



International
SOCIAL SCIENCES
STUDIES JOURNAL



SSSjournal (ISSN:2587-1587)

Economics and Administration, Tourism and Tourism Management, History, Culture, Religion, Psychology, Sociology, Fine Arts, Engineering, Architecture, Language, Literature, Educational Sciences, Pedagogy & Other Disciplines in Social Sciences

Vol:5, Issue:29
sssjournal.com

pp.395-403
ISSN:2587-1587

2019 / January / Ocak
sssjournal.info@gmail.com

Article Arrival Date (Makale Geliş Tarihi) 28/11/2018 | The Published Rel. Date (Makale Yayın Kabul Tarihi) 30/01/2019
Published Date (Makale Yayın Tarihi) 30.01.2019

MERKEZ BANKASININ REZERV OPSİYON MEKANİZMASI (ROM) UYGULAMALARI, PARA VE DÖVİZ KURU KARŞISINDA ETKİNLİĞİ

CENTRAL BANK'S RESERVE OPTION MECHANISM (ROM) APPLICATIONS, EFFICIENCY AGAINST MONEY AND EXCHANGE RATE

Dr. Öğr. Üyesi Hüseyin TEZER

Bilecik Şeyh Edebali Ün. İ.İ.B.F. İktisat Bölümü, Bilecik/Türkiye



Article Type : Research Article/ Araştırma Makalesi

Doi Number : <http://dx.doi.org/10.26449/sss.1224>

Reference : Tezer, H. (2019). “Merkez Bankasının Rezerv Opsiyon Mekanizması (Rom) Uygulamaları, Para ve Döviz Kuru Karşısında Etkinliği”, *International Social Sciences Studies Journal*, 5(29): 395-403.

ÖZ

TCMB'nin 2010 yılından itibaren kullanmaya başladığı Rezerv Opsiyon Mekanizması; bankaların Merkez Bankası'nda tutmak zorunda oldukları Türk Lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini döviz cinsinden veya altın olarak kullanmalarına imkân veren bir uygulamadır. Böylece bankalar Türk Lirası zorunlu karşılıklarında esneklik kazanmakta ve döviz rezervlerini de artırmaktadırlar. Para ve döviz piyasalarında otomatik dengeleyici olarak çalışması düşünülen Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), Merkez Bankası'na da yurt içi piyasalardaki döviz kuru oynaklıklarını kontrol edebilme imkânı vermektedir. Rezerv Opsiyon Mekanizması aynı zamanda içe veya dışa dönük sermaye akımlarının piyasalardaki döviz kuru oynaklıklarını ve faiz oranlarını kontrol etme gücüne sahip olduğu düşünülmektedir. Bu çalışmada TCMB'nin 2010'dan beri uygulamakta olduğu Rezerv Opsiyon Mekanizmasının, Türkiye Ekonomisindeki para, döviz kuru ve faiz oranları üzerindeki etkisi tartışılacaktır.

Anahtar Kelimeler: İktisat Politikası, Merkez Bankası, Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), Para ve Döviz Kuru Politikası, Faiz Koridoru

ABSTRACT

Reserve Option Mechanism, which the CBRT has started to use since 2010; is an application that allows banks to use a certain percentage of the Turkish Lira required reserves they are required to keep in the Central Bank as foreign currency or gold. Thus, the banks gain flexibility in Turkish Lira reserve requirements and increase their foreign exchange reserves. Reserve Option Mechanism (ROM), which is supposed to function as an automatic balancer in money and foreign exchange markets, also allows the Central Bank to control exchange rate volatility in domestic markets. Reserve Option Mechanism is also believed to have the power to control exchange rate volatility and interest rates in the markets at the same time of inward or outward capital flows. In this study, the effect of the Reserve Option Mechanism, which has been implemented by CBRT since 2010, on the money, exchange rate and interest rates in the Turkish Economy will be discussed.

Keywords: Economic Policy, Central Bank, Reserve Option Mechanism (ROM), Money and Exchange Rate Policy, Interest Rate Corridor.

1. GİRİŞ

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın 1990'lı yıllarda temel hedefi ekonomideki sorunların düzeltilmesine destek olmak, ekonomideki dengelerin bozulmasını önlemek için para politikaları uygulamak olmuştur. 2008 küresel ekonomik kriz sonrası tüm dünyada para politikalarının önemi ve dolayısıyla merkez bankalarının ekonomilerdeki etkinliği artmıştır. Türkiye ekonomisinde de son yıllarda yaşanan sermaye hareketlerinin yoğunluğu ve ekonomi üzerindeki olumlu veya olumsuz etkileri göz önüne alındığında merkez bankasının uygulaması gereken para politikalarının da önemi artmıştır.

Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek amacı doğrultusunda, para politikası uygulamalarını enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde sürdürmektedir. Merkez Bankası'nın temel politika aracı ise, kendi bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanmakta olan kısa vadeli faiz oranlarıdır. Gerekli görüldüğü durumlarda, zorunlu karşılık oranları veya diğer likidite araçları da destekleyici olarak kullanılabilir (TCMB, 2009;10).

Merkez bankaları ellerindeki para politikası araçlarını kullanarak para politikasını yönetirler. Piyasada sadece paranın bulunduğu bir ortamda merkez bankaları piyasadaki para arzını denetleyerek para politikasını yönetebilmektedir. Ancak ekonomideki gelişmeler, merkez bankalarının nakit para arzını denetlemesi para politikasının etkinliği açısından yetersiz kalmasına neden olmuştur. Merkez bankaları, kredi hacmini denetleyecek araçları da devreye sokmak zorunda kalmıştır (Çetin, 2016;68).

Dalgalı döviz kuru uygulamasında korunması gereken bir kur seviyesi olmamasına rağmen, güçlü döviz rezerv pozisyonuna sahip olmak ülkemiz gibi gelişmekte olan ekonomilerde karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesine ve ülkeye duyulan güvenin artırılmasına büyük katkı sağlamaktadır. Bu nedenle döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemlerde Merkez Bankası, rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri gerçekleştirmektedir (TCMB, 2009;13).

Merkez Bankası, para politikası çıkış stratejisinin yanı sıra, finansal istikrara katkı yapmak amacıyla rezerv birikimini hızlandırırken sermaye akımlarının değişkenliğine uyum sağlayabilmek için döviz alım ihalelerinde daha esnek bir yöntem tasarlamış ve 2010 Ekim ayından itibaren bu yöntemi uygulamaya koymuştur. Bunun yanı sıra Merkez Bankası, finansal istikrara ilişkin riskleri sınırlandırmaya yönelik alternatif araçların daha etkili kullanılabilmesini sağlamak için Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son vermiş ve likidite yönetiminin operasyonel yapısını değiştirmiştir (TCMB, 2011;2)

Merkez bankası ekonomideki dengesizlikleri azaltmak veya sınırlamak için uygulamak istediği para politikalarında iki önemli stratejiyi göz önüne almaktadır. Bu stratejilerden ilki dış ticaret açığının dolayısıyla da cari açığın sürdürülebilir olmasına yönelik politikalar uygulamaktır. Bu ilk stratejiyi uygularken iki yol takip etmektedir. Birincisi enflasyon-devalüasyon dengesini sağlayarak TL'nin reel olarak değerlendirilmesini engellemek, ikincisi ise devalüasyonun faiz getirisinin altında tutarak yabancı sermayenin cari açığı finanse etmesini sağlamaktır (Eroğlu, 2011;76).

İkinci strateji ise hükümetin bütçe açığını mümkün olduğunca düşük faizlerle ve sıkıntıya düşmeden finanse etmesini sağlamaktır. Bunun iki yolu ise bono faizlerini düşürmek (böylece bütçe açığını azaltmak) ve hem yurt içinde, hem de yurt dışında bonolara talep yaratmak için devalüasyonu ve kısa vadeli faizleri bono faizlerinin altında tutarak yatırımcılara belli bir getiri vermek ve bunun istikrarlı olmasını sağlamaktır (Eroğlu, 2011;77). Bu iki stratejide, faiz ve devalüasyon dengesi açısından birbiriyle çelişen sonuçlar yaratmaktadır. Çünkü faiz oranları yüksek tutulduğunda dış denge ve talep enflasyonu konusunda başarı hedeflenirken ikinci strateji zora girmekte ve hazinenin finansman maliyetlerinin pahalılaşmasına neden olmakta ve bütçe açığı artmaktadır. Hem bono fonlama maliyeti, hem de cari dengenin finansmanı açısından devalüasyon düşük tutulmak istenmekte ama ne kadar düşürülebileceğini de enflasyon oranı belirlenmektedir (Eroğlu, 2011;77). TCMB, 2010 yılında uygulamaya koyduğu faiz koridoru aracı ve 2011 yılı sonundan itibaren uygulamaya ROM (Rezerv Opsiyon Mekanizması) aracı ile para politikasına müdahale etmektedir. Türkiye ekonomisi için oldukça yeni olan söz konusu araç, konjonktürdeki kısa dönemli değişimler için hızlı ve olumlu hamleler yapılmasına olanak tanımaktadır (Çetin, 2016;69).

Bu çalışmada TCMB'nin 2011 yılından itibaren bir finans mühendisliği olarak geliştirmiş olduğu Rezerv Opsiyon Mekanizmasının (ROM), Para ve döviz piyasalarında otomatik dengeleyici olarak çalışması düşünülmektedir. Rezerv Opsiyon Mekanizması merkez bankasına yurt içi piyasalardaki döviz kuru oynaklıklarını kontrol edebilme imkânı vermekte ve aynı zamanda içe veya dışa dönük sermaye akımlarının piyasalardaki döviz kuru oynaklıklarını ve faiz oranlarını dalgalandırmasını azaltan etki gücüne sahip olduğu düşünülmektedir. Bu yüzden TCMB'nin 2010'dan beri uygulamakta olduğu Rezerv Opsiyon Mekanizmasının, enflasyon hedeflemesi rejimi altında Türkiye ekonomisindeki sermaye hareketleri, brüt döviz rezervleri, döviz kuru ve faiz oranları üzerindeki etkisi değerlendirilecektir.

2. REZERV OPSİYON MEKANİZMASI (ROM)

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), bankaların Türk Lirası (TL) zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkan tanıyan bir uygulamadır. Bu

imkanın hangi ölçüde kullanılabileceği rezerv opsiyonu oranı ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek YP veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise *rezerv opsiyonu katsayısı* (ROK) olarak tanımlanmıştır (Alper vd, 2012;1). ROM ile bankalara döviz varlıklarını Türk lirası likidite ihtiyaçlarını karşılamak için belli oranlarda kullanabilme imkanı sunmaktadır. Böylelikle bankalar, Türk lirası zorunlu karşılıkları tesis etmede esneklik kazanmakta ve gönüllü olarak döviz rezervi biriktirmektedir (TCMB, 2013;16). Rezerv Opsiyon Mekanizması ile bankalar bir yandan zorunlu karşılıkların bir kısmını döviz olarak tutarak hem TL gereksinimini giderecek, hem de ekonomik birimlere daha fazla kredi verebilecektir. Bir başka avantajda döviz varlıklarını artırarak döviz spekülasyonlarına karşı daha dayanıklı hale gelmiş olacaktır. Bu da bankaların risklerinin azaltılması yönünde olumlu bir katkısı olacaktır. Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde yabancı para kaynaklarının maliyetinin TL kaynaklarının maliyetine göre düştüğünden eşik ROK artacak ve bankalar TL zorunlu karşılıklarının daha yüksek oranını yabancı para cinsinden tutma eğiliminde olacaktır. Dolayısıyla yurt içine giren dövizin bir kısmı bankalarca zorunlu karşılıkların tesisinde kullanılmak üzere TCMB nezdinde bulunan hesaplara aktararak piyasadan çekilmiş olacaktır. Böylece TL üzerindeki değerlenme baskısı da azaltılmış olacaktır (Alper vd, 2012;5).

Sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemlerde ise yabancı para kaynaklarının maliyeti TL kaynaklarının maliyetine göre artmakta ve yurt dışı fonlara erişim zorlaşmaktadır. Bankalar ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin en azından bir kısmını rezerv opsiyonu kullanımlarını azaltmak suretiyle elde etme yoluna gidebilecektir. Bu durumda TL üzerindeki değer kaybetme yönlü baskı kısmen hafifletilmiş olacaktır. Rezerv opsiyonunun kullanımının azaltılması bankaların zorunlu karşılıkların daha büyük bir kısmını TL kaynaklarla tesis etmeleri anlamına geleceğinden TL likidite talebini artıracaktır. Ancak ortaya çıkacak TL likidite ihtiyacı aynı tutarda dövizin merkez bankasınca doğrudan piyasaya satıldığı duruma göre daha az olacaktır. Sonuç olarak ROM, hem döviz kurunun hem de piyasa likiditesinin oynaklığını sınırlama potansiyeli taşımaktadır (Alper vd, 2012;5).

Otomatik dengeleyici olarak çalışması beklenen ROM, sermaye akımlarının yurt içi piyasalar üzerinde oluşturduğu döviz kuru oynaklığını düşürmekte ve bu nedenle faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmen azaltmaktadır. ROM ile;

- Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yaratabileceği oynaklık azalmakta,
- TCMB brüt döviz rezervleri güçlenmekte,
- Bankalara likidite yönetimlerinde esneklik sağlanmakta,
- Kredilerin sermaye hareketlerine olan duyarlılığı azalmakta,
- Bankalara kendi optimizasyonunu yapabilme imkanı sağlamaktadır (TCMB, 2013;16).

3. İKTİSAT LİTERATÜRÜNDE REZERV OPSİYON MEKANİZMASI (ROM) EKONOMİK ETKİLERİ

Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Ayrıca kuruluş kanunumuz bankamızı, finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almakla da görevlendirmiştir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar birbirlerini tamamlayıcı iki önemli hedefdir. Merkez Bankası Türkiye'de finansal istikrardan sorumlu kurumlardan biridir. Merkez Bankası, gözetim ve denetimden sorumlu diğer kurumlardan farklı olarak finansal istikrara makro açıdan bakmaktadır (TCMB, 2010;4). Küreselleşen dünyada teknolojinin hızla gelişimi ve hem ulaşım, hem de iletişim araçlarının yaygınlaşarak gelişmesi uluslararası piyasalarda sermaye hareketlerinin, hareketlilik kabiliyetini de geliştirmiştir. Sermaye hareketlerinin, hem hareketlilik seviyesi, hem de hacimsel etkileri ekonomilerde ani şoklar yaratabilmektedir. Bu nedenle son yıllarda merkez bankalarının bu şoklara karşı politikalar geliştirme zorunluluğu arttığından yeni para politikaları meydana gelmiştir. Bu etkilerden sıklıkla etkilenen Türkiye ekonomisinde de TCMB'nin oluşturduğu "Rezerv Opsiyon Mekanizması" uygulaması yeni ve etkili bir uygulama olmuştur. İktisat literatüründe de bu uygulanan yeni para politikası uygulaması üzerine yeni fikirler ileri sürülmektedir.

Eğilmez; Rezerv Opsiyon Mekanizması için bankaların TL mevduatı için TCMB'ye yatırmak zorunda oldukları zorunlu karşılıkların bir bölümünü yabancı para veya altınla ödemelerine izin verilmesi bankalar açısından TL likiditesini artırdığını ifade etmektedir. Günlük işlemlerini ağırlıklı olarak TL ile yapan bankalar açısından TL fonlama maliyeti de düşmektedir. Bu uygulamanın bankaların dışarıdan daha ucuza yabancı para borçlanmalarını teşvik etmesi gibi bir etkisi de söz konusu olmaktadır. Bu uygulamanın TCMB açısından yararı ise başlıca iki nokta ortaya çıkmaktadır. birincisi TCMB bu yolla döviz rezervlerini artırmış olmaktadır. ikincisi ise bankaların getirdiği dövizlerin TCMB'de toplanması sonucu para ikamesinin etkisi düşürülmektedir (Eğilmez, 2012;1).

Çetin'e göre TCMB'nin 2011 sonlarından itibaren uygulamaya konan yeni politika karmasının yabancı para rezervleri üzerinde olumlu etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Yabancı para rezervlerinin istenen seviyede olması ülke ekonomisinin dış şoklara karşı kırılğanlığını azaltacağını ileri sürmektedir (Çetin, 2016;99).

Küçüksaraç ve Özel; Rezerv Opsiyon Mekanizması ile Türk lirasının döviz ve altın fiyatları karşısında oynaklığının düşürülebileceği düşüncesindedirler. Yaptıkları çalışmada elde ettikleri ampirik bulgulara göre, TCMB'nin Türk lirası zorunlu karşılıklarını döviz/altın cinsinden tesis etme imkanını kullanmasının optimal olduğu sonucuna varmışlardır (Küçüksaraç & Özel, 2012;28-29).

Ergin ve Aydın'a göre; Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Türk lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir kısmını döviz ve altın cinsinden tesis etmesi, yaşanması muhtemel bir kriz noktasında finansal yapının daha güçlü ve dirençli olmasını sağlamaktadır. Bunun yanı sıra, döviz rezervleri güçlenmekte ve kurlarda yaşanan oynaklık minimize edilmektedir. Yeni para politikası aracının sağlamış olduğu bu faydalar sayesinde finansal istikrar üzerinde olumlu bir etki yarattığı söylenebilir. Diğer önemli bir avantajı ise yastık altı birikimlerin ekonomiye kazandırılmasıdır. Böylece tasarrufların ülke ekonomisine dahil olacak ve yatırımlara dönüşmesine imkan sağlayacaktır (Ergin & Aydın, 2017;73).

Alper vd. ise; ROM'un makroekonomik ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda faydalı bir mekanizma olarak kullanılabilmesine işaret etmektedirler. ROM özellikle sermaye girişlerinin döviz kuru ve yabancı para cinsi krediler üzerindeki olumsuz yansımalarını TL faizleri sınırlı ölçüde veya hiç etkilenmeden azaltılabilmesi bakımından benzer diğer araçlara göre öne çıkmaktadır. Yalnız ROM kullanım açısından yeni bir uygulama olduğundan zaman sürecinde testlerden geçtiği zaman etkinliği görülebilir düşüncesindedirler (Alper vd. 2012;14).

Tuna vd. göre TCMB tarafından oluşturulmuş ve bir finans mühendisliği olarak tanımlanan ROM'un bankalara maliyet avantajı sağladığını ileri sürmektedirler ve yaptıkları çalışmada bankalar üzerinde 2.485.168.520 TL değerinde bir maliyet avantajı sağladığını bulmuşlardır (Tuna vd, 2015;231).

Öner & Öner'e göre (2016), Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının ekonominin geneline sağladığı avantajlar dışında, bankalar için en önemli avantajı sağladığı maliyet azalışıdır. En yüksek TL mevduat hacmine sahip yedi Türk bankasına ilişkin verilerin incelendiği çalışmada, söz konusu bankaların Rezerv Opsiyonu Mekanizmasını kullanmadan önce ve Rezerv Opsiyonu Mekanizmasını optimal düzeyde kullandıktan sonra karşı karşıya kaldıkları maliyet rakamları karşılaştırılmaktadır. Bu iki durum, güncel Rezerv Opsiyonu Oranı, Rezerv Opsiyonu Katsayısı ve piyasa borçlanma faiz oranlarına göre değerlendirildiğinde, Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının tüm bankalar için ortalama % 88 oranında maliyet avantajı sağladığı görülmektedir (Öner & Öner, 2016;31).

4. REZERV OPSİYON MEKANİZMASI (ROM) NASIL ÇALIŞIR?

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin yüksek seviyelerde seyretmesi ve risk iştahındaki aşırı oynaklık para politikasında esnek bir yapının korunmasını gerektirmektedir. Uygulanan faiz koridoru sistemi, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve ekonomi geneli üzerindeki olumsuz yansımalarının yumuşatılmasına katkıda bulunmaktadır. Bu doğrultuda, küresel görünümdeki belirsizlik ve sermaye akımlarındaki oynaklık devam ettiği sürece faiz koridoru aktif bir politika aracı olarak kullanılacaktır. Bunun yanı sıra, bir haftalık repo ihaleleri, zorunlu karşılıklar ve diğer likidite araçları da fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik riskleri dengelemek amacıyla kullanılmaya devam edecektir (TCMB, 2011;8). TCMB'nin 2011 yılından itibaren geliştirdiği ve uygulamaya koyduğu, Rezerv Opsiyon Mekanizması ise; bankaların mevduatlarının merkez bankası nezdinde bulundurulması gereken zorunlu karşılıklarının ne kadarının döviz (Euro-Dolar) veya altın cinsinden tutabileceğini belirlemektedir. Rezerv opsiyon uygulamasını seçen bankalar için zorunlu karşılıklarını döviz veya altın cinsinden tutabilecekleri üst sınırı belirlemektedir. Başka bir ifadeyle; Birim TL zorunlu karşılık karşılığında tutulabilecek yabancı para ve altın karşılığını belirleyen katsayıdır. Şu anki uygulamada bankalar TL cinsinden tutacakları zorunlu karşılıkların % 60' ını döviz cinsinden, %30' unu altın cinsinden tutabilmektedirler. Bankaların % 60' lık kısmın tamamını kullanmaları ROM'un kullanım oranının %100 olduğu anlamına gelmektedir. Bir örnekle açıklamak gerekirse; Zorunlu karşılık olarak ayrılması gereken 100 TL' nin banka tarafından 60 TL'lik kısmının yabancı para olarak tutulduğunu ve ROK'un 1 olduğunu farz edelim. (1 TL'ye karşılık gelen tutarda yabancı para) USDTRY 3,0000 olsun her 100 TL' de 60 TL yerine dolar tutmak isteyen banka 60:3=20 USD zorunlu karşılık ayıracaktır. Başka bir deyişle banka 100 TL' lik zorunlu karşılık yükümlülüğünün 60 TL' sini 20 dolar olarak karşılayabilir. ROK 1' den 2' ye yükseltilirse bankalar her 1 TL için 2 TL karşılığı döviz tutmak zorunda olacaklar.

Bu örnekte banka ROK 2 olduğunda 100 TL' lik zorunlu karşılık yerine 120 TL'lik dolar tutacaktır $120:3=40$ Dolar zorunlu karşılık ayıracaktır. Bu katsayı rezerv oranına göre değişebilir (Alper vd. 2012;28).

TCMB, 6 Kasım 2017 Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı: 2017-44.

Son dönemde piyasalarda ekonomik temellerle uyumlu olmayan sağlıklı fiyat oluşumları gözlenmektedir. Bu durum dikkate alınarak, fiyat istikrarına ve finansal istikrara destek sağlanması maksadıyla rezerv opsiyonu mekanizması kapsamında döviz imkânına ilişkin üst sınır ile dilim aralıklarında değişiklik yapılmıştır. Buna göre, rezerv opsiyonu mekanizması kapsamında döviz imkân oranı üst sınırı yüzde 60'tan yüzde 55'e düşürülmüş, tüm dilim aralıkları da 5'er puan aşağı çekilmiştir.

Tablo;1. TCMB Zorunlu Karşılıklar Tablosu

Mevcut Döviz Tesisi İmkan Dilimleri (%)	Yeni Döviz Tesisi İmkan Dilimleri (%)	Rezerv Opsiyon Katsayısı
0-30	0-25	1,0
30-35	25-30	1,4
35-40	30-35	1,7
40-45	35-40	2,1
45-50	40-45	2,5
50-55	45-50	2,9
55-56	50-51	3,7
56-57	51-52	3,9
57-58	52-53	4,1
58-59	53-54	4,3
59-60	54-55	4,5

Kaynak: TCMB, 6 Kasım 2017 Zorunlu Karşılıklara ilişkin basın duyurusu

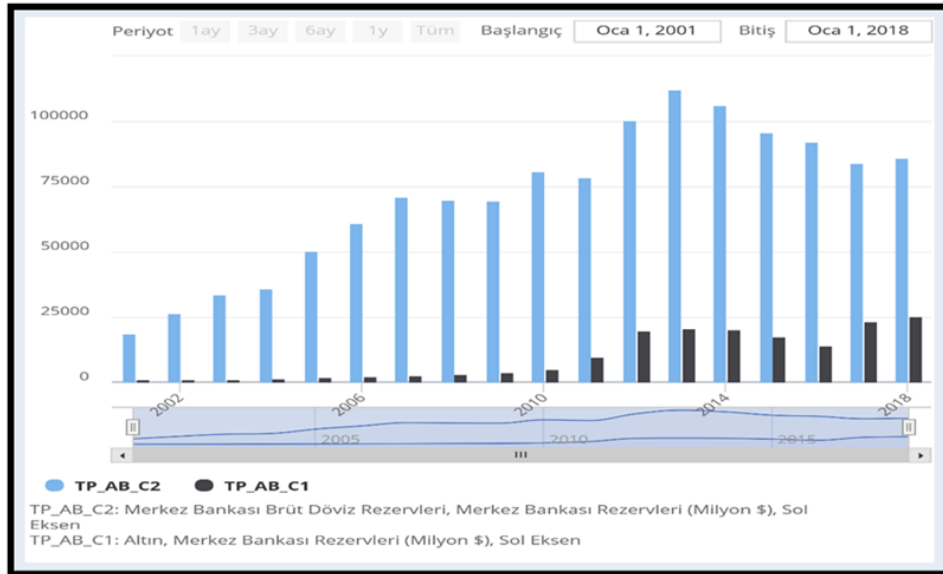
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/93875a20-d6bd-4318-b724-016f12d5422d/DUY2017-](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/93875a20-d6bd-4318-b724-016f12d5422d/DUY2017-44.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-93875a20-d6bd-4318-b724-016f12d5422d-m3fC9im)

[44.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-93875a20-d6bd-4318-b724-016f12d5422d-m3fC9im](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/93875a20-d6bd-4318-b724-016f12d5422d-m3fC9im)

5. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE UYGULANAN REZERV OPSİYON MEKANİZMASININ DÖVİZ REZERVLERİNE ETKİSİ

2011'den itibaren merkez bankasının uygulamaya başladığı rezerv opsiyon mekanizmasının amacı merkez bankası brüt döviz rezervlerinin artırılmasını sağlamak, sermaye giriş ve çıkışlarının yükseldiği dönemlerde döviz pozisyonlarını güçlendirmektir. Aşağıdaki grafikteki veriler incelendiğinde altın ve döviz rezervlerinin yükselişi bu amaca yaklaşıldığı görülmektedir. Grafikten de görüldüğü gibi 2002'den 2010'a kadar brüt döviz rezervleri (altın dahil) çok yüksek olmamasına rağmen 2010'dan itibaren (yani rezerv opsiyon mekanizmasının kullanılmaya başlamasından sonra) sürekli yükseldiği açıkça görülmektedir. 2011'den itibaren sürekli yükselen döviz ve altın rezervleri 2013'te en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

2014'ten sonra ise bir miktar düşüş olsa da 2018'de tekrar yükselişe geçtiği görülmektedir. Türkiye ekonomisindeki bankaların TL mevduatlarının belirli kısmını dövize bağlı zorunlu karşılık olarak merkez bankasında bulundurulması, altın ve döviz rezervlerinin artması açısından başarılı bir uygulama olduğunu göstermektedir.



Grafik: 1. TCMB Döviz ve Altın Rezervlerinin Gelişimi (2002-2018) Kaynak; TCMB seçilmiş grafikler.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Secilmis+Grafikler>

Türkiye ekonomisinde para politikalarına yön veren merkez bankası 2000'lerden itibaren ilk hedef olarak ele aldığı enflasyon hedeflemesi rejimi altında uyguladığı alternatifli politikalarla ekonomideki dengesizlikleri asgari düzeyde tutmaya çalışmaktadır. Özellikle 2008 küresel krizden sonra dünya genelinde ortaya çıkan sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki olumsuz etkileri merkez bankalarına fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın da dikkatle takip edilmesi gerektiği politikalar olmuştur. Türkiye'de gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer aldığından ve ekonomisi sürekli cari açık verdiği için ödemeler dengesinde önemli bir yeri olan döviz rezervlerinin kontrolü yine merkez bankasının önemli görevleri arasında yer almıştır. Çünkü sürekli açık veren cari işlemler dengesi dış borç gereksinimini de sürekli hale getirmektedir. Ülke döviz rezervleri dış ödemeler dengesi açısından önemli olduğu için portföy yatırımlarıyla finanse edilen cari işlemler dengesi dışsal ve içsel şoklara karşı kırılgan bir yapı oluşturmakta ve ülke faiz oranlarını da doğrudan etkilemektedir. Aşağıdaki tablo;2'de Türkiye ekonomisinin 2002'den 2018'e kadar toplam brüt dış borç stokunu ve bu toplam dış borç içindeki kısa ve uzun vadeli dış borç yapısını, TCMB'nin brüt döviz rezervlerini, yıllara göre döviz kurlarının değişimini (Euro & dolar) göstermektedir. İlk olarak ülkenin toplam dış borcuna bakmak gerekirse 2002'den itibaren sürekli artmış ve 2002'de 129.601,00 (milyon dolar) den 2017 sonu itibariyle 453.207,00'e ulaşmıştır. Yaklaşık dört kat büyüyen bir dış borç miktarı vardır. Bu toplam dış borç yükü içinde önemli olan kısım kısa vadeli dış borç yükünün miktarıdır. Çünkü kısa vadeli dış borç yükü merkez bankasının brüt döviz rezervleriyle olan ilişkisi ekonomide kırılganlıklara neden olmaktadır. Kısa vadeli dış borç stokunu servis eden asıl kısım merkez bankasının brüt döviz rezervleridir. Eğer merkez bankasının brüt döviz rezervleri yetersiz görüldüğünde uluslararası finans aktörleri portföy yatırımlarını dışa yönelik hareketlendirecek ve ülke içinde döviz kuru oynaklıklarına neden olacaktır. Merkez bankaları bu spekülasyon atakları önce piyasaya döviz sürerek karşılamaya çalışacaklardır. Eğer döviz rezervleri zayıfsa bu yeterli olmayacak ve en son çare olarak faiz oranlarının yükselişiyle bu hareketlenme durdurulabilecektir.

Yukarıda açıklanan rezerv opsiyon mekanizması merkez bankalarının brüt rezerv oranlarını yükselttiğinden bu tür spekülasyon ataklarda merkez bankalarını daha dayanıklı hale getirdiği kuşkusuzdur. Fakat Türkiye gibi sürekli cari işlemler hesabı açık veren ülkeler için bu uygulama ne kadar dayanıklıdır. Ülke dış borcu sürekli arttıkça ve kısa vadeli borç yapısı da aynı oranda yükseldiğinde kırılganlıklar artacak ve merkez bankasının zorunlu TL rezervleri için geliştirdiği döviz ve altına çevrilen rezerv opsiyon mekanizması da yeterli olmayabilir.

Aşağıdaki tablo;2'de kısa vadeli dış borçlar ile merkez bankası brüt döviz rezervleri karşılaştırıldığında 2002'den 2010'a kadar rezervler kısa vadeli dış borç yükünden fazla olduğu görülmektedir. 2011'den itibaren rezerv opsiyon mekanizması uygulamaya konulmuş olmasına rağmen merkez bankasının brüt döviz rezervleri, kısa vadeli dış borç stokunun gerisine düşmüş ve 2018'e kadar ikisi arasındaki negatif fark yükselmiştir. 2018 yılının ilk üç ayı itibariyle kısa vadeli borç stoku 122.852,00 (milyon dolar) iken, brüt döviz rezervleri toplamı 86.070,00 (milyon dolar) olmuştur. Yani kısa vadeli borç stokunu karşılayacak bir döviz rezerv stoku yoktur. Bu durum ekonomide kırılganlıklar yaratabilecek bir durumdur. 2002'den 2018'e kadar zaman zaman ekonomide görülen spekülasyon sermaye hareketleri ekonomide dalgalanmalar yaratmakta ve bu dalgalanmalar hem döviz kurlarını, hem de ekonomideki gösterge faiz oranlarını olumsuz etkilemektedir. Yine aşağıdaki tabloda ülke içinde spekülasyon dalgalanmalar sonucunda oluşan döviz kuru değişimleri öne çıkmaktadır. 2007'ye kadar Dolar kuru 1,19'a Euro ise 1,72'ye kadar düşmesine rağmen 2008'de küresel krizin etkisiyle (dışsal şoklara bağlı) Dolar; 1,56'ya, Euro;2,03'e çıkmıştır. 2010 sonuna kadar dünyada uygulanan genişlemeci politikalar sermaye hareketlerini artırmış ve yeniden Türkiye ekonomisini fonlayan yabancı sermaye hareketleri döviz kurlarını geriye çekmiştir. 2011'den itibaren ülke içindeki brüt döviz rezervlerinin kısa vadeli borç seviyesinin altında kalması, risk iştahını artırdığından zaman zaman tersine spekülasyon atakların yaşanmasına neden olmuş ve her yaşanan dalgalanmalar döviz kurlarının ve faiz oranlarının yükselişiyle sonuçlanmıştır.

Tablo 2: Türkiye Ekonomisinde Temel Ekonomik Veriler (2002-2018)

Tarih	Toplam brüt dış borç stoku	Kısa vadeli dış borç stoku	Uzun vadeli dış borç stoku	TCMB Döviz Rezervleri	USD Döviz Kuru	EURO Döviz Kuru
2002	129.601,00	16.424,00	113.177,00	26.725,00	1,62	1,62
2003	144.172,00	23.013,00	121.159,00	33.639,00	1,44	1,72
2004	161.154,00	32.203,00	128.951,00	36.006,00	1,44	1,87
2005	170.775,00	38.914,00	131.861,00	50.518,00	1,36	1,61
2006	208.002,00	42.853,00	165.149,00	60.845,00	1,46	1,88
2007	249.925,00	43.142,00	206.783,00	71.263,00	1,19	1,72
2008	280.832,00	52.512,00	228.320,00	70.075,00	1,54	2,03
2009	268.753,00	48.977,00	219.776,00	69.631,00	1,49	2,20

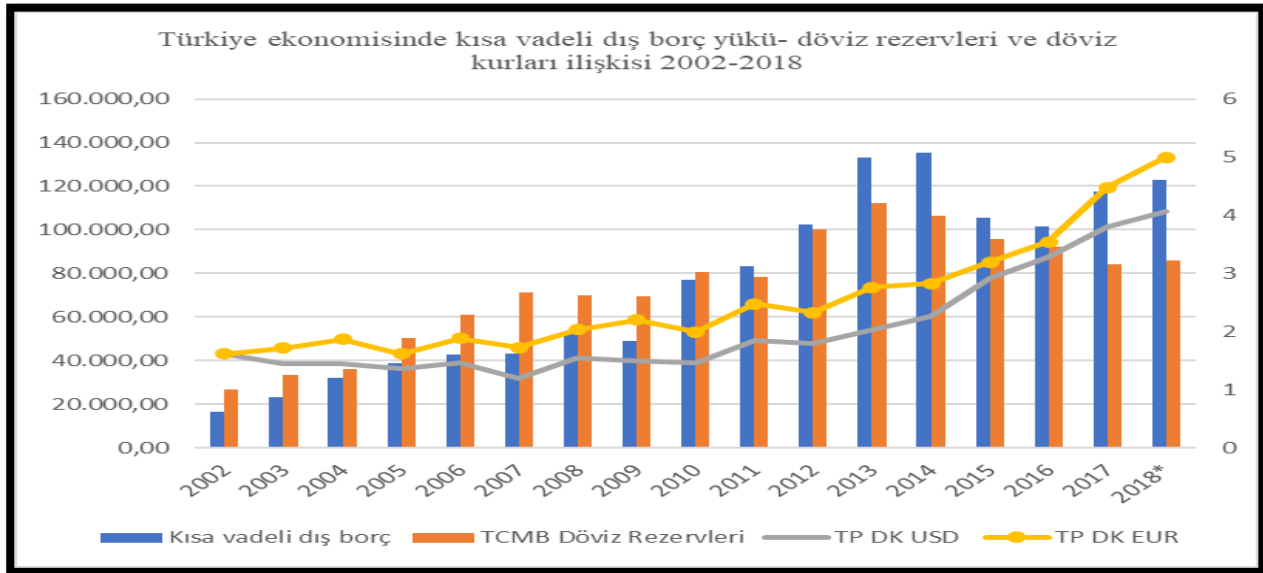
2010	291.694,00	77.232,00	214.462,00	80.696,00	1,46	1,99
2011	305.300,00	83.107,00	222.193,00	78.330,00	1,84	2,48
2012	341.932,00	102.439,00	239.493,00	100.320,00	1,79	2,33
2013	392.389,00	133.283,00	259.106,00	112.002,00	2,03	2,76
2014	405.019,00	135.147,00	269.872,00	106.314,00	2,27	2,83
2015	399.459,00	105.375,00	294.084,00	95.703,00	2,91	3,19
2016	408.195,00	101.489,00	306.706,00	92.050,00	3,28	3,54
2017	453.207,00	117.711,00	335.496,00	84.110,00	3,80	4,48
2018*		122.852,00		86.070,00	4,06	4,99

Kaynak: TCMB, istatistikler sayfasından oluşturulmuştur.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler>

6. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE KISA VADELİ DİŞ BORÇ YÜKÜ, BRÜT DÖVİZ REZERVLERİ, DÖVİZ KURU DEĞİŞİMLERİ VE TCMB GECELİK FAİZ ORANLARI İLİŞKİSİ

2011'den itibaren uygulamaya konan rezerv opsiyon mekanizması ve TCMB bilançosunun ödemeler dengesi açısından dayanıklılık oluşturması beklenen brüt döviz rezervlerinin yükselmesi, ekonomide beklenen etkiyi gösteriyor mu sorusuna bir başka karşılaştırmayla da bakılabilir. Aşağıdaki Grafik; 2'ye bakıldığında istenilen hedeflere ulaşıldığını söylemek zordur. Grafik; 2'de görüldüğü üzere mavi sütunla gösterilen kısa vadeli dış borç seviyesi, sarı sütunla gösterilen merkez bankası brüt döviz rezervleri aynı doğrultuda artmakta fakat, brüt döviz rezervleri, kısa vadeli dış borç yükünün gerisinde kalmaktadır. Döviz kurlarındaki oynaklık hem dışsal şoklara bağlı hem de döviz rezervlerinin düşmesine bağlı oynaklıkları olduğu sarı çizgiyle anlaşılmaktadır. Özellikle 2016 sonrası döviz kuru oynaklıklarında döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borç yükünün altında kalması etken olarak öne çıkmaktadır.



Grafik 2: Türkiye Ekonomisinin Kısa Vadeli Dış Borç Yükü-Brüt Döviz Rezervleri ve Döviz Kuru Değişimleri İlişkisi 2002-2018

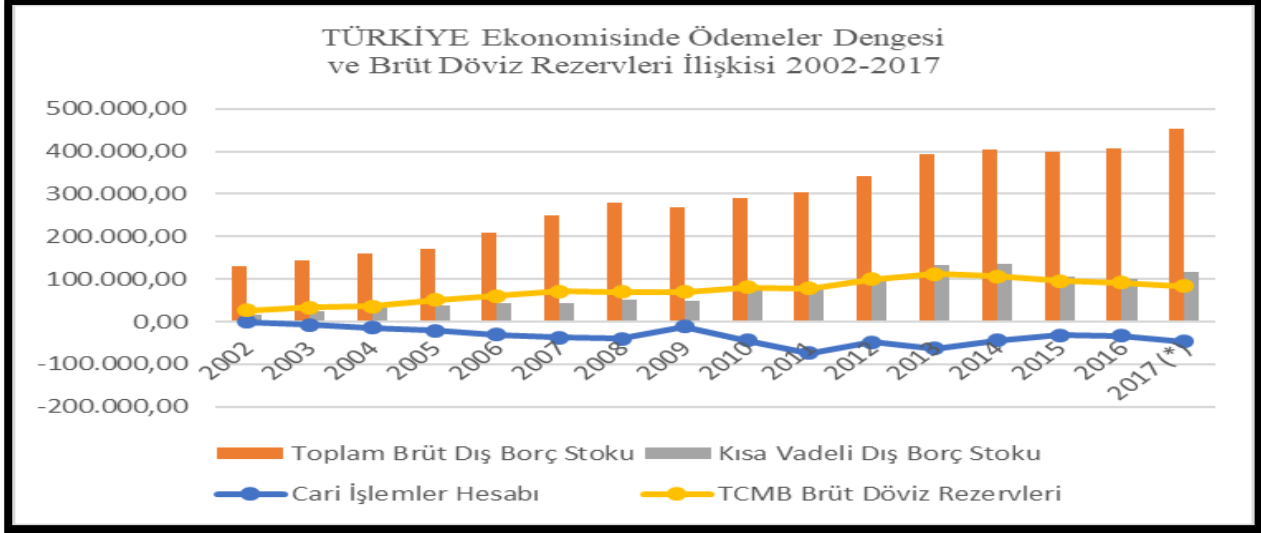
Kaynak: TCMB, istatistikler sayfasından oluşturulmuştur.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler>

7. CARİ İŞLEMLER HESABI, BRÜT DÖVİZ REZERVLERİ, KISA VADELİ DİŞ BORÇ STOKU, TOPLAM DİŞ BORÇ STOKU

Bir başka değerlendirme verileri Türkiye ekonomisinin yıllardan beri çözemediği dış ticaret açığına dayalı sürekli artan cari işlemler hesabının açık pozisyonudur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası her ne kadar rezerv opsiyon mekanizmasını işleterek brüt döviz rezervlerini yükseltmeye çalışsa da ülkenin sürekli yaşadığı cari işlemler hesabındaki açık pozisyonu ülke içi rezervlerinin para politikası üzerindeki etkisini sınırlamaktadır. Çünkü ekonominin sürekli cari işlemler hesabının açık pozisyonu ülkenin dış borç gereksinimini artırmaktadır. Borçlanma gereksinimi artması ekonomideki faiz yükünü artırmakta ve faize duyarlı bir hale getirmektedir. Ülke ekonomisinin borçlanma gereksinimi faizleri yükseltmekte ve portföy yatırımlarının (kısa vadeli yatırımlar) ülkeye girişini hızlandırmaktadır. Ülkeye akan kısa vadeli sermaye hareketleri merkez bankasının geliştirdiği rezerv opsiyon mekanizmasıyla sterilize edilmesine rağmen, kısa vadeli dış borç yükü, brüt döviz rezervleri üzerinde zaman zaman baskı unsuru oluşturabilmektedir. Aşağıdaki Grafik;3'de cari işlemler hesabının 2002-2017 arasındaki seyri görülmektedir. Grafikteki diğer

göstergeler ise toplam dış borç stoku ve bu toplam borç stoku içindeki kısa vadeli dış borç seviyesi, TCMB'nin brüt döviz rezervleri görülmektedir. Grafik; 3'te de görüldüğü gibi, cari işlemler hesabındaki açık arttığı zaman toplam dış borç yükü de artmaktadır. 2009'dan 2017'ye kadar zaman zaman cari açık azalmasına rağmen toplam dış borç yükü artmaya devam etmiştir. Toplam borç seviyesindeki yükseliş kısa vadeli dış borç seviyesiyle doğru orantılı olarak seyretmektedir. TCMB'nin brüt döviz rezervleri ise 2013'ten itibaren kısa vadeli dış borç seviyesinin gerisinde kalmıştır. Merkez bankasının portföy yatırımlarına bağlı sermaye girişlerine rağmen rezerv opsiyon mekanizmasıyla kontrol etmeye çalıştığı döviz rezervleri bu grafikten de anlaşıldığı gibi para politikaları açısından çok etkili olmadığı görülmektedir.



Grafik 3: Türkiye Ekonomisinde Ödemeler Dengesi ve Brüt Döviz Rezervleri İlişkisi 2002-2018.

Kaynak: TCMB, istatistikler sayfasından oluşturulmuştur.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistiklerhttp://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler>

8. SONUÇ

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2011 yılından itibaren uygulamaya koyduğu ve bir finans mühendisliği olarak adlandırılan, bankaların TL mevduatlarının belirli oranlardaki zorunlu karşılık oranlarını, altın veya döviz olarak tutulma imkanı, brüt döviz rezervlerinin artmasında etkin bir rol üstlenmiştir. Ve bu uygulama, rezervlerin yükselmesi açısından başarılı bir politika olarak görülmektedir. Fakat ülke ekonomisine yönelik sermaye giriş ve çıkışları yaşandığı dönemlerde ise döviz kurlarının ve faiz oranlarının yükselişine engel olamamıştır. 2000'li yıllardan beri önce örtük enflasyon modellemesi ile sonra açık enflasyon hedeflemesi rejimine göre fiyat istikrarına öncelik veren para politikalar ilk yıllarda başarıyla sürdürülmesine rağmen 2008 yılında yaşanan küresel dünya kriziyle finansal istikrarı da öncelleyen politikalar geliştirilmiştir. Rezerv opsiyon mekanizması da bu politikalarından biridir. 2011'de başlayan ve halen sürdürülen rezerv opsiyon mekanizması merkez bankasının araç bağımsızlığı koşulu altında günlük, haftalık veya aylık para politikalarında bir ekonomik güç unsuru gibi görünmesine rağmen, ülke ekonomisinin üretim yapısının ithalata bağımlılık seviyesini yüksek olması, ihracatın artışının ithalatı da artırması cari işlemler dengesindeki açığın büyümesine neden olmakta, bu açık kısa vadeli portföy yatırımlarıyla fonlanmakta ve bu kısa vadeli sermaye hareketleri de ülke ekonomisi üzerinde olumsuz baskılara neden olmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomisine giriş sürecinde TL değerlenmesine neden olmaması ve brüt döviz rezervlerinin artması için geliştirilen rezerv opsiyon mekanizması, ülke dış borçlanma seviyesinin yükseldiği durumlarda faiz artışlarına ve döviz kuru yükselişlerine çözüm olmamıştır. Çünkü 2*10'larla birlikte kısa vadeli borç seviyesi, brüt döviz rezervlerinin üstünde seyreden ülke ekonomisi, sıklıkla spekülasyon sermaye hareketlerine neden olmakta ve merkez bankası bu atakları rezervlerle karşılama gayretine girse de sonuçta hem döviz kuru yükselişlerine, hem de faiz yükselişlerine neden olmaktadır. Yukarıdaki tablolar ve grafiklerden de bu açıkça görülmektedir. Sonuç olarak TCMB'nin geliştirdiği rezerv opsiyon mekanizması döviz rezerv pozisyonu açısından olumlu fakat ülke ekonomisindeki makro ekonomik yapıdaki olumsuzluklardan dolayı kırılabilirlikleri, döviz kurunu kontrol etme gücünü ve faizler üzerindeki kontrol gücünü etkilemekte yetersiz kalmaktadır.

KAYNAKÇA

ALPER, K. & KARA, H. & YÖRÜKOĞLU, M. (2012). TCMB Ekonomi Notları sayı: 2012-28.

EĞİLMEZ, M. (2012). “Rezerv Politikası ve Rezerv Opsiyon Katsayısı” Kendime Yazılar.

<http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/karsiklar-politikas-ve-rezervopsiyon.html>

ERGİN, A. & AYDIN, H. İ. (2017). “Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Bir Araç; Rezerv Opsiyon Mekanizması” Batman University Journal of Life Sciences, Volume 7, Number 1/1 (2017). <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/313227>

EROĞLU, N. (2011). Türkiye’de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi, DER Yayınları, İstanbul. ISBN 978-975-353-327-0.

ÇETİN, M. Ö. (2016). “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi” Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt 8, Sayı 14, ISSN 1309-1123, ss. 67-101.

KÜÇÜKSARAÇ, D. & ÖZEL, Ö. (2012). Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması, TCMB Çalışma Tebliği No:12/32.

ÖNER, S. & ÖNER H. (2016). “Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Sağladığı Maliyet Avantajı”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı: 2016 / 1, 22-33. <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/270110>

TUNA, A. & ÖNER, S. & ÖNER, H. (2015). Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Optimal Kullanımı ve Türk Bankacılık Sektörü Açısından Maliyet Analizi, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt:29, Sayı:2, 2015. ERZURUM.

TCMB, 2010 YILINDA PARA VE KUR POLİTİKASI, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 10 Aralık 2009. ANKARA.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikası+Metinleri/>

TCMB, 2010. PARA POLİTİKASI ÇIKIŞ STRATEJİSİ, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 14 Nisan 2010. ANKARA.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikası+Metinleri/>

TCMB, 2011 YILINDA PARA VE KUR POLİTİKASI, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 21 Aralık 2010. ANKARA.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikası+Metinleri/>

TCMB, 2012 YILINDA PARA VE KUR POLİTİKASI, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 27 Aralık 2011. ANKARA.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikası+Metinleri/>

TCMB, 2017 PARA VE KUR POLİTİKASI, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 6 Aralık 2016. ANKARA.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/98d77cc4-690c-4d79-a79f-a48025077900/2017ParaveKur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-98d77cc4-690c-4d79-a79f-a48025077900-m3fB7u2>

TCMB, 6 Kasım 2017 Zorunlu Karşılıklara ilişkin basın duyurusu

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/93875a20-d6bd-4318-b724-016f12d5422d/DUY2017-44.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-93875a20-d6bd-4318-b724-016f12d5422d-m3fC9im>

TCMB, İstatistikler Sayfası.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler>

TCMB seçilmiş grafikler.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Secilmis+Grafikler>