**02 - KÜRESEL FİNANSAL SİSTEMİ OLUŞTURAN KURUMLAR VE KATILIMCILAR**

**U.F.2 EKİ**

**Döviz rezervlerinin kullanımı**

**Ali İhsan Karacan**

FED ile başlayan ve Ortadoğu sorunlarının etkisiyle hareketlenen uluslararası piyasalar oynak bir süreçten geçiyor. Bu süreç içinde yükselen ekonomilerle ilgili kaygılar da arttığından ülkemiz döviz piyasalarında da bir hareketlilik var. Belki bu hareket- lilik kısa sürede geçecek ve piyasalar sakinleşecek. Ama bu hare- ketlilik geçse de biz ekonomimizdeki temel denge ve fiyatlardan kaynaklanan riskleri taşımayı sürdüreceğiz.

Ancak “Kalabalıklar aşırılığa doğru yönelir” savının para ve döviz piyasaları için de kullanılan bir argüman olduğunu belirtmem gerekiyor.[[1]](#footnote-1) Bu tür hareketlilik dönemlerinde insanlar, kurumlar ve özel ya da kamu yöneticilerinin heyecanla karışık irrasyonel kararlar alma olasılıkları artar. Bu nedenle böylesi dönemlerde en önemli davranış biçimi günlük heyecan dalgalarına kapıl- mamaktır.

Daha önce de değindiğim gibi ülkemizdeki makro politikanın dayandığı yapılar dövizdeki kırılganlığı etkileyen önemli bir unsur. Ülkemizde finansal kuruluşların, büyük ticari/sanayi şirketlerinin ve hatta Merkez Bankası’nın bilanço yapıları ve bu yapı içinde ulusal para/yabancı para bileşimi bu kırılganlığı artıran bir başka unsur. Bu nedenle şirketler kesiminin bilanço yapısı üzerinde kamu politika yapıcılarının biraz kafa yormaları gerekiyor.

Bu hareketlilik ortamında Merkez Bankası’nın elindeki para politikası araçları sınırlı ve bu araçların da temel nedenleri etkileme gücüne sahip olabildikleri pek görünmüyor.

Merkez Bankası’nın kurdaki artışa ya da TL’nin değer yitimine faiz artırımıyla cevap vermeme kararının kısa vadede doğru olduğunu düşünüyorum. Çünkü faiz artışı dövizdeki bu hareketliliğin temel nedenlerini etkileyebilecek ve tersine çevirebilecek bir araç olarak görünmüyor. Faiz artırımı dövizin yönünü etkile yemeyeceği gibi üstüne Merkez Bankası ileride kullanım gereği duyacak bir aracı yitirmiş ya da etkisi azalmış olurdu.

Merkez Bankası Başkanı’nın davranış ve açıklamalarına ba- kıp da sanki bankanın elinde sihirli değnek varmış izlenimi yaratmaya çalışan yaklaşımları kuşkuyla karşılıyorum. Para politikası ve Merkez Bankası politikalarında bilinmeyen bir sihirli araç ve yöntem yok.

Bu yöntemlerden birisi olarak FED ile bir *swap* anlaşması ya­pılmış olma olasılığından söz ediliyor. FED 2008 krizinin ardın­ dan bazı politikalarını uygulamaya koyarken rezerv bir para ola­rak büyük dolar yatırımcısı olan ülkelerle onlara güven vermek için bu tür anlaşmalar yapmıştı. Bu tamamen uluslararası piyasalarda FED’in politikalarını olumsuz etkileyecek girişim ya da dav­ anışların önünü kesmek ve onlara güven vermek içindi. FED’in TCMB ile böyle bir anlaşmaya girmiş olması için bir neden olma­yacağı gibi eğer böyle bir anlaşma (hatta gürüşülmesi) varsa bu­ nun kamuoyundan saklı kalmış olması düşünülemez (Böyle bir anlaşma var ve bu piyasalardan gizleniyor ise suçtur). FED böy­ le bir swap anlaşmasına TCMB ile ancak politik bir neden ya da yönlendirme (2000/2001 krizinde ülkemizi IMF ve Batı’nın “poli­tik açıdan batmayacak kadar önemli” olarak düşünmeleri gibi) ile girebilir. Bugünlerde böyle düşünmeyi sağlayacak bir neden var mı bilmiyorum.

İkincisi TCMB’nin opsiyon aracını kullanarak piyasaya müda­hale edebileceği iddiası dillendiriliyor. TCMB bilançosuna ola­sı zararlar yazdıracak bu tür yöntemi kullanmak istese bile ma­li kurumlar ve büyük şirketler bu tür bir hedge işlemine sıcak ba­karlar mı bilmiyorum. Ancak iç piyasada bir ölçüde ileriye yöne­lik ve erken pozisyon kapatma taleplerinden kaynaklanan döviz talebini hafifletici etkisi olabilir. Talebi etkileyecek bir işlemin her zaman ya da mutlaka fiyatı etkileme garantisi yoktur. Benzeri hedge yolunu Merkez Bankası en geç 2013 sonu vadeli ve bu ta­ rihten önce karşı tarafça istenilecek an ifa edilebilecek swap an­ laşmalarıyla da deneyebilir. Para politikasında uygulanan araçla­ rın TCMB kârı üzerinde etkisini tartışmak anlamsız ve yanlış ol­ sa da bu işlemlerden zarar görme olasılığı ciddi bir eleştiri nede­ ni olabilir ve bu da TCMB üzerinde önemli bir karar etkeni gibi de görünebilir.

Merkez bankalarının piyasaları yönetmede en önemli aracının eskisi gibi işlem yapmaktan çok piyasaya sinyal vermek olduğu artık genel kabul gören bir kanı. Bu nedenle Merkez Bankası baş­kanlarının piyasalara yönelik açıklamaları hem zamanlama hem de içerik ve biçim açısından bu kurumların güvenilirliği ve piya­ sayı yönlendirmeleri açısından oldukça önemli.

TCMB Başkanı Başçı’nın bir önceki gün açıklamalarını açıkça sı kaygıyla izledim. Merkez Bankası başkanları dövizde belirli bir tarih için nokta hedefli fiyat veremezler, vermeye hakları da yok­tur. Bunu yaparsanız piyasa ekonomisti (gerçek iktisatçılar nok­ta hedefi vermezler), döviz dealer’ı durumuna düşersiniz. Merkez bankalarının misyonu, vizyonu ve zaman boyutu politikacıdan, bankalardan, şirketlerden, spekülatörlerden ve hatta sokakta­ki sıradan yatırımcıdan farklıdır. Merkez bankalarının bakış açı­sı yatırım bankaları para tacirleri gibi olursa Merkez Bankası baş­kanlarının dealer’dan ne farkı kalır?

İkincisi bu fiyatın ardına garantinizi koyup tutmaz ise benden gelip hesap sorun, derseniz ve o tarihte o fiyat gerçekleşmez ise daha uygun bir kurdan döviz alacak iken sizin sözünüz nedeniy­ le bunu yapmadığını söyleyen birisi sizi ve TCMB’yi dava edebilir.

Hele bu kadar dövizin fiyatının ardında durmak o tarih geldi­ğinde 1 TL’nin dolar kuru 1.92’den önemli oran ve miktarda yuka­ rıda olur ise istifa etmekten başka yol da kalmaz. Merkez bankası başkanları böylesi ucuz söylemler ve sözler, taahhütler nedeniyle istifa etmek durumunda kalmamalıdırlar.

Gelelim bugünlerde yaşanan hareketlilik nedeniyle döviz re­ zervleri kullanılmalı mıdır konusuna.

Dünya Bankası ve IMF’nin ortak yayını olan bir kitap ülkelerin neden döviz rezervi biriktirdiklerini şöyle açıklıyor:[[2]](#footnote-2)

Ülkeler, ülkeden ülkeye değişen bir amaçlar dizisini karşılayabilmek amacıyla rezerv tutarlar. Tipik olarak rezervler;

***a) Şokları absorbe etmek,***

***b) Devletin dış borçlarını geri ödeme kabiliyeti de dahil olmak üzere bir ülkenin dış yükümlülüklerini karşılayabilirliği konusunda piya­saların güven düzeyini yükseltmek,***

***c) Para ve kur politikasının yönetiminde güveni korumak,***

***d) Ulusal felaketler, tehlike ve zorluklar için rezerv tutma amaçlarıyla yabancı para likiditesini koruyarak dışsal duyarlılığı, kırılganlığı sınırlamak***

için tutulur.

Döviz kurları yükseldikçe genelde Merkez Bankası’nın piyasalara müdahale etmesi ve özellikle bankanın biriktirdiği rezervlerin bu amaçla kullanılması istenir. Genelde denilir ki, Merkez Bankası rezervlerini böylesi günler için biriktirmedi mi, bugün kullanmayacak da ne zaman kullanacak, döviz kuru düşmesin diye rezervleri kullanıyor da döviz kuru çıkarken neden kullanma sın? Ve benzeri sorular, savlar...

Gelin bazı konuları birbirinden ayıralım.

Önce şunda mutabık kalalım. Merkez Bankası’nın bugünkü dö- viz rezervlerinin ortalama maliyetleri bugünkü (ya da artış öncesi tarihteki) kurlar değil. Döviz rezervlerinin maliyeti Merkez Bankası’na (ve dolayısıyla kamuya ve topluma) bugünkü kurlardan daha yüksek. Merkez Bankası bu rezervleri (miktar açısından yeterli olmasa da) akıllıca izlediği bir politikayla uzunca bir süredir biriktirmeye uğraşıyor. Her stok gibi bankanın bu stokunun da bir maliyeti var. Bu stoku banka piyasaya faiz ödeyerek biriktirdi; alternatif maliyete katlanarak oluşturdu.

İkincisi, Merkez Bankası’nın günlük döviz alım satımıyla piyasaya ufak müdahalelerle girmesi başka bir şeydir; bir politika olarak döviz rezervlerini kullanmaya kalkması başka bir şey. Birinci- si piyasa likiditesini tanzim etmek, likidite gereksinimlerini karşılamak ve finansal araçların getirisi ve yatırımların ulusal para ve yabancı para arasında dağılımının ince ayarını yapmak amacıyla yapılır. Bu alış satışlar döviz fiyatlarında kalıcı ve belirleyici bir nokta oluşturma gücüne sahip değildir. Ne ülkemizde ne de baş- ka bir ülkede. Bunu görmek için yaşanan birçok deneyime ve yapılan birçok test çalışmasına bakmak yeterli.

Döviz rezervlerini kullanmak başka tür bir politikadır, şok nitelikli ve büyük boyutlu işlemlerle yapılır. Burada piyasadaki YTL arzı özellikle de vadesiz/kısa vadeli para arzı çoğunlukla bu dö- viz arzını karşılayamaz. Bu tür bir şok döviz arzı ancak belirli bir oranda piyasa talebini bulabilir. Burada sorun çekilen ulusal paranın ekonomide yaratacağı daraltıcı etkiyle bu paranın tekrar piyasaya nasıl tekrar arz edileceğidir.

Dördüncüsü dövize olan büyük ölçekli talep, hızlı değişme ve türbülans dönemlerinde döviz talebinin nereden geldiğine bakmak gerekir. Döviz talep edenler ağırlıklı olarak spekülatif yatı- rımcılar, yatırım bankaları, yabancı fonlar ise döviz rezervlerini bunların taleplerini dindirmek için kullanmak yanlış olur. Ülkele- rin piyasaları üzerinde kumar oynayan üç beş spekülatörün taleplerini karşılamaya çalışmak için döviz rezervleri kullanılmaz. Böylelerinin spekülatif talebini zaten tatmin edebilmek olası değildir.

Beşincisi ülkenin döviz rezervleri ağırlıklı olarak ekonomide ciddi boyutlarda olumsuz gelişmeler olursa reel sektörün ge- reksinmeleri için, ekonominin çarklarının dönmesi için kullanılır. Zorunlu gereksinimlere, zorunlu ara mallar ithaline, enerji ödemelerine kullanılır.

Ve son söz. Merkez bankaları piyasa istiyor diye onların her dediğini yapmaz.

**( Gazeteport, 30 Ağustos 2013 )**

1. ***C.R. Sunstein, Going to Extremes: How Like Minds Unite and Divide, Londra: Oxford University Press, 2009.***  [↑](#footnote-ref-1)
2. ***Financial Sector Assesment A Handbook, 2005.***  [↑](#footnote-ref-2)