılmıştır. Dolayısıyla yüksek döviz rezervi bulundurmanın maliyetine ayrıca sterilizasyonun maliyeti de eklenmiştir. Bu çalışmada Türkiye'de döviz piyasasına yapılan müdahalelerin sterilizasyon düzeyi ve uygulanan sterilizasyon politikasının maliyeti hesaplanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Döviz Piyasası Müdahaleleri, Rezerv Birikimi, Sterilizasyon.

THE COST OF STERILIZATION OF FOREIGN EXCHANGE MARKET INTERVENTIONS IN TURKEY

Abstract

Significant increases in foreign exchange reserves in developing countries and Turkey have been observed in the 2000s. The proposal to build up reserves as a precaution against the financial crises since the second half of the 1990s has also brought interventions to the foreign exchange markets. However, the fact that intervention to the foreign exchange market created contrasting effects with regard to inflation targeting applications of central banks made the sterilization policy is inevitable. Therefore, the cost of sterilization is also added to the cost of possession of high foreign exchange reserves. In this study, the level of sterilization of foreign exchange market interventions, and the cost of the sterilization policy have both been calculated.

Key Words: Foreign Exchange Market Intervention, Accumulation of Foreign Reserve, Sterilization.

GİRİŞ

Liberalleşme eğilimlerinin yoğunlaştığı 1980'li yılların ardından Doğu Blok'unun yıkıldığı 1990'lar küreselleşme sürecinin hızlandığı ve genişlik kazandığı yıllar olmuş, bu sürecin hem bir nedeni hem de sonucu olarak birçok

* Yrd. Doç. Dr., Dokuz Eylül Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, nilgun.balaylar@deu.edu.tr

ülkede sermaye hareketlerinin üzerindeki kısıtlamaların kaldırıldığı görülmüştür. Bu süreçte kalkınmaları için gerekli kaynakları ülke içi tasarrufları ile karşılayamayan gelişmekte olan ülkeler görece yüksek enflasyon ve faiz oranlarına bağlı olarak önemli miktarda portföy yatırımı girişi ile karşılaşmışlardır. 2000’li yıllara gelindiğinde söz konusu sermaye girişlerine bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerde uluslararası rezervlerin düzeyinde önemli artışlar olmuştur. Zaman zaman sermaye akımlarının tersine dönmesiyle birçok gelişmekte olan ülke finansal krize karşı karşıya kalmıştır. Yaşanan bu gelişmeler sonrasında hızlı sermaye çıkışlarına ve bunların yaratacağı krizlere karşı bir önlem olarak uluslararası finans kuruluşlarınınca gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervlerini daha da artırmaları yönünde öneriler sunulmuştur.

Bu önerinin gerekçesi sermaye akımlarının tersine dönmesi durumunda olası yüksek oranlı kur artışları ve bunun yaratacağı finansal krizleri engelleyecek düzeyde, yani döviz talebinde ortaya çıkacak artışları yeterli arzla karşılayacak, rezerv bulundurmaktır. Yüksek uluslararası rezervler sermaye akımlarının tersine döndüğü dönemlerde döviz piyasalarına müdahaleyi olanaklı kılacaktır. Aynı zamanda yabancı sermaye için bir teminat niteliği taşıyan müdahale seçeneği, hem yabancı sermaye girişlerini teşvik ederek gelişmiş ülke fonları için gelişmekte olan ülkeleri güvenli kılacak hem de yabancı kaynak ihtiyacı olan söz konusu ülkelerin kaynak sıkıntısı giderilecekti. 1990’lı yıllarda fiyat istikrarını sağlamada enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin elde ettiği başarı sonucu birçok gelişmekte olan ülkede enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaya başlanmıştır. Söz konusu ülkelerde rezerv birikimini sağlamak için Merkez Bankalarının (MB) yaptığı döviz alımları sonucunda ortaya çıkan parasal genişlemenin enflasyon hedeflemesi ile çelişmemesi için sterilizasyon zorunlu hale gelmiştir. Ancak sterilizasyonun istenmeyen yan etkileri de mevcuttur. Yurtiçi faiz oranları gelişmiş ülkelere göre yüksek olan gelişmekte olan ülkelerde sterilizasyon önemli bir maliyet yaratmaktadır. Ayrıca sterilizasyon yurtiçi faiz oranlarının düşmesini engelleyerek hem ülke ekonomisi için bütçe açıklarının artmasına yol açabilir hem de yabancı sermaye girişlerinin daha da hızlanmasına neden olarak ülkeyi krizlere karşı daha yüksek rezerv biriktirmeye iterek kısır bir döngüye sokabilir. Aynı zamanda yabancı sermaye girişlerinin sürmesini sağlayan bu politikanın devamı kur ayarlamasını geciktirerek küresel dış dengesizliklere yol açabilir.

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de 2000’li yıllarda Merkez Bankasının döviz rezervlerini artırmak amacıyla döviz piyasasına yaptığı müdahalelerin ne düzeyde sterilize edildiğini belirlemek ve tercih edilen politikanın maliyetini hesaplamaktır. Çalışmada öncelikle döviz piyasasına yapılan müdahalenin gerekçeleri, bu müdahalelerin sonucunda ortaya çıkan parasal genişlemenin sterilize edilip edilmemesine göre etkileri ve sterilizasyonun maliyetine ait konular teorik olarak ele alınmış daha sonra konu Türkiye ekonomisi açısından analiz edilmiştir.

DÖVİZ PİYASASINA YAPILAN MÜDAHALELERİN NEDENLERİ

Döviz piyasasına müdahalenin etkinliği ve gerekli olup olmadığı konusu 1971 yılında Bretton Woods (BW) sisteminin yıkılmasıyla başladı. Ancak, bu tarihten önce de merkez bankaları tarafından döviz kuruna yönelik müdahaleler bir araç olarak kullanılmaktaydı. Sabit kur sistemlerinde döviz piyasasına müdahale zorunlu olarak kullanılan bir politika aracıydı. Burada döviz alım ya da satımı döviz kuru düzeyini önceden ilan edilmiş olan marjların içinde tutmak amacıyla yapılırdı. Esnek kur sistemine geçilmesiyle beraber müdahale ölçeği daha da arttı. Esnek kur sisteminde merkez bankalarının döviz kurunu istikrarlı seviyede tutmak için döviz alım ya da satım yükümlülüğü yoktur. Bu durumda merkez bankaları niçin döviz piyasalarına müdahale etmektedir? (Gersl, 2004: 99).

Döviz piyasası müdahaleleri merkez bankaları için tartışmalı bir politika seçeneğidir. Bir görüş; müdahalelerin döviz kurunu etkilemede başarısız olmasının yanı sıra aynı zamanda döviz kuru oynaklığını da artırdığı yönündedir. Diğer bir görüş ise müdahalelerin döviz kuru seviyesini etkilemesinin yanı sıra döviz kuru oynaklığını azaltarak piyasayı düzenlediği yönündedir (Dominguez, 1998: 162).

Döviz piyasasına müdahale makroekonomik amaçlar çerçevesinde yapılmaktadır. Bu olası amaçlar dış denge ve enflasyonu kontrol altına almak, büyüme ve kaynak tahsisinde etkinlik sağlamak, finansal istikrarı sağlamak ve krizleri engellemek şeklindedir. Bu amaçları gerçekleştirmek için Merkez Bankaları döviz kurunun düzeyini etkilemek, döviz kuru oynaklığını azaltmak veya döviz rezervlerinin miktarını etkilemek için çaba harcayabilir. İzleyen bölümde söz konusu müdahalelerin amaçları incelenmiştir.

Döviz Kurunun Düzeyini Etkilemek

Döviz piyasası müdahalesi döviz kurunun düzeyini etkilemek için hükümetin resmi bir birimi tarafından yapılan alım satım işlemi veya ilanıdır. Müdahale operasyonları genellikle maliye bakanlığındaki veya hazinedeki otoriteler tarafından alınabilmesine rağmen çoğu ülkede parasal otorite tarafından yürütülür. Uygulamada merkez bankası daha ziyade döviz piyasasında yurtiçi varlıklar karşısında yabancı varlık alım veya satım miktarını belirlemektedir (Dominguez, 1998: 163-164).

Döviz kurunun değerini etkilemek amacıyla yapılan müdahaleler üç farklı nedene dayanabilmektedir. Bunlardan ilki enflasyonu kontrol etmektir. Bazı ülkelerde para politikasının amacı nominal çıpa olarak döviz kurunu kullanarak enflasyonu kontrol altında tutmaktır. İkincisi dış dengeyi sağlamak, rekabet gücünü korumak ve/veya artırmak ve büyümeyi desteklemektir. Burada döviz kuru hedefleri reel döviz kurunun denge değerinden sapmasını engellemek ve dış dengeyi sağlamak için kullanılır. Genellikle amaç reel döviz kurunun aşırı değerlenmesini ve büyük cari işlemler hesabı açıklarını engellemektir. Üçüncüsü ise krizleri engellemektir. Ekonomide ulusal paranın aşırı değerliliği önemli

boyuttaysa ve döviz yükümlülükleri döviz varlıklarını karşılayamıyorsa döviz kurunun değerindeki artışlar döviz cinsinden borçlu olan finansal kuruluşların ve firmalarının finansal pozisyonlarını olumsuz etkileyecektir. Döviz kurunun değerindeki önemli artışlar finansal sektörü zayıflatabilecek veya bu koşullar altında finansal bir krizi dahi tetikleyebilecektir (Moreno, 2005: 6).

Müdahalenin amaçları, yönlendirilen gösterge hedeflerini de etkileyecektir. Örneğin esnek kur sistemi altında enflasyona dair bir kaygı varsa, döviz kuru değişiminin enflasyona yansımaları hesaplanarak (tahminlenerek) nominal döviz kurunun seviyesi kontrol edilecektir (yönlendirilecektir.). Birincil kaygı dış denge ise reel döviz kuru ve cari işlemler hesabı, dış ticaret hadleri ve sermaye akımları gibi bunları etkileyebilecek faktörler kontrol edilecektir. Kaygı krizleri engellemek ve finansal istikrarı sağlamaksa döviz kuru değişimlerinin nasıl hızlandığı, döviz kuru oynaklığının çapı, işlem hacmi, farklı piyasa katılımcılarının teşhirini içeren piyasa koşullarına ait yüksek düzeyde bilgilendirmeye başvurulabilir. Portföy akımları veya forward piyasa işlemleri gibi nominal döviz kurunun belirleyicileri de yakından takip edilebilir. Uzun dönemli perspektifte ise müdahale için ihtiyaç duyulan rezerv miktarının belirlenmesinde sermaye hareketlerinin kalıcı mı yoksa geçici mi olduğunun değerlendirilmesi belirleyici olabilir (Moreno, 2005: 4).

Döviz Kuru Oynaklığını Azaltmak

Pür esnek kur sistemi altında döviz kurları döviz piyasasında arz ve talebe göre belirlenir. Bu sistemde döviz kurunun belirlenmesinde Merkez Bankasının rolüne ihtiyaç yoktur. Ancak, bazen MB'ları kendi arzuları ile ya da gördükleri baskı nedeniyle döviz kurunun düzeyini daha düşük ya da daha yüksek oluşmasını sağlamak adına piyasaya müdahalede bulunur. Bu müdahalelerin düzenli olarak yapılması durumunda sistem "kirli dalgalanma" olarak adlandırılmaktadır (Suranovic, 2005).

1973'de BW sisteminin terk edilmesi ile artan sermaye hareketleri döviz kurlarında oynaklığın artmasına katkıda bulunmuştur. İstikrarlı döviz kurları yalnızca ihracatın cazibesini arttırmakla kalmayıp aynı zamanda maliyet kontrolünü de sağladığından döviz kuru oynaklığını giderici müdahaleler zaman zaman MB'ları tarafından döviz piyasalarına yapılmaktadır. Döviz kurunun denge değerinden sapması durumunda merkez bankalarının müdahalesi kaçınılmaz olmaktadır.

IMF tanımlamasına göre ise, döviz kurundaki aşırı oynaklıklara yönelik sistematik olmayan müdahaleler, belirli bir kur hedefine yönelik olmaması koşuluyla, esnek kur sistemi ile gelişmemektedir. Ekonomik büyüklüklerinin ve finansal yapılarının farklı olması, ülkelerin esnek kur sistemi uygulamalarında farklılıklar yaratabilmektedir. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere has ekonomik sorunlar olarak bilinen; varlık ve yükümlülük dolarizasyonu, döviz kuru değişimlerinin fiyatlara geçiş etkisinin yüksek oluşu, düşük kredibiliteler, mali

sistemin dış piyasalarla kısıtlı entegrasyonu ve türev piyasalarının sığ oluşu gibi sorunlar bu ülkelerde esnek kur sistemi uygulamasının önündeki en önemli zorluklar olarak gösterilmektedir. Bu zorluklar nedeniyle, gelişmekte olan ülkelerde para otoriteleri tam esnek kur sistemini uygulamakta zorluk çekmekte ve döviz kuru şoklarının finansal istikrar ve enflasyon üzerine geçici etkilerini kontrol altına almak için sık sık müdahaleye başvurmaktadırlar (Önder, 2007: 3; Mbowe, 2009: 2).

Döviz Rezervi Miktarını Etkilemek

Döviz rezervlerinin miktarını etkilemek amacıyla yapılan müdahalelerde temel amaç ulusal paranın değer kaybına karşı direnç göstermek veya ulusal paranın değer kaybını ertelemektir. 2000’li yıllarda gelişmekte olan piyasalarda oldukça yüksek miktarlarda döviz rezervi birikmiştir. Bu birikim özellikle Çin, Kore, Tayvan, Rusya, Malezya ve Hindistan’da daha yüksektir. Latin Amerika ve Merkezi Avrupa ülkeleri orta sıralarda yer alırken Arjantin, Çek Cumhuriyeti, Meksika ve Venezüella’da bu birikimin GSYİH’ ya oranı artmıştır. Birçok petrol ihracatçısı Orta Doğu ekonomilerinde rezerv birikiminde büyük artışlar gözlemlenmektedir (Mohanty ve Turner, 2006: 40).

Müdahale çabalarına karşın ulusal paranın değerlendirilmesi yönündeki baskı cari işlemler hesabı fazlalarının bir yansımasıdır. Daha önceki dönemlerde bu yansıma net özel sermaye girişlerinden kaynaklanmaktaydı. Buna karşın önemli istisnalar da mevcuttur. Çin, Tayvan ve Kore’de değerlendirilme baskısı hem cari işlemler hesabı fazlası hem de net özel sermaye girişlerinden kaynaklanmaktadır. Çoğu Latin Amerika ülkeleri ve Merkezi ve Doğu Avrupa ülkelerinde ise değerlendirilme baskısı cari işlemler hesabı açığına karşın net sermaye girişlerinden kaynaklanırken, Rusya petrol ve doğalgaz ihracatçısı olması nedeniyle bu ürünlerin fiyatlarındaki artış yoluyla cari işlemler hesabı fazlası vermesi nedeniyle bu baskı ile karşılaşmıştır.

Sermaye girişleri, özellikle de portföy yatırımları genellikle geçici nitelikte olurken cari işlemler hesabı fazlaları kalıcı niteliktedir ve döviz kuru üzerinde kalıcı etkiler yaratır. Yatırımcılar ve spekülörler arasında sürekli olan cari işlemler hesabı fazlalarının uzun dönem denge kurunu etkileyeceği görüşü hâkimdir. Daha büyük sermaye girişlerine yol açan bu beklenti değerlendirilme yönündeki baskıyı daha da artırarak daha fazla müdahalelere yol açacaktır (Mohanty ve Turner, 2006: 41).

Son on yılda yaşanan finansal küreselleşme sık ve sancılı krizlere yol açmıştır. Bu krizler boyunca düşük likit yabancı varlıklara sahip ülkeler finansal piyasalarda ortaya çıkan paniği önlemek ve ani sermaye çıkışlarını önlemekte zorlanmıştır. Bu nedenle birçok gelişmekte olan ülke krizlere karşı kendini koruma biçimi olarak artan likiditenin öneminin farkına varmıştır. Döviz rezervlerini artırmak birçok gelişmekte olan ülke tarafından popüler bir strateji olarak kabul

edilmiş ve ulusal paranın değer kazanmasını engellemek ve ticarete konu olan sektörlerin rekabet gücünü korumak amacıyla politika yapımcıları rezerv birikimini artırmıştır (Fukuda ve Kon, 2010: 19-20).

DÖVİZ PİYASASINA YAPILAN MÜDAHALELER VE STERİLİZASYON

Döviz piyasasına müdahale, özellikle doğrudan müdahaleler, para otoritesi tarafından yabancı para varlıklarının alınması veya satılması olarak tanımlanabilir. Parasal tabanda bir artışa (azalışa) yol açan para otoritesi alımları (satışları) sterilize edilmeyen müdahalelerdir. Otorite eş zamanlı olarak veya kısa bir süre sonra resmi rezerv tutmanın parasal taban üzerinde yarattığı etkiyi telafi etme ihtiyacı duyarsa sterilize edilen müdahale olarak adlandırılır. Sterilize edilmeyen müdahale parasal tabanda değişim yoluyla pek çok etkiye sahiptir (Behera vd., 2008: 3).

Döviz piyasasına müdahalelerin para politikası pozisyonunu doğrudan etkilemesi ikilem yaratmaktadır. Bazı durumlarda MB hem ulusal paranın değer kazanmasını engellemek hem de istediği yönde para politikasını yönetmek isteyebilir. Müdahale para politikası ile çelişmeyecek etkiler yaratıyorsa bu mümkündür. Ancak müdahale para politikası ile çelişen sonuçlar yarattığında, istenmeyen etkilerin ortadan kaldırılmasının yolu sterilizasyondur. Jurgenson raporunda (1983) sterilize edilmiş müdahale para otoritesinin net döviz varlıklarındaki bir değişimin net iç varlıklarındaki değişim ile dengelenmesi ve böylece parasal yükümlülüklerin özellikle de parasal tabanın değişmemesi olarak tanımlanmıştır. Diğer bir deyişle; $\Delta NDV + \Delta NİV = \Delta PT = 0$.

Söz konusu operasyonlar iki aşamayı içerir. İlk aşamada para otoritesi ticari bankalardan döviz satın alır. Bu durumda Net Dış Varlıklar (NDV) ve Parasal Taban (PT) artacaktır. İkinci aşamada döviz alımlarının PT üzerinde yarattığı genişletici etkiyi sterilize etmek amacıyla MB açık piyasa işlemi yoluyla kendi portföyünde yer alan iç varlıklarını (iç borçlanma senetlerini) satar. Bankalar MB'dan menkul kıymet alımlarında Merkez Bankası tarafından döviz alımı aşamasında yaratılmış olan aşırı mevduatı kullanır. Böylece Net İç Varlıklar (NİV) azalırken PT başlangıç düzeyine geri döndürülerek para politikasının gevşemesi engellenmiş olur (Mohanty, 2005: 56).

Bu tür operasyonların amacı rezerv biriktirmenin enflasyonist etkilerinin minimize edilmesidir. Sterilizasyon işlemi ile nötrleştirmenin etkileri iç faiz oranı ve enflasyon oranı üzerine olacaktır.

Sterilize edilmeyen müdahale durumunda parasal taban değişecektir. Bu değişiklik sırasıyla geniş para arzını ve faiz oranlarını değiştirecektir. Bu değişimler beklentileri, sermaye hareketlerini ve nihai olarak döviz kurunu etkileyecektir (Adebiyi ve Adebayo, 2007: 3).

Birçok sterilizasyon tekniği vardır. En yaygın olarak MB’nin ticari bankalara veya kamuya tahvil satışı ile gerçekleştirilen Açık Piyasa İşlemleridir (APİ). APİ ile sterilizasyonun göstergesi olarak $\Delta NİV/\Delta NDV$ rasyosu kullanılır. Bu rasyo döviz rezervlerindeki artışın APİ ile dengelenen kısmını (miktarını) gösterir.

Yaygın bir şekilde kullanılan diğer bir teknik ise hükümetin bütçe fazlalarının MB hesaplarına yatırılmasıdır. Tüm teknikler tahvil satışı gibi ihtiyari değildir. Sterilizasyon enstrümanlarının bankalarda asgari bir miktarda tutulmasının zorunlu kılınması gibi piyasa ile uyumlu olmayan sterilizasyon teknikleri de mevcuttur. Piyasa ile uyumlu olmayan tekniklere; bankaların MB’ya zorunlu borç vermesi, bankaların sabit ya da düşük faizli tahvil alımına zorunlu kılınması ve zorunlu rezerv oranlarını artırmak örnek olarak verilebilir. Zorunlu rezerv oranının artırılması daha çok gelişmekte olan ülkelerde kullanılmaktadır.

STERİLİZASYONUN ETKİLERİ VE MALİYETİ

Sterilizasyonun etkilerini iki başlık altında toplayabiliriz: Portföy denge kanalı ve bekleyişler (sinyal) kanalı. Portföy denge kanalına göre yatırımcılar varlıklarını hem beklenen getiri hem de getirideki değişime bağlı olarak yerli ve yabancı varlıklar arasında dağıtırlar. Yaklaşımın anahtar varsayımı yerli ve yabancı varlıkların farklı risk oranlarına sahip olmasıdır. Varlıkların nispi arzı değiştiğinde birbirlerine göre risklilik derecesi de değişecektir. Sterilize edilen döviz kuru müdahalesi para arzının değişmesine yol açmadığı için faiz oranları üzerinde hiçbir etki yaratmayacak ya da küçük bir etki yaratacaktır. Ancak, yerli ve yabancı varlıkların arzı değişmiş olacaktır. Döviz kurunda ortaya çıkan değişim yabancı varlıkların ulusal para cinsinden cari değerini ve beklenen getirisini değiştirecektir. Bu durumda yatırımcılar portföylerini yeniden düzenleyeceklerdir. Diğer bir deyişle portföy bileşimi değişecektir. Bu kanalın işleminde en önemli varsayım yerli ve yabancı varlıkların farklı getiri ve risk seviyesine sahip olmalarıdır. Aksi halde tam ikame söz konusu olacak ve müdahale sonrasında portföyün bileşiminin yeniden düzenlenmesi konusunda kayıtsız kalınacaktır.

Bekleyişler kanalına göre yerli ve yabancı varlıklar arasında tam ikame olsa dahi müdahale bekleyişler yoluyla döviz kurunu etkileyecektir. Buradaki temel fikir ekonomik birimler tarafından döviz piyasasına yapılan müdahalenin gelecekte uygulanması muhtemel para politikası için bir gösterge olarak görülmesidir. Müdahale olduğunda bunun gelecekteki para politikasının değişeceği yönünde yarattığı beklenti nedeniyle ekonomik birimler döviz kuru değerine ilişkin beklentilerini değiştirirler (Adebayi ve Adebayo, 2007: 3-4).

Sterilize edilmeyen döviz piyasası müdahalesi para politikasının yerli menkul kıymetler yerine yabancı kıymetler ile yapılan açık piyasa işlemleri tarafından yönetilmesidir. Dolayısıyla sterilize edilmeyen döviz piyasası

müdahaleleri döviz kurları, enflasyon ve faiz oranları üzerinde etki yaratacaktır. Para tabanında ortaya çıkan değişimin döviz kurlarında yaratacağı değişimin ne kadarlık bir zaman gecikmesi ile ortaya çıkacağı yönünde ortak bir görüş yoktur. Aynı zamanda yatırımın beklenen reel getiri farklılıkları, beklenen büyüme, cari işlemler bilançosu ve sermaye hesabındaki değişiklikler gibi döviz kurlarını etkileyen birçok faktör mevcuttur. Sterilize edilmeyen döviz piyasası müdahalesi sonucunda para tabanındaki değişikliğin döviz kurunu etkileyen faktörler arasında olduğu konusunda literatürde fikir birliği olmasına karşın bu etkinin diğer faktörlere göre ne derece üstün olup olmadığı konusunda bir fikir birliği söz konusu değildir.

Döviz piyasasına müdahale sterilize edilmese bile müdahalenin etkilerinin ne zaman ortaya çıkacağına belirsiz olması merkez bankasının döviz kuru hedeflerini tutturmakta başarısız olmasına yol açacaktır (Schwartz, 2000: 4-5).

Sterilize edilen döviz piyasası müdahalesinin etkileri ise daha tartışmalıdır. Bu tür müdahaleler para miktarını değiştirmediklerinden parasal kanal yoluyla döviz kurunu etkileyebilir. Teoride sterilize edilen müdahaleler yerli ve yabancı tahvillerin nispi arzını ve piyasa beklentilerini değiştirerek döviz kurunu etkiler (Edison, 1993: 8).

Döviz kurunu belirlemeye yönelik standart parasal yaklaşıma göre sterilize edilmeyen döviz piyasası müdahaleleri yerli ve yabancı para arzındaki nispi değişimle orantılı olarak döviz kurunun düzeyini etkileyecektir. Sterilize edilen döviz piyasası müdahalelerinin etkileri daha az direkttir ancak daha tartışmalıdır.

Politika yapıcıları ulusal paranın aşırı değerlenmesini ve cari işlemler hesabının kötüleşmesini engellemeye çalışırlar. Uygulamada yoğun sermaye akımlarının yol açacağı bu etkilerden kaçınmak için yaygın bir şekilde kullanılan müdahale şekli sermaye girişlerinin yarattığı parasal genişlemenin sterilize edilmesidir. Ancak sterilizasyon her zaman arzu edilen bir politika seçeneği değildir. Sterilizasyona itirazlar üç grupta toplanabilir. Bunlardan ilki MB'nin iç piyasada tahvil satarak iç piyasa faiz oranlarını uluslararası faiz oranlarına yakınsamasını engellemesidir. Bu durum daha fazla yabancı sermaye girişini teşvik ederek gerçekte mücadele edilen sorunun daha da büyümesine yol açar. İkincisi sterilizasyon işleminin uzun süre devam etmesi durumunda MB'nin borçlanma vadelerinin kısalmasıdır. Sterilizasyon işleminde kullanılan araçlarının vadelerinin kısa olması merkez bankası veya hazinenin borç yenileme ve faiz riskini artırmaktadır Üçüncüsü ise sterilizasyona bağlı olarak yükselen faiz oranlarının mali açığı artıracığıdır (Buscaglia, 2003: 3-4).

Sterilizasyonun maliyetlerinden birisi finansal maliyettir. Finansal maliyet MB'nin uluslar arası rezervlerden elde ettiği plasman getirisi ile rezervleri sterilize etmek için ihraç ettiği iç borçlanma senetlerine yaptığı ödeme arasındaki farktır. Yurtiçi faiz oranı rezervlerden elde edilen faiz kazancının üzerine çıktığında rezerv

tutmak vergi benzeri bir maliyete yol açar. IMF’ye göre milli gelirin %10’u kadar rezerv biriktirmenin sterilizasyon maliyeti faiz farkı (interest spread) ve döviz kurunda beklenen değişime bağlı olarak milli gelirin %0 ile %1’ i arasındadır Sermaye girişlerini sürekli sterilize etmek için para otoritesi her seferinde iç talebi bastıran daha yüksek faiz teklif etmek zorundadır. Sonuç olarak ekonomik büyüme devamlı sterilizasyonun bir yan etkisi olarak düşebilecektir (Gosselin ve Parent, 2005: 19). Dolayısıyla senyorej kayıbu da bir maliyet unsuru olacaktır.

Sterilizasyonun diğer bir maliyeti sistemik maliyettir Sterilizasyon yoluyla ulusal paranın gerçekçi değerlendirilmesi engellenebilir. Bu durum fiyatlarda bozulmaya (distortion) yol açarak sektörler arası kaynak dağılımını bozabilir (Gren-ve Torgerson, 2007: 7-8).

MB süresiz rezerv biriktiremez. Aşırı rezerv tutmak önemli sterilizasyon maliyetine yol açar. Çünkü rezervler üzerinden elde edilen faiz kazancı ile ülkenin kamu borçlarına ödediği faiz arasındaki negatif fark rezerv birikimi ile giderek artar. Bunun yanı sıra sermaye hareketleri sterilize edilemezse rezerv birikimi engellenecek, bu durumda da iç finansal kriz riskini artırabilen enflasyonist baskı ortaya çıkacaktır. Örneğin Çin’de 2004 yılında sermaye hareketlerinden doğan likiditenin yalnızca yarısı sterilize edilmiştir. Hızlı kredi genişlemesi ve daha da yükselen enflasyon iç finansal istikrarı tehlikeye sokacak spekülasyon balonlarına da yol açabilir. Parasal otorite piyasa baskılarına uzun süre direnç gösterirse parasal kontrolü sağlamak daha da zorlaşır. Konuya ilişkin yapılan çalışmaların ortak çıkarımı enflasyona yol açmaktansa nominal kur değişimlerine izin vermenin daha iyi bir seçenek olduğu yönündedir. Enflasyon dinamikleri ciddi riskler içerebilir. Çünkü artan enflasyon beklentisi özellikle GOÜ’ lerde kalıcı bir enflasyonist ortama yol açabilir (Gosselin ve Parent, 2005: 18-19).

Diğer taraftan MB’ları -ABD Dolarından oluşan - rezerv biriktirmeyi durdurmaya karar verirse ani bir şekilde ABD dolarının değerinin düşmesine ve keskin bir şekilde faiz oranlarının artmasına yol açabilirler (Gosselin ve Parent, 2005: 1). Bunun da hem dünya hem de söz konusu ülke özelinde farklı kanallardan ilave maliyet yaratma olasılığı ortaya çıkacaktır.

TÜRKİYE’DE DÖVİZ PİYASASINA MÜDAHALELER

Türkiye’de 1923 yılından beri döviz piyasasına müdahaleler, uygulanan kur sistemi çerçevesine bağlı olarak, zaman zaman yapılmıştır. Özellikle 24 Ocak kararları sonrasında kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi ile müdahaleler daha yoğun hale gelmiştir. 24 Ocak kararları ile uygulanmaya başlanan döviz kuru sisteminin amacı, ekonominin değişen iç ve dış koşullara uyum sağlaması, ihracata dönük bir büyümenin gerçekleştirilmesi ve TL’nin değerinin dışa açılmayı özendirerek bir düzeye ulaştırılması olmuştur. Bu nedenle, döviz kurlarının,

ihracatta rekabet ve kârlılığı arttıracak, ithalatta ise, iç piyasanın yabancı mallarla rekabet gücünü koruyacak şekilde belirlenmesi gerekmiştir (Acar, 1988: 29).

1989 yılında sermaye hareketlerine tanınan serbestleşme sonrasında yabancı sermaye girişlerinin hızlanması ve 1991 körfez krizi ile yaşanan net sermaye çıkışı döviz kurlarında dalgalanmaya yol açmıştır. 1989 yılından 1994 yılına kadar döviz kuru belirleme yönteminde herhangi bir değişiklik olmamıştır. Bu dönemde MB'nin döviz piyasasına müdahaleleri resmi kur ile serbest piyasa kurları arasındaki farkın kapatılması ve döviz kurlarına istikrar kazandırılması yönünde olmuştur.

1994 yılında uygulamaya başlanan istikrar programının bir parçası olarak kur politikasının, enflasyonun düşürülmesinde nominal çıpa olarak kullanılması öngörülmüştür. 1995 yılı başında IMF ile bir stand-by anlaşması imzalanmış ve yapılan anlaşma çerçevesinde, 1 ABD Doları ve 1.5 Alman Markı olarak tanımlanan kur sepetinin aylık değerinin, öngörülen aylık enflasyon oranları kadar artırılması kararı alınmıştır.

1994 yılında yaşanan döviz krizinin sonrasında, krizin nedeninin uygulanmakta olan döviz kuru sistemi olduğu tartışmaları gündeme gelmiştir. Bu bağlamda, kurların gerçekçi belirlenebilmesi için IMF'in önerileri doğrultusunda "dövizin önceden belirlenen, belli bir alt ve üst limitlerde dalgalanmaya bırakılması" şeklinde özetlenebilecek aylık kur sistemi üzerine çalışmalar yapılmıştır. Ekonomide yaşanan daralma sonucu IMF ile 1999 yılında imzalanan stand-by anlaşması sonucunda söz konusu sisteme geçiş için adımlar atılmıştır. Uygulanacak döviz kuru politikasının enflasyonu düşürmeye hizmet edecek en önemli araç olarak görüldüğü de açıkça belirtilmiştir.

Şubat 2001'de döviz kuruna dayalı istikrar programı çöküşü sonrasında yeni bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. Yeni programa göre, esnek kur sistemi çerçevesinde, döviz kurlarının piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlenmesi esas alınacaktı. Söz konusu sistemde döviz arz ve talebine taraf olan finansal ve reel sektör kuruluşları kur riski ile karşılaşabileceklerinden bu riski etkin bir şekilde yönetebilmeleri için vadeli piyasalara işlerlik kazandırılması öngörülmüştür. MB piyasalarda istikrarı sağlamak amacıyla kısa dönem faizleri etkin bir şekilde kullanacaktı. 2001 yılından itibaren uygulanmakta olan dalgalı kur sistemi çerçevesinde döviz kurları, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir. Ancak TCMB, kurlarda her iki yönde aşırı oynaklık görüldüğünde ya da görülmesi ihtimali belirdiğinde döviz piyasasına doğrudan müdahalelerde bulunabileceğini de duyurmuştur (TCMB, 2005: 77).

Diğer taraftan, esnek kur sistemi uyguluyor olsalar da ülkemiz gibi gelişmekte olan ekonomilerde güçlü döviz rezerv pozisyonuna sahip olmanın karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesine ve ülkeye duyulan güvenin artırılmasına büyük katkı sağlayacağı ifade edilmiştir. Bu

nedenle, döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemlerde MB rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri gerçekleştirmektedir. Günümüzde MB döviz alımlarını, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olduğunca az etkilemeye özen göstererek, kuralları önceden açıklanmış şeffaf ihaleler aracılığıyla gerçekleştirmektedir. İhalelerin esas olarak açıklanan program çerçevesinde yürütülmesi hedeflense de, döviz arzına ilişkin öngörülerin dışında önemli gelişmeler olması durumunda önceden duyurularak ihale programlarında değişiklikler yapılabilmektedir (TCMB, 2011: 11).

MB, uluslararası rezerv miktarını daha da güçlendirmeyi hedefleyerek, bir yandan ülkemizin risk primini azaltmayı, böylelikle Hazine Müsteşarlığı’nın uluslar arası piyasalardan daha düşük faiz oranı ile borçlanmasına olanak sağlamayı, diğer taraftan uyguladığı para ve kur politikasının etkinliğini artırmayı amaçlamaktadır (TCMB, 2005: 7).

Tablo 1: TCMB’ nca Yapılan Döviz Alım Satım Tutarları (Milyon Dolar)

	Döviz Alım İhaleleri	Döviz Satım İhaleleri	Döviz Alım Müdahaleleri	Döviz Satım Müdahaleleri	Toplam Net Döviz Alımları	Brüt Döviz Rezervleri
2002	795	-	16	12	799	27.006
2003	5.682	-	4.229	-	9.881	33.724
2004	4.104	-	1.283	9	5.378	36.006
2005	7.442	-	14.565	-	22.007	48.320
2006	4.296	1.000	5.441	2.105	6.632	58.332
2007	9.906	-	-	-	9.906	71.568
2008	7.584	100	-	-	7.484	69.715
2009	4.315	900	-	-	3.415	70.689
2010	14.116	-	-	-	14.116	80.696
Toplam	58.211	2000	25.534	2.126	79.619	

Kaynak: TCMB Para ve Kur Politikası, 2011, TCMB EVDS

Tablo 1’den görülebileceği gibi MB özellikle 2003 yılı sonrasında rezerv biriktirmek amacıyla yoğun bir şekilde döviz alımı yapmış ve 2002 yılında 27 milyar 6 milyon dolar olan döviz rezervleri yüzde 199 oranında artarak 2010 yılında 80 milyar 696 milyon dolara çıkmıştır. Diğer bir deyişle MB sekiz yılda 53 milyar 690 milyon dolar değerinde döviz piyasadan satın almıştır.

Tablo 2: Ödemeler Bilançosu Ana Hesapları (Milyon Dolar)

	CİH	SFH	NHN	Genel Denge
2002	-626	1.172	-758	-212
2003	-7.515	7.162	4.450	4.097
2004	-14.431	17.702	1.071	4.342
2005	-22.309	42.685	2.824	23.200
2006	-32.249	42.689	185	10.625
2007	-38.434	48.700	1.757	12.015
2008	-41.959	34.558	4.703	-2.758
2009	-13.991	9.758	5.066	791
2010	-48.528	58.957	4.575	14.968

Kaynak: TCMB EVDS, www.tcmb.gov.tr

2002-2010 döneminde cari işlemler hesabı (CİH) açık vermesine karşın yabancı sermaye girişlerinde (SFH) önemli bir artış görülmüştür (Tablo 2). Dolayısıyla bu dönemde rezerv birikimine yol açan faktör yoğun sermaye girişleridir.

1990 ve 2000’li yıllarda, gelişmekte olan ülkeler, uluslararası sermaye akışıyla ilgili iki belirgin dönem yaşamıştır. Uluslararası sermaye akışının tersine dönmesiyle yaşanan finansal ve döviz krizleri 90’lı yıllara damgasını vurmuştur. 2000’li yılların özelliği ise söz konusu ülkelerin uluslararası sermaye akışının aniden tersine dönmesine karşı korunmak ve küresel finans piyasalarına daha aktif bir şekilde katılmak amacıyla, uluslararası rezerv biriktirmeye teşvik edilmeleriydi. Farklı nedenlerle de olsa her iki dönem de gelişmekte olan ülkeler için toplumsal ve ekonomik maliyetlere yol açmıştır. Birinci dönemde yaşanan ekonomik gelişmelerin maliyeti mali ve para krizleri ile ödenirken, ikinci dönemde yüksek döviz rezervine sahip olmak adına gelişmekte olan ülkeler tarafından güçlü paraya sahip ülkelere kaynak transfer etmek olmuştur (Paincheira, 2009: 13).

Tablo 3: Gelişmiş (GÜ) ve Gelişmekte Olan Ülkelerde (GOÜ) Resmi Döviz Rezervleri (Milyon Dolar)

	GÜ	GOÜ	GÜ pay (%)	GOÜ Pay (%)
1995-2000 Ortalaması	1.053.335	511.454	69,05	30,95
2001	1.246.566	803.014	60,82	39,18
2002	1.443.359	964.618	59,94	40,06
2003	1.766.946	1.258.123	58,41	41,59
2004	2.070.761	1.667.597	55,39	44,61
2005	2.078.708	2.241.418	48,12	51,88
2006	2.252.743	2.998.694	42,90	57,10
2007	2.432.420	4.267.100	36,31	63,69
2008	2.491.405	4.845.978	33,95	66,05
2009	2.778.837	5.383.683	34,04	65,96
2010	3.092.790	6.165.389	33,41	66,59

Kaynak: IMF, COFER, www.imf.org

Tablo 3’de görüldüğü gibi 1995-2000 döneminde dünya toplam döviz rezervlerinin yüzde 69,05’i gelişmiş ülkeler tarafından tutulurken GOÜ’lerin payı yüzde 30,95’dir. Ancak yukarıda belirtildiği gibi finansal krizlerden korunmaları için GOÜ’lere döviz rezervlerini artırmaları yönündeki teşvik sonucunda söz konusu oranlar 2010 yılı için GÜ’ler için yüzde 33,41’e düşerken GOÜ’ler için yüzde 66,59’a çıkmıştır. Dolayısıyla GOÜ’lerde yaşanan bu sürece Türkiye’nin de dâhil olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz.

Türkiye’de döviz piyasasına açıkça müdahale edilmektedir. Burada sorulması gereken soru enflasyon hedeflemesi altında bunun yapılmasının doğru olup olmadığıdır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları müdahalenin olmaması gerektiği görüşüne sahiptirler. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında öncü olan Yeni Zelanda, 1983 yılından beri döviz piyasasına hiç müdahalede bulunmazken daha pragmatik bir yaklaşıma sahip olan Avusturya ve İsveç merkez

bankası ise çok nadiren müdahalede bulunmaktadır. Buna rağmen döviz müdahale her zaman bir şekilde haklı ve istisnai olarak kabul edilir. Faiz kanalının etkin çalışmıyor olması da bu nedenlerden birisidir (Gersl, 2004: 112).

TÜRKİYE’DE STERİLİZASYON KATSAYISI

Gerek piyasa ile uyumlu gerekse uyumsuz tekniklerle yapılan sterilizasyonun maliyetini ($\Delta NDV - \Delta CU$) / ΔNDV şeklinde hesaplanan rasyo yaklaşık olarak verir. Burada CU dolaşımdaki parayı temsil etmektedir. Rasyonun değeri 0 ile 1 arasında olabilmektedir. Rasyonun değerinin 0 olması rezerv birikim sürecinin hiç sterilize edilmediği 1 olması ise tam sterilizasyona işaret eder (Lavigne, 2008: 3-4). Ancak rasyonun değeri 1’den büyük veya negatif de olabilir. Bu duruma özellikle esnek kur sistemi uygulayan ülkelerde karşılaşılr. Çünkü bu ülkelerin rezerv biriktirmeye gereksinimi yoktur ve para politikaları büyük ölçüde merkez bankalarının net dış varlıklarındaki herhangi bir değişmeye bağlı değildir (Lavigne, 2008: 22).

Türkiye için 2003-2010 dönemine ait sterilizasyon katsayısı yukarıdaki formüle dayanılarak hesaplanmıştır. Döneme ait veriler TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir. Burada net dış varlıklar döneme ait ortalama Amerikan Dolarına dönüştürülerek formülde kullanılmıştır.

Tablo 4: 2003-2010 Dönemi İçin Sterilizasyon Katsayısı

	Sterilizasyon Katsayısı
2003-2011	0,76

Yapılan hesaplama göre bütün dönem için sterilizasyon katsayısı 0,76 olarak elde edilmiştir. Diğer bir deyişle söz konusu dönemde TCMB döviz alımları sonucunda piyasaya çıkan TL likiditesinin yüzde 76’lık kısmını sterilize etmiştir. Bu bulgu rezerv artışlarının enflasyonist etki yaratma potansiyelini ortadan kaldırmak amacıyla merkez bankalarının iç piyasaya enjekte ettikleri ulusal parayı çekme davranışıyla da uyumludur. Rezerv artışlarının tamamının sterilize edilmemesi söz konusu dönemde ortaya çıkan ekonomik büyümeye paralel olarak merkez bankasının likiditeyi artırdığını göstermektedir. Buna ilaveten dünyada yaşanan ekonomik krizle beraber ülke ekonomisinde ortaya çıkan daralma nedeniyle genişletici para politikasının devreye sokulması elde ettiğimiz sonucu desteklemektedir.

TÜRKİYE’DE STERİLİZASYONUN MALİYETİ

Döviz piyasasına yapılan müdahalelerin sterilize edilmesinin maliyeti ülkenin kamu borçlarına ödediği faiz ile döviz rezervleri üzerinden elde ettiği faiz kazancı (Amerikan hazinesi borçlanma faiz oranı) arasındaki farktır. Bu maliyet bir yıl vadeli ABD hazine iç borçlanma faiz oranları ile bir yıl vadeli ulusal hazine

bonosu faiz oranı arasındaki farkın döviz rezervlerindeki yıllık değişime uygulanması ile hesaplanmaktadır (Mohanty, 2005: 68). Tablo 5’de Türkiye için hesaplanan sterilizasyon maliyeti değer ve GSYİH’ ya oran olarak verilmiştir. Yaptığımız maliyet hesaplamasında TCMB’ nin 2001 yılından itibaren yasa gereği birincil piyasalardan hazine bonosu alamadığı gerçeğinden hareketle iç borçlanma faiz oranı olarak Devlet İç Borçlanma Senetlerine ait ikincil piyasa faiz oranları kullanılmıştır.

Tablo 5: Türkiye’de Sterilizasyonun Döviz Rezervi Biriktirmenin Maliyeti

	Faiz Farkı* (%)	Sterilizasyon Maliyeti (Milyon TL)	Sterilizasyon Maliyeti/GSYİH (%)	Rezerv Biriktirmenin Maliyeti (Milyon TL)	Rezerv Biriktirmenin Maliyeti/GSYİH (%)
2003	0,43	4.304,15	0,95	21.606,60	4,75
2004	0,23	749,15	0,13	11.820,22	2,11
2005	0,13	2.133,16	0,33	8.370,51	1,29
2006	0,12	1.732,28	0,23	10.092,60	1,33
2007	0,14	2.459,97	0,29	13.301,21	1,58
2008	0,16	-380,68	-0,04	14.322,38	1,51
2009	0,09	141,65	0,01	10.280,12	1,08
2010	0,07	980,45	0,09	7.906,28	0,72

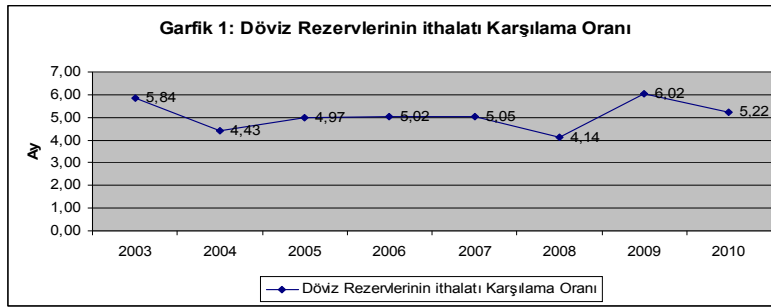
* Bir yıl vadeli Devlet İç Borçlanma Senetleri ikincil piyasa faiz oranı ile bir yıl vadeli ABD hazine bonosu faiz oranı farkı

Döviz piyasalarına yapılan müdahaleler yoluyla döviz rezervlerinde sağlanan artışın enflasyon hedeflemesi ile çelişmemesi için sterilize edilmesinin maliyeti 2003-2010 dönemi için toplam olarak 12 milyar 120 milyon TL’dir. Söz konusu maliyetin yıllar itibariyle GSYİH’ ya oranını dikkate aldığımızda; ekonomide 2009 yılı hariç kesintisiz bir büyümenin gerçekleşmesi ve ülke içi faiz oranlarının düşmesinin sterilizasyonun maliyetini düşürdüğü görülmektedir. Yıllar itibariyle faiz farkının daralması ile bu oran 2003 yılında yüzde 0,95 iken 2010 yılında yüzde 0,09’a düşmüştür. Dönem ortalaması ise yüzde 0,25’dir. Tabloda dikkati çeken önemli bir nokta ise 2008 yılında yaşanan krizin sıcak para çıkışına yol açmasıyla döviz rezervlerindeki azalma nedeniyle sterilizasyon maliyetinin negatif değer almasıdır. Uluslar arası literatürde sterilizasyonun maliyeti GSYİH’ ya oran olarak verilmekle beraber gerçekte ülkemizin sekiz yıl içinde döviz rezervlerini artırmak adına ödediği maliyetin değerinin hiç de azımsanmayacak düzeyde olduğu bir gerçektir.

Rezerv biriktirmenin maliyeti ise bir yıl vadeli ulusal hazine bonosu faiz oranı ile ABD hazine bonosu faiz oranı arasındaki farkın döviz rezervlerine uygulanarak GSYİH’ ya oranlaması ile hesaplanmaktadır (Mohanty, 2006: 45). Toplam rezerv maliyeti söz konusu dönem için yine ulusal faiz oranlarındaki düşüşe paralel azalmıştır. 2003 yılında rezerv biriktirmenin maliyeti GSYİH’ nin yüzde 4,75’i iken 2010 yılında bu oran yüzde 0,72’ye düşmüştür. Dönem ortalaması ise GSYİH’ nin yüzde 1,80’idir. Kümülatif olarak ise 97 milyar 699 milyon TL’ lik bir maliyet söz konusudur.

Bu düzeyde bir rezerv maliyetinin oluşmasında uluslararası standartlara göre öngörülenin üzerinde döviz rezervi tutulması da etkili olmuştur. Nitekim Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından ülke rezervinin yeterliliği için kullanılan yaklaşımda, döviz rezervlerinin asgari üç aylık ithalat tutarını karşılaması gerekliliği kabul görmektedir (TCMB, 2005: 5). Oysa grafik 1’de görüldüğü gibi Türkiye’de 2003 sonrası dönemde döviz rezervlerinin ithalatı karşılama oranı IMF tarafından yeterli kabul edilen 3 ay’ın üzerindedir. Dönem ortalaması 5,08 ay olup 2010 yılı itibariyle 5,22 aydır.

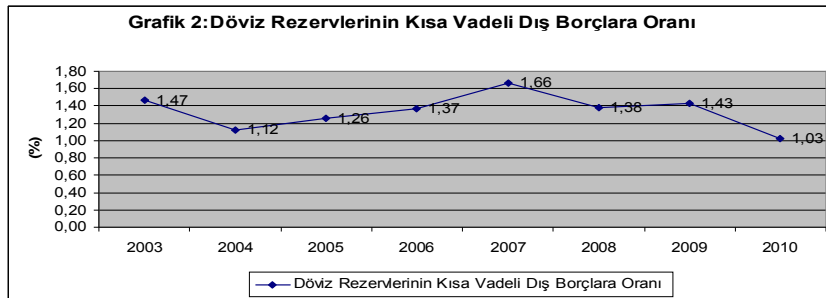
Grafik 1: Döviz Rezervlerinin İthalatı Karşılama Oranı



Kaynak: TCMB EVDS verilerinden yararlanılarak türetilmiştir. www.tcmb.gov.tr

Döviz rezervlerinin yeterliliğine ilişkin kullanılan diğer bir gösterge ise döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borçlara oranıdır. Bu rasyonun en az 1 olması beklenir. Bu oranın yüksekliği, ülkelerin dış şoklar karşısındaki dayanıklılığını da gösterdiğinden ülke risk primini etkileyen değişkenlerden biridir (TCMB, 2005: 5-6). Grafik 2’den de takip edilebileceği gibi tüm dönem boyunca döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borçları karşılama oranı 1’in üzerindedir. Dönem ortalaması 1,34 olup 2010 yılında bu oranın düşmesinde döviz rezervlerinde 10 Milyar Dolarlık artışa karşın kısa vadeli dış borçların 49 milyar 577 milyon dolardan 78 milyar 600 milyon dolara çıkması etkili olmuştur.

Grafik 2: Döviz rezervlerinin Kısa Vadeli Dış Borçlara Oranı



Kaynak: TCMB EVDS verilerinden yararlanılarak türetilmiştir. www.tcmb.gov.tr

Kısaca ifade etmek gerekirse, Türkiye’de döviz rezervleri gerek ithalat gerekse kısa vadeli dış borçlar dikkate alındığında oldukça yeterli düzeydedir. Ancak, döviz rezervleri için katlanılan ölçülebilir finansman maliyeti ile ölçülemeyen diğer ekonomik maliyetleri ile bunun doğrudan ve dolaylı sosyal sonuçları dikkate alındığında para politikası otoritesinin yani Merkez Bankasının konuyu yeniden ve detaylı olarak değerlendirmesi gereğine işaret etmekte fayda görüyoruz.

SONUÇ

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide bağımsız para politikası uygulayan ülkeler faiz oranlarını ve döviz kurlarını aynı zamanda hedefleyemezler. Ancak, herhangi bir döviz kuru hedefi olmaksızın döviz kurlarındaki aşırı oynaklığı engelleyerek döviz piyasalarına istikrar kazandırabilirler. Böylece döviz kurlarındaki aşırı oynaklığın ekonomide yaratacağı olumsuzluklar engellenmiş olur.

Özellikle sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye giriş ve çıkışlarının yoğunluğu bu ülkelerde döviz piyasalarının daha istikrarsız hale gelmesine yol açmıştır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelere döviz piyasalarına merkez bankaları tarafından müdahale daha sıklıkla başvurulan bir yöntem olmuştur. Ancak iç tasarruf yetersizliği nedeniyle dış kaynağa muhtaç olan bu ülkelere yabancı sermaye girişleri ile ek kaynak yaratmanın aynı zamanda döviz piyasalarına müdahaleyi gerekli kılması önemli sterilizasyon maliyetleri yüklemektedir. Özetle yabancı sermaye girişleri ile sağlanan kaynağın bir kısmı finansal yatırım araçları kullanılarak yeniden gelişmiş ülkelere (Özellikle ABD’ye) aktarılmaktadır.

Uygulanan kur sistemi nedeniyle 2001 yılına kadar Türkiye’de döviz piyasasına müdahale etmek amacıyla yüksek düzeyde döviz rezervi bulundurmak gerekliliği söz konusuydu. 2001 yılında yaşanan kriz sonrasında esnek kur sistemine geçilmesi ile MB’ nin herhangi bir döviz kuru taahhüdü olmaması yüksek döviz rezervi gereksinimini ortadan kaldırmıştır. Ancak iç ve dış şoklara karşı korunabilmek amacıyla GOÜ’ lere döviz rezervi bulundurmaları yönündeki telkin teorik olarak esnek kur sisteminde müdahale amaçlı döviz rezervi bulundurma gereğinin kalkması gerçeğini değiştirmiştir. 2002 yılında örtülü 2006 yılında ise açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesi ile beraber döviz rezervi biriktirmek amaçlı döviz piyasası müdahalelerinin parasal genişlemeye yol açarak enflasyonist baskı yaratmasının önüne geçilmesi için sterilizasyon zorunlu olmuştur. Genel olarak kontrollü kur sisteminin uygulandığı ve döviz kurunun enflasyonla mücadelede çıpa olarak kullanılması nedeniyle döviz piyasalarına yoğun bir şekilde müdahale edilen 1994-2001 döneminde döviz rezervleri yüzde 173 oranında artmıştır. Merkez bankasının herhangi bir kur hedefi olmadığı, döviz piyasalarına müdahale etme gereksinimi bulunmadığı ve yüksek döviz rezervlerine

ihtiyaç duyulmadığının ifade edildiği esnek kur sisteminin uygulandığı 2001-2010 döneminde ise bu oran yüzde 199 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla esnek kur sistemi uygulamanın yüksek rezerv gerektirmemesi avantajı kullanılamamıştır.

Diğer taraftan 2003-2010 yılları arasında döviz piyasalarına yapılan müdahalelerin yüzde 76’ sı sterilize edilirken, bu işlemin ekonomiye maliyeti 8 milyar 550 milyon dolar olup yıllık ortalama olarak GSYİH’ nın yüzde 0,25’ine denk gelmektedir. Aynı zamanda yüksek rezerv taşımanın maliyeti söz konusu dönem için yıllık olarak GSYİH’ nın yüzde 1,80’i kadardır. Türkiye yüksek rezerv taşıma nedeniyle sekiz yılda toplam 69 milyar 289 milyon dolar dış dünyaya kaynak aktarmıştır.

Döviz alımları yoluyla rezerv biriktirmenin bir faydası 2003 (1995=100 bazlı TERK indeksine göre) yılına göre 2010 yılında yüzde 24 daha değerli olan TL’ nin daha da değerlendirilmesini engellemektir. Yapılan çalışmalar * MB’ nin döviz piyasasına satış yönündeki müdahalelerinin kur düzeyini etkilemediği alım yönündeki müdahalelerinin ise TL’ nin değerlendirilme oranını düşürdüğü yönündedir. Ancak döviz rezervlerinin yüksek tutulmasının amacı yüksek faiz nedeniyle ülkeye giren yabancı sermayeye bir kriz anında merkez bankasının döviz piyasalarına müdahale edeceği yönünde teminat verme niteliği taşımaktadır. Dolayısıyla yüksek döviz rezervi tutmak aynı zamanda özellikle faize duyarlı yabancı sermaye girişlerinin devamını sağlamaktadır. Böylece ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi nedeniyle cari açığın artması tehdidi altında ekonomi politikalarının dizaynı söz konusu olmakta ve mevcut açığın kapatılması veya en azından düşürülmesi için gerekli döviz kuru düzeylerine ulaşılmasını sağlayacak politika uygulamalarını engellemektedir. Bu bağlamda adeta bir sıkışmışlık ortamında bulunan Merkez Bankası ve Türkiye’ nin yeni bir para, kur ve maliye politikası bileşimine olan ihtiyacı da belirginleşmektedir.

KAYNAKÇA

Acar, S. (1988). *Türkiye’de iktisadi yapılanmadan kaynaklanan sorunlar ve çözüme yönelik politikalar (1930-1988)*. Konya: Konya Ticaret Odası Yay. No: 6.

Adebisi, A. M. (2007). An evaluation of foreign exchange intervention and monetary aggregates in Nigeria (1986- 2003). University of Lagos, http://mpr.ub.uni-muenchen.de/3817/1/MPRA_paper_3817.pdf (10.03.2011)

* Daha geniş bilgi için bakınız Arzu Ağcaer, "Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma", TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2003. Necla Adanur Aklan "Kriz Sonrası Süreçte Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Döviz Piyasası Müdahalelerinin Etkinliği", Akdeniz İ.İ.B.F Dergisi (13), 2007

Ağcaer, A. (2003). Dalgalı kur rejimi altında Merkez Bankası müdahalelerinin etkinliği: Türkiye üzerine bir çalışma, *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Ankara.

Aklan Adanur, N. (2007). Kriz sonrası süreçte Türkiye ekonomisinde uygulanan döviz piyasası müdahalelerinin etkinliği. *Akdeniz İ.İ.B.F Dergisi* 7(13): 222-251.

Behera, H. K., Narasimhan, V. ve Murty, K. N. (2008). Relationship between exchange rate volatility and central bank intervention: an empirical analysis for India. *South Asia Economic Journal*, 9 (1): 169-84. <http://economics.emu.edu.tr/Portal/files/lecturenotes/bb.nJ.C.c3OVQdominguez.pdf> f. (11.03.2011).

Buscaglia, A. M. (2003). "Sterilization of capital inflows and balance of payments crises", <http://repec.org/esLATM04/up.15721.1081993132.pdf>, (04.05.2011).

Edison, H. J. (1993). The Effectiveness of central bank intervention: a survey of the literature after 1982. *Special Papers in International Economics*, No: 18.

Fukuda, S. ve Kon, Y. (2010). Macroeconomic impacts of foreign exchange reserve accumulation: theory and international evidence. *Asian Development Bank Institute, Working Paper Series*, No: 197. www.eaber.org/intranet/documents/102/206/ADBI-Fukuda-2010.pdf (03.03 2011).

Gersl, A. (2004). Foreign exchange intervention: the theoretical debate and the Czech koruna. *Episode Czech Journal of Economics and Finance*, 54 (3-4): 94-116.

Gren, R. ve Torgerson, T. (2007). Are high foreign exchange reserves in emerging markets a blessing or a burden. *Department of the Treasury: Office of International Affairs Occasional Paper*, No. 6.

Gosselin, M.A. ve Parent, N. (2005). An empirical analysis of foreign exchange reserves in emerging Asia. *Bank of Canada, Working Paper*, 2005-38.

Lavigne, R. (2008). Sterilized intervention in emerging-market economies: trends, costs, and risks. *Bank of Canada Discussion Paper*, 2008-4.

Mbowel, W. E. N. (2009). Does central bank intervention reduce exchange rate volatility? An empirical investigation using Tanzanian data. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1527382, (10.01.2011)

Mohanty, M.S. ve Turner, P. (2005). Intervention: what are the domestic consequences? *Monetary and Economic Department, BIS Paper*, No:24.

Mohanty, M.S. ve Turner, P. (2006). Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications? *BIS Quarterly Review*: 39-52, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0609f.pdf, (05.10.2010).

Önder, Y. (2007). Dalgalanma korkusu ve Türkiye örneği. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

Paincheira, J. P. (----). Finansallaşma çağında gelişmekte olan ülkeler: açık birikiminden rezerv birikimine. Çev: Sabriye Biçen. http://www.finanskulup.org.tr/Assets/maliyefinans/82/Juan_Pablo_Paincheria_Acık_Birikiminden_Rezerv_Birikimine.pdf, (29.04.2011).

Ramon, M. (2005). Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications: motives for intervention. *BIS Paper*, No: 24.

Suronovic, M. S. (2005). *International finance theory and policy*. <http://internationalecon.com/Finance/Fch70/Fch70.php> (10.12.2010).

Sanjay, R. ve Raymond, S. (2002). The impact of Federal Reserve intervention on exchange rate volatility: evidence from the futures markets. *Applied Financial Economics*, 12 (4): 231-240.

Schwartz, A. J. (2000). The rise and fall of foreign exchange market intervention. *NBER Working Paper*, No 7751.

Dominguez. K. M. (1998). Central bank intervention and exchange rate volatility. *Journal of International Money and Finance*, 17 (1): 161-190.

IMF, (2011) Currency composition of official foreign exchange reserves, www.imf.org, (02.05.2011).

TCMB, (1995)Yıllık Rapor. www.tcmb.gov.tr, (01.05.2011).

TCMB (2011) Para ve Kur Politikası. . www.tcmb.gov.tr, (01.05.2011).

TCMB (2005). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nda döviz rezervi yönetimi. www.tcmb.gov.tr, (01.05.2011).

TCMB (2011) Para ve Kur Politikası. www.tcmb.gov.tr, (01.05.2011).

TCMB (2005). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nda döviz rezervi yönetimi. www.tcmb.gov.tr, (01.05.2011).