

## Uluslararası Rezervlerde Çeşitlendirmenin Yönetimi

Suat AYDIN<sup>1</sup>

### Öz

1990'lı yıllarda artış hızı yükselen uluslararası rezervlerin toplam hacmi 15 trilyon Amerikan dolarını aşmıştır. Rezervlerin miktarı kadar, bu rezervlerin nasıl değerlendirileceği de önemli bir konu haline gelmiştir. Rezerv seviyesi düşükken risksiz devlet tahvili, fiziki altın ve kısa vadeli sabit getirili enstrümanlar gibi riski düşük kıymetlere yatırım yapan merkez bankaları için, artan rezervler, getiriyi de önemli bir husus haline getirmiş ve daha riskli ve karmaşık enstrümanlar yatırım evrenlerine dahil edilmeye başlanmıştır. Bu durum, ülke tasarruflarının verimli değerlendirmesine ek olarak finansal sistemin istikrarı açısından da dikkat edilmesi gereken bir konu haline almıştır. Bu çalışmada, uluslararası rezervlerin artan hacmiyle rezerv portföylerinde gözlenen çeşitlendirme ele alınmakta, çeşitlendirmenin faydaları yanında risklerine işaret edilerek politika önerilerinde bulunmaktadır.

**Anahtar kelimeler:** Rezerv yönetimi, portföy yönetimi, risk yönetimi, stratejik varlık tahsisi, yatırım evreni.

**Jel Kodları:** E58, F31, F33, G15, G23.

## Managing Diversification in International Reserves

### Abstract

International reserves volume, whose rate of increase has risen in the 1990s, exceeded 15 trillion USD in total. As much as the amount itself, how to invest these reserves has become an important issue. When the reserve levels were low, central banks preferred to invest in low-risk assets such as risk-free government bonds, physical gold and short-term fixed-income instruments. However, with the rapid increase in the reserve levels, returns became an important issue and the central banks began to include more risky and complex instruments into their investment universe. This is an issue that needs attention in terms of the stability of the global financial system in parallel with the efficient evaluation of the country's savings. In this study, observed diversification in the reserve portfolios is discussed, and policy recommendations are made by pointing out the risks with the benefits.

**Keywords:** Reserve management, portfolio management, risk management, strategic asset allocation, investment universe.

**Jel Codes:** E58, F31, F33, G15, G23.

<sup>1</sup> **Sorumlu yazar/Corresponding author:** Dr. Suat Aydın, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, suat.aydin@tcmb.gov.tr, ORCID: 0000-0002-3408-1537. Çalışmada yer alan görüşler yazarına aittir, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın görüşlerini yansıtmaz.

## 1. Giriş

Merkez bankaları 1990'lı yıllara kadar sınırlı miktarda rezerv tutmaktaydılar ve bunları Amerika Birleşik Devletleri ve Almanya Federal Cumhuriyeti devlet tahvilleri gibi risksiz kıymetlerde, fiziki altın, gecelik mevduat ya da çok kısa vadeli risksiz bonolarda değerlendirdiklerinden (Nugee, 1997), daha çok rezervlerin bekçisi konumundaydılar. Yaşanan küresel finansal krizler sonrasında merkez bankaları daha fazla rezerv tutmayı tercih ettiler. Otoritelerin, paralarının değerini düşük tutarak dış ticareti desteklemek gibi tercihlerinin de eklenmesiyle özellikle gelişmekte olan ekonomilerde uluslararası rezervler hızla arttı<sup>2</sup>. Rezervlerde artış, yatırım evrenlerinde genişlemeye neden oldu ve merkez bankaları daha yüksek getiri vaat eden, nispeten riskli ve daha önemlisi daha düşük likiditeyi haiz enstrümanlara da portföylerinde yer vermeye başladılar (Jones, 2018). Bir zamanlar yetersiz rezervlerin neden olduğu deflasyonu tartışan uluslararası finans yazını için artık tartışılması gereken konu, gelişmekte olan ülkeler için dahi, fazla rezervlerin nasıl değerlendirilmesi gerektiği haline geldi.

2008 kriziyle birlikte merkez bankaları için likidite ve risk tanımı değişmiş ve rezervler uluslararası piyasalar üstünde olumsuz bir dışsalılık oluşturmaya başlamıştır. Risk iştahları gerilerken likidite tercihleri hızla artan merkez bankalarının kendileri birer potansiyel risk unsuru olmuşlardır. Özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının hızla risksiz kıymetlere kaçması hem uluslararası bankacılık sistemi hem de görece riskli ülke tahvilleri üzerinde baskı oluşturmuştur (Morahan & Mulder, 2013)<sup>3</sup>. Buna bağlı olarak da rezervlerin yeterliliği kadar yönetim tarzının da finansal sistemin sağlığı açısından önemli bir unsur olduğu anlaşılmıştır. Varlık balonları, para politikası uygulamalarının zorlaşması, enflasyonist baskı, aşırı yatırım, büyük sermaye kaybı olasılığı ve sterilizasyon maliyetleri, rezervlerde aşırı artışın neden olabileceği riskler arasındadır. Kırılganlıkları tam olarak ifade edememek ve etkin çözüm önerilerinde bulunamamakla birlikte bu konuya Uluslararası Döviz Rezervi Yönetimi Kılavuzlarında (IMF, 2013; IMF, 2014) yer verilmiştir. Kılavuzlarda, stratejik varlık tahsisi ve varlık sınıflarının belirlenmesi esnasında, merkez bankalarının, plasman yaptıkları piyasaya nazaran büyüklüklerini göz önünde bulundurmaları gerektiğinin altı çizilmiştir.

Rezerv yönetiminin, alınacak yatırım ve likidite riskini sağlıklı bir biçimde tespit edebilmesi için rezerv tutmanın kurumsal ve iktisadi mantığını, bu rezervlere hangi koşullarda başvurulması gerekeceğini iyi anlamış olması gerekir. Rezervler temel olarak güvenlik ve işlem amacıyla tutulur. Öncelikle, sermaye çıkışları nedeniyle oluşabilecek aşırı kur dalgalanmalarını önlemenin ve gerektiğinde bankacılık sistemine acil likidite sağlayabilmenin kaynağıdır. Ayrıca, rezervler düzenli dış borç ödemelerinin gerçekleştirilebilmesi, hükümet adına ithalat ödemelerinin yapılabilmesi ve uluslararası piyasalardan borçlanmayı kolaylaştırma görevini de üstlenirler. Tutulması gereken rezerv miktarının belirlenmesinde, politika güvenilirliği, kur rejimi, yabancı paraya bağımlılığın derecesi, parasal işlemlerde kullanılabilen araç yelpazesi ve finansal sistemin şoklara karşı direnci gibi birçok husus etkilidir.

Uluslararası rezervlerin 1 trilyon Amerikan dolarına ulaşabilmesi neredeyse 1990'lı yılları bulmuşken toplam rezerv düzeyi 2020 yılı sonu itibariyle 15 trilyon Amerikan dolarını aşmıştır<sup>4</sup>. Bu artışın nedenleri ve haklı olup olmadığı çok tartışılmışsa da artan bu rezervlerin nasıl değerlendirilmesi gerektiğine ilişkin tartışmalar dar çerçevede kalmıştır. Halbuki miktarı kadar bu rezervlerin

---

<sup>2</sup> Bu yaklaşım yazında merkantilist güdü olarak isimlendirilmektedir.

<sup>3</sup> Bankacılık sistemi üzerindeki riskler Philman & Horn (2010), tahvil piyasalarına etkisi ise McCauley & Rigaudy (2011) tarafından incelenmiştir.

<sup>4</sup> 12 trilyon dolar gibi rakamlarla da karşılaştırılabilirse de hangi para birimlerinde olduğu açıklanmamış rezervler dahil edildiğinde toplam rakam 2020 yılı sonu itibariyle 15 trilyon Amerikan dolarından fazladır.

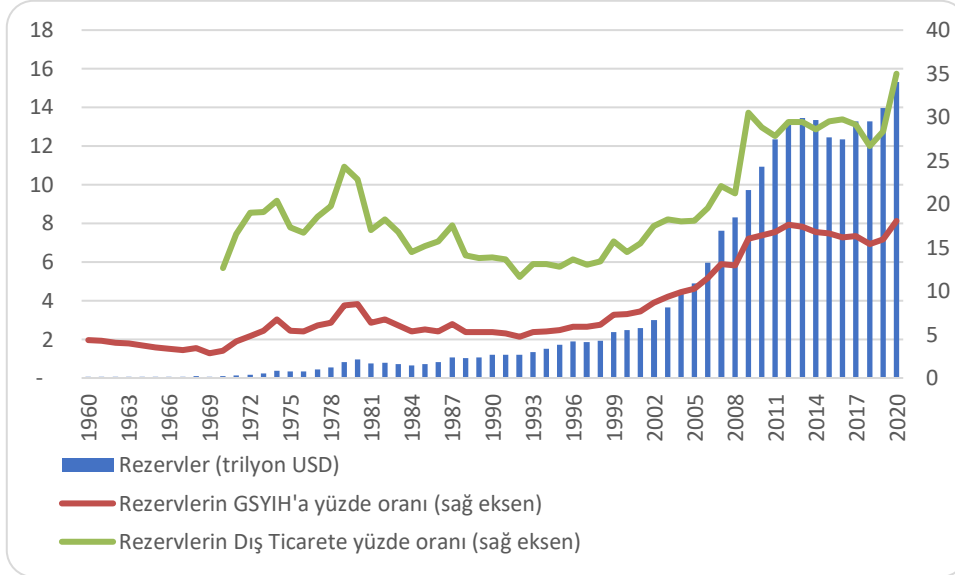
değerlendirilme tarzı da muhtemel sonuçları nedeniyle hem ilgili ülke hem de küresel istikrar açısından büyük önem taşımaktadır.

Rezervlerini klasik yöntemlerle değerlendirmeye devam eden merkez bankalarının milli servette ziyana neden oldukları ileri sürülebilir. Zira bu tasarrufların, amaçlarına hanel getirmeden, verimli kullanılması esastır. Diğer taraftan, fazla rezervlerin, sabit getirili devlet tahvili gibi klasik enstrümanlar dışında, piyasa hareketleri ile aynı yönde ve bazen piyasadan daha şiddetli oynaklıklar sergileyebilen yatırım araçlarında değerlendirilmesi durumunda ise istenilenin aksine, sadece rezervlerde kayba değil, krizlerin derinleşmesine de sebep olunabilir.

Bu çalışmada, tasarrufların tutulma amaçlarına hanel getirmeyecek biçimde verimli değerlendirilmesi ve piyasalarda ilave oynaklığa neden olunmaması için dikkat edilmesi gereken hususlar yönetim ve politika, stratejik varlık tahsisi, portföy ve risk yönetimi ve şeffaflık başlıkları altında ele alınmıştır. Çalışmaya merkez bankalarının neden çeşitlendirmeye gereksinim duydukları incelenerek başlanmakta ve sonrasında da söz konusu baskı altında rezerv yönetimi yapılırken dikkat edilmesi gereken hususlar detaylıca tartışılmaktadır.

## 2. Uluslararası rezervlerde çeşitlendirme gereksinimi

Bir trilyon dolar düzeyine 1987 yılında ancak ulaşabilen uluslararası rezerv hacmi 1998 krizine de 2 trilyon doların altında girmişken, bu kriz sonrasında uluslararası rezervler hızla artmış, sadece 5 sene içinde 2 katına ulaşmış, 2010 yılında 10 ve 2020 yılında da 15 trilyon Amerikan doları büyüklüğünü aşmıştır. Artış, küresel dış ticaret ve GSYİH artışını dahi katlamıştır (Şekil 1). Bu hızlı artış, rezerv yönetiminde iyileştirmeyi zorunlu kılmıştır<sup>5</sup>.



Kaynak: Uluslararası Para Fonu, Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı

Şekil 1. Uluslararası rezerv hacminde gözlenen değişim

<sup>5</sup> Eichengreen & Flandreau (2016), merkez bankaları rezerv yönetimlerinin sürekli bir dönüşüm içinde olduğunu fakat uluslararası piyasalarda yaşanan oynaklıklar nedeniyle bu dönüşümün zaman zaman aksayabildiğini ileri sürmektedir.

Merkez bankaları, güvenlik ve likidite güdülerinin yanına kazancı da eklemişler ve daha uzun vadeli veya karmaşık yapıyı haiz enstrümanlarla daha aktif bir rezerv yönetimi zorunlu hale gelmiştir. Daha önceleri sadece gecelik mevduat yapılır ve tahvil alınırken artık, faiz oranı türev enstrümanları, kredi riski içeren borçlanma araçları ve hatta hisse senetleri dahi yatırım evrenlerine girmeye başlamıştır. Hem getiri eğrisinde hem de varlık sınıfları arasında çeşitlendirme tercihi, rezervlerin likidite ve yatırım olarak iki ayrı dilim halinde yönetilmesi yaklaşımının uygulanmasına neden olmuştur. Jones (2018), bu değişimi şöyle özetlemektedir:

- i. Getirileri piyasa ile paralel hareket eden, yani riske karşı koruma sağladığı iddia edilemeyecek, karmaşık ve beklenen getirisi yüksek enstrümanlara portföylerde daha fazla yer verilmeye başlanmıştır.
- ii. Taktik stratejilerde türev enstrümanlar daha fazla yer bulmaya başlamıştır.
- iii. Düşük getirili enstrümanlardan sağlanan getirinin artırılabilmesi için menkul kıymet borç verme piyasalarına başvurulmaya başlanmıştır.
- iv. Risk yönetimi açısından kurum içi uzmanlığın yetmediği enstrümanların da yatırım evrenlerine dahil edilebilmesi için kurum dışı uzmanlığa başvurulmaya başlanmıştır.
- v. Rezervler, likit ve yatırım olarak ikiye bölünmeye başlanmış, yatırım dilimlerinde, daha uzun vadeli ve beklenen risk ve getirisi görece yüksek olan enstrümanlara yer verilmiştir.

Her ne kadar çeşitlendirme hızı, rezervlerde gözlenen artış hızının gerisinde kalmışsa da portföy yönetimine ilişkin teknik ve becerilerdeki gelişmeler, çeşitlendirmenin, risklerin azaltılabilmesi ve beklenen getirinin artırılabilmesine etkisini gözler önüne sermiş, merkez bankaları yeni enstrümanları portföylerine dahil etmeye başlamışlardır. McCauley & Fung (2003) bu süreci 3 aşamada açıklamaktadır. Merkez bankaları öncelikle rezervlerinin bir kısmını mevduat ve hazine bonolarından özel sektör para piyasası enstrümanlarına ve Uluslararası Takas Bankası (BIS)'nin yine kısa vadeli borçlanma senetlerine kaydırmışlardır. Aldıkları ilave kredi riskiyle portföylerinin beklenen getirilerini artırmışlardır. İkinci aşamada, yatırım vadelerini uzatarak, aldıkları piyasa riskini de artırmışlardır. Daha sonra ise daha yüksek getiriler elde edebilmek için daha da fazla kredi riski almaya başlamışlar ve uzun vadeli devlet tahvillerinden, devlet destekli kuruluşların uzun vadeli tahvillerine geçmeye başlamışlardır<sup>6</sup>.

Uluslararası rezervlerde para birimi cinsinden çeşitlendirmeye bakıldığında Amerikan doları açık farkla birinciliğini korurken Euro, kayda değer payıyla ikinci sıradadır<sup>7</sup>. Rezerv yöneticilerinin bu iki para biriminden vazgeçememeleri hiç de şaşırtıcı değildir. Eichengreen (2005), rezerv para birimleri açısından, “kazanan tamamını alır” kuralının geçerli olduğunu ve yakın gelecekte de bu durumun değişmesini beklemediğini, Amerikan doları ve Euro'nun baskın durumunun daha uzun yıllar süreceğini ifade etmiştir. Bu düşüncesinde hem Avrupa Birliği (AB) hem de Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nin, dünyanın geri kalanına kıyasla güçlü kurumlara sahip olmasının, mülkiyet haklarının korunuyor olmasının ve makro-iktisadi durumlarının güçlü olmasının belirleyici olduğunu belirtmektedir. Bu ülkelerin siyasi sistemlerinin de istikrarlı olduğuna işaret eden Eichengreen, özellikle Çin ve Japonya'nın para birimleriyle bu iki para birimine rakip gibi göründüklerini fakat ABD ve AB, enflasyonu kontrol altında tutup makro-iktisadi güçlerini korudukça, diğer ülke para

---

<sup>6</sup> Yine de bu geçişin, portföylerin %10'una dahi ulaşmadığını belirtmek faydalı olabilir (WBG, 2019).

<sup>7</sup> Bu iki para birimini, %6'lık payıyla Japon yeni, %5'lik payıyla İngiliz sterlini ve %3'lük payıyla renminbi takip etmektedir. Düşük likiditesine rağmen renminbinin payının bu kadar artmış olmasında, Kırım'ı ilhaki sonrasında ambargoya maruz kalacağını öngören Rusya'nın rezervlerinde Amerikan dolarının payını renminbi lehine azaltmış olması belirleyici olmuştur.

birimlerinin paylarının bunlara yaklaşmasının zor olduğunu ileri sürmektedir. Keza AB ve ABD, finansal piyasalarının derinlik, genişlik ve istikrarı açısından da diğer ülkelerin çok ilerisindedir.

Sağlam rezerv yönetimi, ülkenin risklere karşı direncini artırırken, kusurlu ya da aşırı riskli uygulamalar ciddi finansal kayıplara neden olabilmektedir. Krizlere müdahalede zayıf kalınması merkez bankasının güvenilirliğine hanel getirebilir. Rezerv yönetiminde zayıflık nedeniyle güvenilirlik kaybına uğranması para politikasına güveni de azaltabilir. Bu nedenle IMF (2014), sağlam rezerv yönetimi uygulamalarının önemine işaret etmektedir. Para birimleri arasında dağılım, yatırım yapılacak enstrümanların seçimi, alınacak kredi riski, kabul edilebilir ortalama ve en uzun süreye ilişkin tercihler, rezervlerin güvenilir ellerde ve her an kullanıma hazır olduğuna ilişkin olarak şüpheye yer bırakmamalıdır.

World Bank Group (WBG) (2019) anketi, merkez bankalarının rezervlerini yüksek nitelikli ve sabit getirili enstrümanlarda değerlendirmeye devam ettiklerini göstermektedir. Bununla birlikte, merkez bankalarının önemli bir kısmı portföylerine yukarıda bahsi geçen kıymetler dışında kıymetleri de az da olsa katmakta ya da katmayı planlamaktadır. İlaveten görülmektedir ki merkez bankaları arasında rezerv yönetimine yaklaşım açısından büyük farklılıklar bulunmaktadır.

### 3. Çeşitlendirme baskısı altında rezerv yönetimi

1990'lara kadar rezervlerin temel fonksiyonunun kurlarda gözlenen oynaklıkları önlemek olduğu tartışılırken, sermaye hesaplarının serbestleşmesi ve artan sermaye hareketleriyle rezervlere, sermaye hesabı oynaklığı ve dengesizliğinin önlenmesi fonksiyonları da yüklenir hale gelmiştir. Rezervler, sermaye girişlerinde ani duruş ve sert kur değişimlerine karşı tampon görevini de üstlenmiştir.

Merkantalist güdünün önemi artmakla birlikte bahsi geçen ihtiyati güdünün baskınlığını korumaya devam ettiğinden şüphe edilmemektedir (Aizenman & Lee, 2007). Öyle ki De Beaufort Wijnholds & Kapteyn (2001), uzunca bir süre baskın kalan ve bir ülkenin uluslararası rezervlerinin toplam hacminin, ülkenin kısa vadeli dış yükümlülüklerinden az olmaması gerektiği yönündeki Greenspan-Guidotti kuralının zafiyetine işaret ederek yeterli rezerv miktarının belirlenmesinde para arzının da kritik öneme sahip olduğunu göstermişlerdir.

Rezerv yönetimiyle bir bütün olarak kurumsal düzenleme ve uygulamalar da ekonominin kırılma noktalarını azaltarak krizlerle baş edilebilmesine destek sağlamaktadır. Bu manada, kamu borcunun yönetimi ve özel sektör açıklarının riskli hale gelmesini önleyen tedbirler önemli unsurlardır. Birçok gelişmekte olan ülke borçları çoğunlukla yabancı para cinsindedir ki bu nedenle ekonomileri kur ve faiz riskine açık hale gelmektedir. Rezerv tutmanın maliyetlerini göz önünde bulundurarak ECB (2006), gelişmekte olan ekonomilere daha az rezerv tutabilmeleri için önerilerde bulunmaktadır:

- i. Yapısal ve makro-iktisadi tedbirlerle iç talep kuvvetlendirilmeli,
- ii. Finansal ortam iyileştirilmeli,
- iii. Para piyasaları geliştirilip finansal hesaplar serbestleştirilmeli,
- iv. Kur rejimleri esnekleştirilmeli ve
- v. Uluslararası iş birliği ve karşılıklı denetim artırılmalıdır.

Rezerv yönetiminin unsurları sırasıyla güvenlik, likidite ve getiridir. Rezervlerin güvenilir enstrümanlara yatırılmış olması büyük önem arz etmektedir. Bir kriz anında rezervlere hızla erişilebilmesi ve dolayısıyla likidite de çok önemlidir. Birincil hedef olmamakla birlikte getiri de dikkate alınması gereken bir husustur. Sıralama çok değişirse de bankadan bankaya ağırlıkların değişmesi mümkündür. Mesela, aktif bir para ve kur politikası izleyen bir merkez bankası, rezervlerin

tamamının her an kullanıma hazır olmasına daha çok önem vereceğinden onun için likidite, neredeyse güvenlik kadar önemli bir husus olabilir. Buna bağlı olarak da mesela, sıfır riskli devlet tahvillerinin payını, gecelik mevduat lehine azaltabilir. Bir merkez bankası, kendisi için iletişimin öneminin arttığı bir dönemden geçiyorsa, rezervleri güvenilir bir çerçevede muhafaza ediyor olması, herhangi bir kayıp raporlamak zorunda kalmamak adına, onun için, neredeyse tek güdü haline gelebilir. Finansal durumu tartışılmakta olan bir merkez bankası için ise getiri, diğer merkez bankalarına nazaran daha önemli hale gelmiş olabilir (Nugee, 2015).

Dünya Bankası Grubu, Uluslararası Rezervler Yönetim Danışmanlığı Programı (RAMP) kapsamında, 99 merkez bankası ile anket yaparak, merkez bankalarının rezerv yönetim uygulamaları, yönetim ve politika, stratejik varlık dağılımı, portföy yönetimi ve risk yönetimi tutumlarını tespit etmeye çalışmıştır. Bu bölümde, söz konusu anket sonuçlarına da başvurularak merkez bankalarının rezervlerine ilişkin tutumları, nedenleriyle tartışılmaktadır.

### 3.1. Politika

Rezervler yönetilirken, rezervlerin bulundurulma nedenleri, merkez bankası bilançosunun yükümlülük tarafı ve bankanın itibar ve güvenilirliği akıldan çıkarılmamalıdır. Uluslararası rezervlerin kaynağı döviz cinsinden borçlar, yerel para karşılığında alınan döviz ya da döviz cinsinden kıymetler veya sermayedir. Döviz borçlanarak rezerv yaratmak maliyetli olduğu gibi, kur riski de doğurur. Rezervlerin, para arzı artırılarak fonlanması ise ya enflasyona ya da sterilizasyon maliyetine yol açar. Rezervlerin kaynağı sermaye olduğunda ise getiri önem kazanır. Hangi sebeple tutuluyor ve nasıl fonlanıyor olursa olsun rezervler kamuya aittir ve her zaman en yüksek özeni hak etmektedirler. Bu nedenle, Nugee (2000: 13)'nin de işaret ettiği gibi, bir merkez bankası her zaman hesap verebilir durumda olmalıdır.

Rezervleri yüksek hacimlere ulaşan merkez bankalarının sorumlulukları artar. Rezervler artarken oluşan para arzının sterilizasyonu maliyetlidir. Bunun sterilize edilmemesi, para politikasını zora sokar. Rezervlerden beklenen getiriler, söz konusu kaynakların başka alanlarda değerlendirilmesiyle elde edilebilecek getiriden düşük kalmaktan başka, sterilizasyon maliyetini dahi karşılayamaz ki bu da banka için daha da yüksek fırsat maliyeti anlamına gelir. Bunu azaltmak için nitelikli bir yatırım politikası izlenmesi zorunludur. Artan kur ve faiz riski ise kapsamlı bir portföy ve risk yönetimini zorunlu kılar.

Merkez bankaları, genellikle, etkili bir dış denetimden muaftır. Stella (2005), kendilerini para yaratarak finanse edebildikleri ve özel muhasebe yapılarına sahip oldukları için merkez bankalarının şeffaflığa zorlanmaları gerektiği görüşündedir. Hildebrand (2007) da sadece para politikası değil rezerv yönetiminin de şeffaf olması gerektiğini tartışmıştır. Rezervler, fiziki altın ve kısa vadeli risksiz bonolar gibi basit araçlarda değerlendirilirken yakından denetlenmesi gereken bir portföy ve risk yönetiminin zorunlu olmadığı iddia edilebilir. Ne var ki kullanılan yatırım araçları karmaşılaştıkça, rezerv yönetim süreçlerinin daha profesyonel hale getirilmesi ve özellikle güçlü bir gözetim yapısının oluşturulması bir zorunluluktur.

Şeffaflık, merkez bankalarının kendi eylemleri kadar muhtemel dış müdahalelerin izlenebilmesi ve sonuçlarının kamuoyu tarafından gözlenebilmesi açısından da önemlidir. Rezervler, merkez bankalarının dağıtılabılır karlarını önemli ölçüde etkiler. Kurtarıcı rolleri ancak kötü zamanlarda anlaşılabilen rezervler, iyi zamanlarda biraz hor görülebilen ve istismar edilmek istenen değerler

olabilmektedirler. Bu nedendir ki yargısal tutumlarla harcanmalarını önleyecek tedbirler alınması zaruridir<sup>8</sup>.

Şeffaflık eşliğinde iyi iletişim, portföy çeşitlendirmesinin sebep olabileceği dalgalanmaların kamuoyuna daha kolay anlatılabilmesini sağlayacaktır. Merkez bankası bilançolarında zarar, rastlanmayan bir durum değildir. Fakat geçmişte oluşmuş bu zararlar, hisse senedi, ticari senet ya da türev enstrümanlar gibi görece riskli değil de yabancı para cinsinden devlet tahvilleri ya da altına yapılan yatırımlar nedeniyle oluşmuş zararlardır. Öyle ki görece daha riskli yatırım araçlarına yapılan aktarımların kamuoyu ve hatta hükümetlerce uluslararası rezerv olarak kabul edilmemesi dahi mümkündür. Bu da merkez bankaları üzerinde, bilanço küçültülmesi, kar dağıtılması ya da bu tip yatırımlara, rezervler dışında oluşturulacak fonlar aracılığıyla yer verilmesi yönünde baskılar oluşmasına neden olabilmektedir (Hildebrand, 2007)<sup>9</sup>. Merkez bankaları, riskli yatırımlarına rağmen rezerv getirilerinin düşük kaldığı eleştirilerine maruz kalabilirler. Zira merkez bankaları bu tip enstrümanlara etkin risk yönetimi gayesiyle başvurabilmektedirler ki bu da işlem bazında zararı doğal kılmaktadır. Artan rezervleri nedeniyle portföy çeşitlendirmesi yapan ve daha profesyonel rezerv yönetimine sahip hale gelen merkez bankalarının itibarları gerilememeli, aksine, etkili iletişim ve şeffaflıkla daha güvenilir hale gelmeleri sağlanmalıdır.

### 3.2. Yönetişim

Merkez bankalarında yönetim, temel olarak, kararların kim tarafından nasıl alındığı ve bu kararların uygulanmasından kimin sorumlu olduğuyla ilgilidir (de Abreu & Streit, 2016). Rezerv yönetimi bağlamında yönetim, politika geliştirme, kurumsal düzenleme ve işlem süreçlerini ifade eder (WBG, 2019). Etkili bir yönetim çerçevesi, yetki devrinde netliği sağlamakla kalmaz, politika oluşturma yapısını, hesap verebilirliği ve rezervlerin değeri korunurken getiri de elde edilmesiyle ilgili kontrol ve dengeleri de içerir. Denetim, karar mercileri, sorumluluk sahipleri ve kararların uygulanma biçimi de bu çerçeve içinde düzenlenir.

Etkili yönetişimin uygulanması banka meclisi (kurul), yatırım komitesi ve operasyonel birimlerden oluşan üç katmanlı bir yapı ile mümkündür. Bu çerçevede kurul, tipik olarak rezerv yönetimi için politika parametrelerini tespit eder. Yatırım hedefi ve ufku, risk toleransı ve stratejik varlık tahsisi ve dilimleme kriterleri de kurul tarafından belirlenir ya da onaylanır. Kurulun onayıyla yatırım politikası resmileşir. Bundan sonra kurul, yatırım komitesini rezerv yönetiminin gözetimi ile görevlendirir. Stratejik varlık tahsisi de dahil olmak üzere, yatırım politikasını işlevsel hale getiren tüm yatırım

<sup>8</sup> Örnek olarak, İsviçre Merkez Bankası ve İsviçre Maliye Bakanlığı bir anlaşma ile rezervlere ilişkin kuralları belirlemiş ve bunların merkez bankası kanununa girmesi sağlanmıştır (Hildebrand, 2007). Buna göre, GSYİH, ithalat ve geniş tabanlı para arzına bağlı bir, rezervlerde yeterli seviye formülü tespit edilmiş ve bankanın sermayesinin de buna göre artması öngörülmüştür. Anayasada yer alan, yeterli düzeyde rezerv biriktirilmesi şartıyla birleşince, kar dağıtımı ancak yeterli sermaye artışı sağlandıktan sonra yapılabilir hale gelmiştir.

<sup>9</sup> Bir ülkenin uluslararası rezervlerinin bir kısmının ulusal varlık olarak yönetilip yönetilemeyeceği, o ülke için uygun miktarda ulusal rezervin ne olduğunun tespiti ile mümkündür. Ancak tespit edilen miktarda fazla rezerve sahipse ve bu fazla rezervin başka biçimlerde kullanılması düşünülüyorsa ulusal varlık fonları kurulabilecektir. Aynı bir fon kurmak yerine, fazla rezervlerin, para otoritesinin kontrol ve denetimi altında başka kurumlara emanet edilmesi ve gerektiğinde geri çağrılabilir durumda olması da mümkündür (Hildebrand, 2007). Uluslararası rezerv yönetiminde fayda fonksiyonu para politikasına ilişkin amaçlarla kurulurken, varlık fonu için böyle bir zorunluluk olmayabilir. Bununla birlikte, rezerv yönetimi ile varlık fonu yönetimi birbirinden tümüyle bağımsız da değildir. Genel yönetim yapısı, şeffaflık ve hesap verebilirlik kuralları ile risk yönetimi teknikleri ve prosedürleri ile ilgili olarak, merkez bankaları ve varlık fonu yönetimi arasında önemli benzerlikler olmalıdır. Nihayetinde her ikisine de kamu fonu emanet edilmektedir ve sorumlulukları benzer ve büyüktür.

yönergelerini belirlemek ve onaylamak, kurulun yetki ve sorumluluğundadır. Kurulun kararları ilgili birimlerce yönergelere uygun olarak yerine getirilirken, bu işlemlerin politika ve kararlarla uyumluluğu yatırım komitesi tarafından denetlenir.

Yatırım komitesinin olmadığı bir yapı da mümkündür fakat bu durumda kurul, portföy ve risk yönetimi için gerekli teknik beceri ve deneyime sahip üyelerden oluşmalıdır. Karar vericiler, üstlendikleri sorumlulukları yerine getirebilecek bilgi, uzmanlık ve muhakeme yeteneğine sahip olmalıdır. Kurul, pay sahiplerini temsil etmek üzere, toplumun genelini yansıtacak bir yapıda tesis edilmişse, üyelerin en azından bir kısmının, portföy ve risk yönetimine ilişkin yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olmaması muhtemeldir. Böyle bir durumda, bu boşluğu dolduracak bir yatırım komitesinin eksikliği ciddi zorluk ve kayıplara yol açabilir.

Etkin rezerv yönetiminin en önemli unsurlarından bir tanesi stratejik varlık tahsisidir. Stratejik varlık tahsisi, merkez bankasının risk toleransını referans alan yansız varlık dağılımını verir. Ampirik çalışmalar stratejik varlık tahsisinin, uzun vadeli yatırım başarısının temel itici gücü olduğuna işaret etmektedir. Öyle ki Ibbotson & Kaplan (2000), yatırım ve emeklilik fonlarının neredeyse hiçbir zaman hedef portföyün başarısını yakalayamadıklarını, bu nedenle de portföy başarısının tamamıyla stratejik varlık dağılımına bağlı olduğunu tartışmışlardır. Stratejik varlık tahsisi, ilgili kurumun öncelikle hedefleri, sonra risk toleransı ve nihayetinde de yatırım ufkunun bir yansımasıdır. Yatırım ufku ve risk toleransı, bir merkez bankasının yatırım hedeflerine nasıl ulaşacağını belirleyen önemli parametrelerdir. Yatırım ufku, risk ve performansın değerlendirildiği döneme işaret eder. Risk toleransı ise rezerv yönetiminin yatırım riskine ilişkin iştahını verir ki bu da riske göre düzeltilmiş performansının değerlendirildiği dönemde katlanabileceği kayıpla ifade edilir. Bir merkez bankası, risk toleransını tespit ve ifade için birçok ölçüt kullanabilir. Negatif getiri olasılığı, beklenen kayıp ve riske maruz değer en çok kullanılan ölçütlerdir. Bu kavramların anlaşılması, sorumluluğun fark edilebilmesi açısından önemlidir.

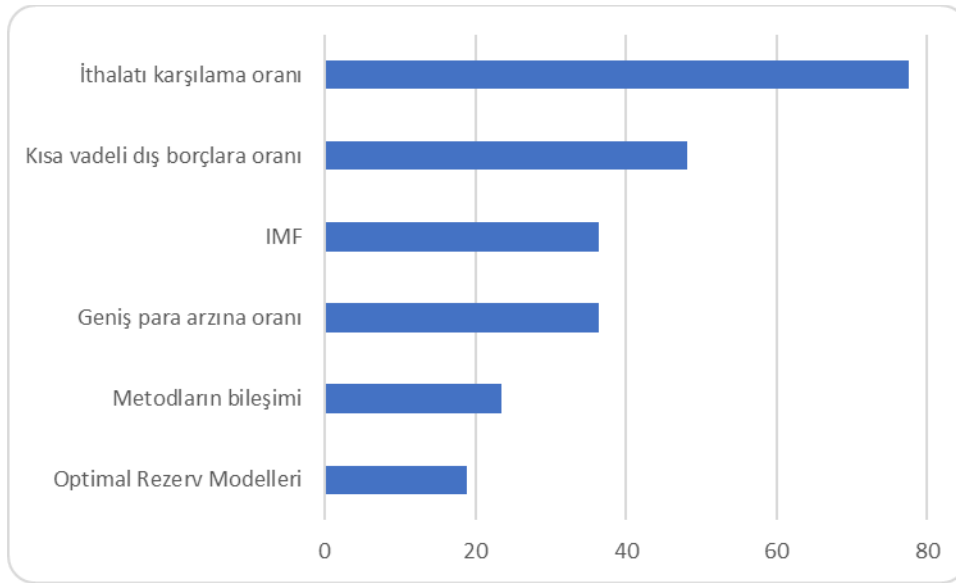
Bir merkez bankasının rezerv tutmasının temel sebebi, politika hedeflerine ulaşabilmek için döviz ihtiyacı olduğunda yeterli döviz likiditesine sahip olabilmek yani dış şoklara karşı korunma ise de döviz kuru politikasının desteklenmesi, dış borç ve diğer yükümlülüklerin yerine getirilmesi ve para politikası da amaçlar arasındadır. Bu amaçların ağırlığına göre, rezerv yeterliliği, yatırım hedefi, para birimi dağılımı, yatırım evreni, risk toleransı ve ölçüm birimi gibi kavramlar anlam kazanır.

Rezervlerin takip edildiği para birimi, rezerv işlemlerini etkileyen çok önemli bir unsurdur. Nitekim, kullanılan para birimi, rezervin risk-getiri hesaplamalarını belirler (Papaioannou, Portes & Siourounis, 2006: 530-535). Hesaplama yapılacak para biriminin tespitinde, rezervlerin tutulma amacı asıl belirleyicidir. Mesela, aktif bir kur yönetim politikası uygulamak isteyen bir merkez bankası, müdahaleleri gerçekleştirdiği para birimini ölçüt olarak almayı tercih eder. Bir diğeri, dış ticaret ve borçlarındaki ağırlığına uygun bir para birimini kullanmayı tercih edebilir. Birden fazla hedefe aynı anda ulaşmak isteyen bir merkez bankası ise rezervlerini birden fazla para biriminde değerlendirip farklı para birimlerinde raporlayabilir.

WBG (2019)'ye göre, merkez bankalarının rezerv tutma sebeplerinde gelir düzeyi de etkili olabilir. Keza, düşük ve alt-orta gelir grubundaki ülkelerin tamamı rezervleri dış şoklara karşı koruma ve dış borç ve diğer yükümlülüklerin servisi için tuttıklarını ifade etmişlerdir. Bu tespit, söz konusu ülkelerin, kriz durumlarında uluslararası piyasalara erişmekte sorun yaşama ve risklerden daha çok etkilenme olasılıkları ile tutarlı görünmektedir. Ayrıca, rezerv parayı haiz olmayan birçok yüksek gelir grubuna dahil ülke de rezerv tutma amaçları arasında dış şoklara karşı korunmayı da saymaktadır. Rezerv parayı haiz ülkelerin çoğunluğu ise rezerv talebinde bu kriteri önemli bir unsur olarak görmemektedirler. Zira bu ülkeler, bir kriz durumunda, uluslararası rezervlere başvurma yerine para basma gücüne de sahiptirler.



Rezerv yeterliliğinin tespit yöntemi de merkez bankasının günlük işlemleri üzerinde etkilidir. Bir yöntemde göre yeterli görünen rezervler, başka bir yöntemde göre yetersiz kalabilecektir. Bu tespit, kurumun kura müdahalede yeterliliği veya rezervlere ne tür kıymetlerin dahil edilebileceği gibi birçok husus için dahi belirleyici olacaktır. Rezerv yeterliliğini tespit için en çok başvurulan yöntemler, ithalat ya da kısa vadeli borçları karşılama oranı gibi dış ticaret ve akımlarla ilgili olanlardır. WBG (2019) anketi göstermektedir ki merkez bankalarının tamamına yakını, bir biçimde rezerv yeterlilik oranlarını ölçmektedirler. Rezerv yeterliliğinde en çok kullanılan metot, rezervlerin ithalatı karşılama oranıdır. Merkez bankalarının yaklaşık %80'i kullandıkları yöntemler arasında bunun da bulunduğunu ifade etmişlerdir. En çok başvurulan ikinci yöntem ise kısa vadeli dış borçları karşılama oranıdır (Şekil 2).



Kaynak: WBG (2019).

\* Soruya olumlu yanıt verenlere göre yüzde oranı gösterilmektedir.

## Şekil 2. Rezerv yeterliliğini ölçmede kullanılan metotlar

### 3.3. Stratejik Varlık Tahsisi

Merkez bankaları, rezervleri yönetirken güvenlik, likidite ve getiri arasında denge kurmak isterler. Faiz oranlarının yüksek olduğu zamanlarda bu amaçların hepsine birden ulaşmak mümkündür. Ne var ki faizler çok düştüğünde güvenli ve likit kıymetler çok düşük ve hatta negatif getiriler verebilir ki bu da sermaye kaybına sebep olan muhafazakâr stratejileri tartışma konusu haline getirir. Böyle bir durumda stratejik varlık tahsisi, adını hak edecek biçimde, çok hassas bir konuma sahip olur. Uluslararası rezervler, döviz müdahalesi ve finansal istikrarı yeniden sağlamaya yönelik tedbirler gibi işlevleri dikkate alınarak yönetilmelidir. Dolayısıyla rezervlere ne zaman ve ne kadar ihtiyaç duyulacağını önceden bilinemeyeceği unutulmamalıdır. Güvenilirlik açısından yeterli rezerve sahip olmak kadar, rezervlerin gereğinde ulaşılabilir olması da önemlidir. Getiriler çok düşük dahi olsa stratejik varlık tahsisi, bu durum göz önünde bulundurularak yapılmalıdır.

Stratejik varlık tahsisi, yatırım politikasının, yatırım hedeflerinin geçerli bir yatırım ufku süresinde başarılmasını sağlayacak stratejik varlık dağılımına dönüştürülmesi için atılması gereken adımları içerir (WBG, 2019: 18). Ibbotson & Kaplan (2000) stratejik varlık tahsisinin yatırım performansını belirleyen en önemli unsur olduğunu göstermişlerdir. Stratejik varlık tahsisinde ilk adım, rezervin

dilimlere ayrılıp ayrılmayacağı kararındır. Ardından, tahsise dahil edilecek para birimleri ve varlık sınıfları belirlenir. Portföylerde sadece belirlenen para birimleri cinsinden ve belirlenen sınıflardaki enstrümanlara yer verilecektir.

### 3.3.1. Para Birimi Dağılımı

Uluslararası rezervlerin para birimi cinsinden fiili dağılımında makro-iktisadi tasavvurlar ve portföy yönetimine ilişkin endişeler belirleyici olmaktadır. Dooley, Lizondo & Mathieson (1989), rezervlerde para birimi dağılımının belirleyicilerinin geçerli kur rejimi, rezerv parayı haiz ülkelerle dış ticaret ve dış borç servisinde kullanılan döviz cinsi olduğunu ileri sürmüşlerdir. Eichengreen & Mathieson (2000), dış ticaret akımları, finansal akımlar ve kur rejimlerinin katılık düzeylerinin belirleyici olduğunu tespit ederek onları desteklemiştir. İlgili mekanizmalar şöyle işlemektedir:

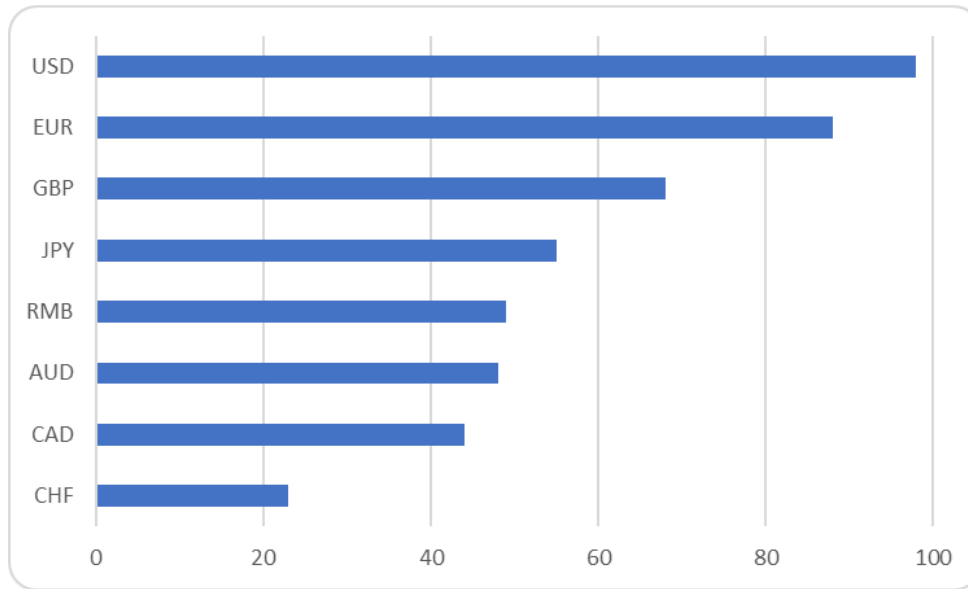
- i. Rezervler, ilgili ülkenin döviz kuru rejimine yarayışlı para biriminde tutulur. Kur rejimleri yönetimli olan ülkeler, kura müdahalede kullanabilmek üzere Amerikan doları tutmayı tercih ederler.
- ii. Gelişmekte olan ülkelerde gözlenen para ikamesi ve bu ülkelerin birbiriyle ticaretinin devamı, onları Amerikan doları tutmaya teşvik etmektedir. Bu durum, ABD ekonomisinin büyüklüğünden çok bu ticaretin büyüklüğü ile belirlenen bir durumdur.  
Örnek olarak, gelişmekte olan ülke merkez bankaları arasında takas anlaşmaları bu ihtiyacı azaltma güdüsüyle yapılmaktadır. Bununla birlikte hesap birimi ve vade sonunda netleşme yine Amerikan doları üzerinden yapılacağından, anlaşma büyüklükleri de Amerikan doları cinsinden tespit edilmektedir.
- iii. Özellikle uluslararası piyasalara erişimi kısıtlı olan ülkeler için rezervler, dış borç ve ithalat ödemelerinde bir aksama olmayacağını garantisidir. Bu nedenle rezervler, dış borç ve ticarete geçerli para birimleri cinsinden tutulmaktadır.
- iv. Amerikan doları ve Euro cinsinden sabit getirililer piyasası, diğer para birimleri cinsinden sabit getirililer piyasalarına göre çok daha likittir. Bunun da desteğiyle optimal varlık tahsisi ve risk yönetimi de Amerikan doları ve Euro'yu desteklemektedir.
- v. Merkez bankaları piyasalarda oynaklığa sebep olmak istemediklerinden rezerv yönetiminde hızlı pozisyon değişimlerinden kaçınmakta, mevcut dağılımlarını koruma eğiliminde olmaktadır.

Borio, Galati & Heath (2008) portföy risk ve getirisinin hesaplanmasında kullanılan para biriminin, rezervin para birimleri arasında fiili dağılımında belirleyici olduğunu ileri sürmüşlerdir. Öyle ki, ölçü birimi olarak ABD dolarını kullanan bir merkez bankası, ABD dolarına ne kadar çok ağırlık verirse portföyün oynaklığı, dolayısıyla da riski o kadar düşecektir. Yerel para birimi kullanımı buna bir çözüm gibi görünmektense de rezervler yabancı para cinsinden enstrümanlarda tutulacağından yerel para biriminde değer değişimi kâr zararda gerçeğe uymayan oynaklıklara neden olacak ve bankanın kamuoyu ile iletişimini zorlaştıracaktır.

WBG (2019) anketi göstermektedir ki Amerikan doları ve Euro, merkez bankalarının neredeyse tamamında stratejik varlık tahsislerinde yer bulmaktadırlar. Amerikan doları (USD) ve Euro (EUR)'dan sonra, stratejik varlık tahsislerinde en çok yer bulan para birimleri İngiliz sterlini (GBP), Japon yeni (JPY) ve renminbidir (RMB)<sup>10</sup> (Şekil 3). Renminbinin 2016 yılında özel çekme hakları sepetine dahil edilmiş olması bu para birimine ilgiyi artırmıştır. Stratejik varlık tahsisinde Avustralya

<sup>10</sup> Çin'in para birimi, halkın parası anlamına gelen renminbidir. Yazında karşılaşılan Yuan ifadesi ise 1 renminbinin eşit olduğu değerdir.

(AUD) ve Kanada (CAD) dolarlarından daha büyük paya sahip hale gelmiştir<sup>11</sup>. Yönergelerde daha fazla para birimi yatırım yapılabilir olarak tanımlanmasına rağmen fiilen yatırım yapılan para birimleri çok azdır. Avustralya ve Kanada doları, İngiliz Sterlini, Japon yeni ve renminbi merkez bankalarının yarıdan fazlası için yatırım yapılabilir para birimleri arasında olmakla birlikte, portföylerde aldıkları pay herhangi biri için %10'a dahi ulaşmamaktadır. Uluslararası Para Fonunca yayınlanan COFER verisine göre 2020 yılı sonu itibarıyla Amerikan doları cinsinden kıymetler %59, Euro cinsinden kıymetler %21 paya sahipken %4'ü aşabilen iki para birimi Japon yeni ve İngiliz sterlinidir. Dolayısıyla Amerikan doları ve Euro'nun ağırlığı sürmektedir. Bu para birimleri cinsinden yapılan yatırımların ağırlığı diğer para birimlerinin çok üstündedir. Renminbinin payının artabilmesi için Çin para piyasalarında serbestleşme, kıymetlere erişim ve işlem olanaklarının iyileşmesi gerekmektedir. Nitekim merkez bankalarının çoğunluğu rezervlerinde renminbiye yer verebileceklerini ifade etmişler, bu değişimi de Euro ve İngiliz sterlini aleyhine gerçekleştirebileceklerini belirtmişlerdir (WBG, 2019). Bu tercih, merkez bankalarının, ülkelerinin dış ticaret açığı verdikleri Çin'e, stratejik varlık tahsisinde daha fazla pay verme isteklerini yansıtmaktadır.



Kaynak: WBG (2019)

**Şekil 3.** İlgili para birimine rezervlerinde yer verebilecek merkez bankaları (%)

### 3.3.2. Dilimleme

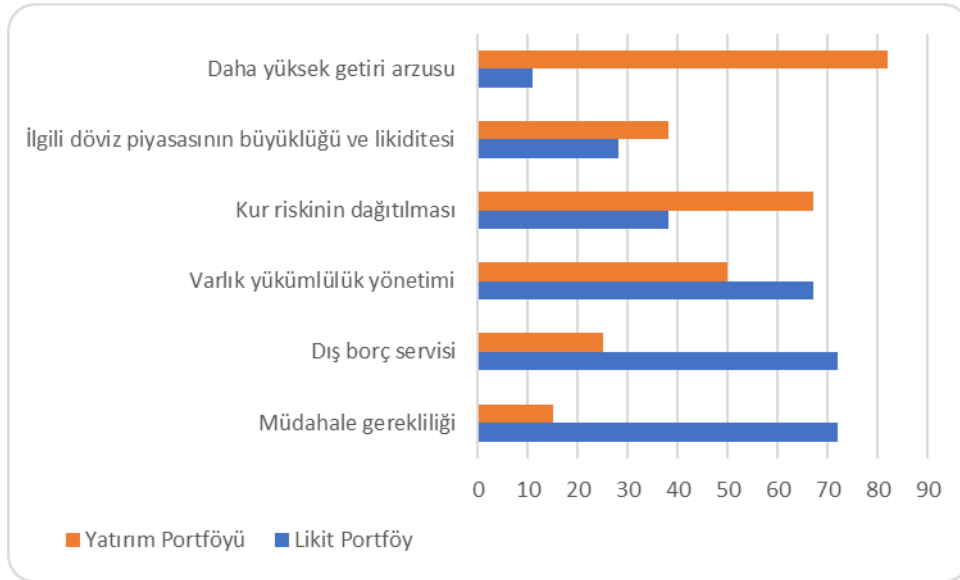
Dilimleme, stratejik varlık tahsisinde kullanılan yaygın bir uygulamadır. Bu yöntemde, uluslararası rezervler farklı özellikleri haiz portföylere ayrılır. Bu dilimlerin göreceli büyüklük ve yapıları, likidite ve rezerv yeterliliği varsayım ve senaryolarına dayanır. Her bir dilim farklı bir risk profili, yatırım yapılabilir varlık sınıfları, para birimi kompozisyonu ve yatırım ufku ile tespit edilir. Dilimleme, belirli bir yatırım hedefine uygun varlık tahsisine imkân verir. Varlıkların dilimlere ayrılması, tahsisin, riske göre uyarlanmış hedef ile uyumlu olmasını sağlar. Bu farklı dilimler bir araya

<sup>11</sup> Merkez bankalarının, kendi para birimleri cinsinden tuttıkları varlıklar uluslararası rezerv hesaplamalarına dahil edilmez.

geldiğinde istenilen dağılımın elde edilebilmesi için dilimlerin birbirleriyle bağıntıları göz önünde bulundurulmalıdır. WBG (2019) göstermektedir ki:

- i. Merkez bankaları rezervlerini likit ve yatırım olarak ikiye ayırmaktadırlar. Yatırım portföylerinde getiriye, likit portföylere nazaran, daha fazla önem verilmekte ve buna bağlı olarak yatırım ufku çoğunlukla 1 yıldan uzun olarak tespit edilmektedir. Risk toleranslarını ifade de, likit portföylere nazaran daha karmaşık ölçütlere başvurulmaktadır.
- ii. Çok sayıda para birimi yatırım yapılabilir olarak tespit edilmekteyse de ağırlıkları çok düşük kalmakta, yatırım portföylerinde de çoğunlukla Amerikan doları ve Euro cinsinden kıymetlere yer verilmektedir. Ankete katılanların onda biri, yakın zamanda, renminbi cinsinden kıymetlere yatırım tahsisi yapacaklarını ifade etmişlerdir.
- iii. Varlık cinsi bakımından baskın sınıflar devlet tahvilleri, gecelik banka mevduatları ve para piyasası araçlarıdır. Merkez bankalarının yarından fazlası ipoteğe bağlı kıymetler ve ticari bonolar gibi, geleneksel olmayan kıymetleri alma yetkisini haizdirler. Bu yetkiye sahip bankaların yaklaşık yarısı ticari bonolara ve biraz daha azı da ipoteğe bağlı kıymetlere yatırım yapmaktadırlar.

Portföylerde hangi para birimlerine yer verileceği kadar, hangi portföylerde hangi tür kıymetlere yer verileceği de önemlidir. Bu konuda, dış borç ve dikkate alınan tüm yükümlülüklerin vade yapısı, bu yükümlülüklerin hangi para birimi cinsinden olduğu ve merkez bankasının beklenen müdahale olasılığı, likit ile yatırım portföylerinin görece büyüklüğünü ve bu portföylere dahil edilebilecek varlık sınıflarını belirler. Portföy yönetimine ilişkin dikkate alınması gereken hususlar arasında döviz riskiyle birlikte, ilgili para birimi cinsinden kıymetlerin ulaşılabilirliği ve likiditesi önde gelir. Müdahale gereksinimi ve yakın vadeli dış borç servisi likit portföyün daha büyük olmasına neden olurken, kur riskinin dağıtımı ve daha yüksek getiri arayışı yatırım portföyünün daha büyük olmasını desteklemektedir (Şekil 4).



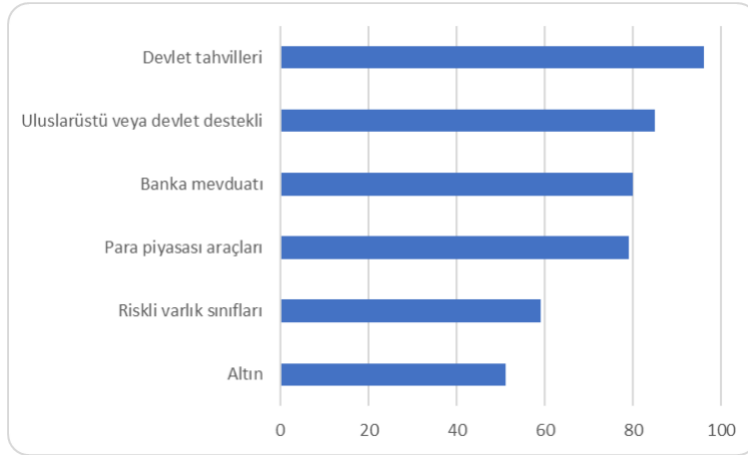
Kaynak: WBG (2019)

Şekil 4. Para birimi kompozisyonunu şekillendiren unsurlar (%)

### 3.3.3. Varlık sınıfı dağılımı

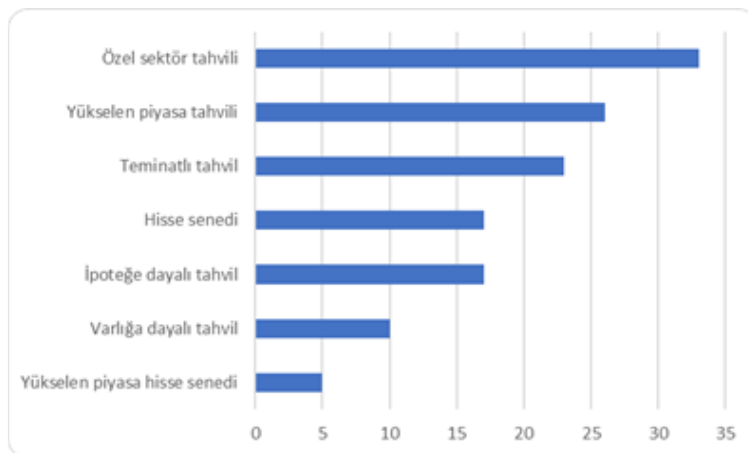
Uluslararası rezervlerde devlet tahvili, uluslarüstü ve devlet destekli kuruluş ihraçları ve para piyasası enstrümanları yüksek ağırlığı haizdir (Şekil 5). Bu tespit, merkez bankalarının tamamına yakınının sermayeyi koruma ve likiditeye verdikleri önemi yansıtmaktadır. Bir diğer yaygın enstrüman mevduat olmakla birlikte merkez bankalarının gecelik dışında mevduata pek rağbet etmedikleri bilinmektedir.

Merkez bankalarının yarıdan fazlası, daha yüksek getiri elde edebilmek gayesiyle yatırım evrenlerine yeni enstrümanlar ekleyebileceklerini, daha riskli kıymetlere yatırım yapma imkanına sahip olduklarını belirtmişlerdir. Bu manada en çok ifade bulan kıymetler sırasıyla özel sektör tahvilleri, yükselen piyasa tahvilleri, teminatlı tahvil, ipoteye dayalı menkul kıymetler ve hisse senetleri olmuştur (Şekil 6). Bununla birlikte bu kıymetlere yatırımın çok sınırlı kaldığını belirtmek gerekir. Yatırımlar çoğunlukla, güvenlik ve likidite hedefleriyle tutarlı olarak, devlet tahvilleri, uluslarüstü ve devlet destekli kuruluş ihraçları, banka mevduatları ve para piyasası enstrümanlarından oluşmaktadır. Riskli varlıklara yatırım yapan merkez bankaları dahi hisse senedi ve teminatlı tahvil dışındaki enstrümanlara yatırım yapmakta oldukça çekimser davranmaktadırlar.



Kaynak: WBG (2019)

Şekil 5. Yatırım Yapılabilir Varlık Sınıfları (%)



Kaynak: WBG (2019)

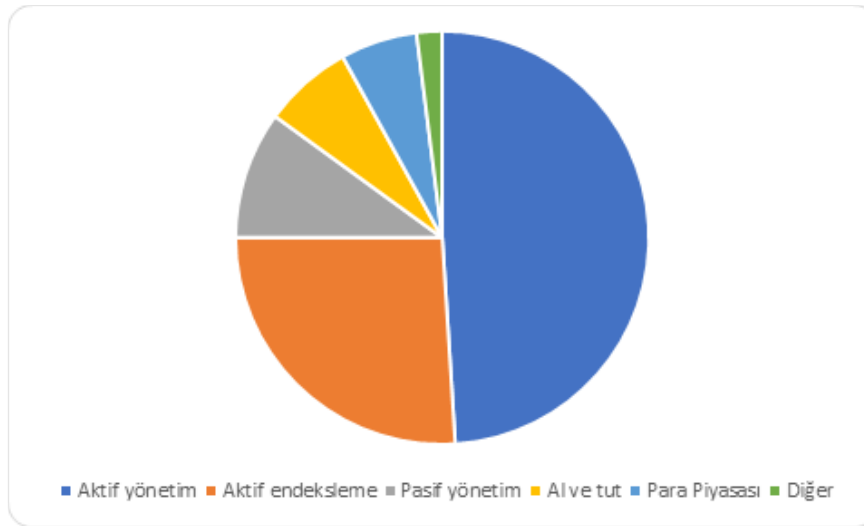
\* Riskli varlıklara yatırım yapabildiklerini belirtenler içinde yüzde oranı gösterilmektedir.

Şekil 6. Yatırım yapılabilir riskli varlık sınıfları (%)

### 3.4. Portföy Yönetimi

Portföy yöneticileri, stratejik varlık tahsisi ile belirlenen dağılıma ulaşmak amacı ve belirlenen limitler dahilinde kalmak koşuluyla farklı yatırım stratejileri uygulayabilirler. Tercihlerinde, kendilerine verilen risk toleransı kadar, kaynakları itibariyle risk ölçümü kapasiteleri de belirleyicidir. Risk toleransı ile aksine izin verilmiş olsa dahi alınan riskin istenilen sıklıkta takip edilememesi durumunda portföy yöneticileri pasif bir yönetim tarzı tercih edebilir, gösterge portföyü taklit etmekten fazlasını yapmak istemeyebilirler. Aktif portföy yönetiminde ise daha yüksek getiri elde edebilmek gayesiyle, belirlenmiş limitler içinde kalmak koşuluyla, gösterge portföyün beklenen risk ve getiri özelliklerinden uzaklaşılabilir. Pasife nazaran aktif portföy yönetimi hem portföy hem de risk yönetimi için daha fazla yetenek ve kaynak gerektirir.

Merkez bankalarının neredeyse yarısı aktif yönetim yaparken, kalanının yarısı da aktif ile pasifin karışımı olarak tanımlayabileceğimiz aktif endeksleme yaklaşımına başvurumaktadırlar. Merkez bankalarının %10'u pasif yönetim uygularken, %7'si alıp tutmakta, %6'sı ise sadece vadeli mevduat ve para piyasası enstrümanlarına başvurumaktadır (Şekil 7).

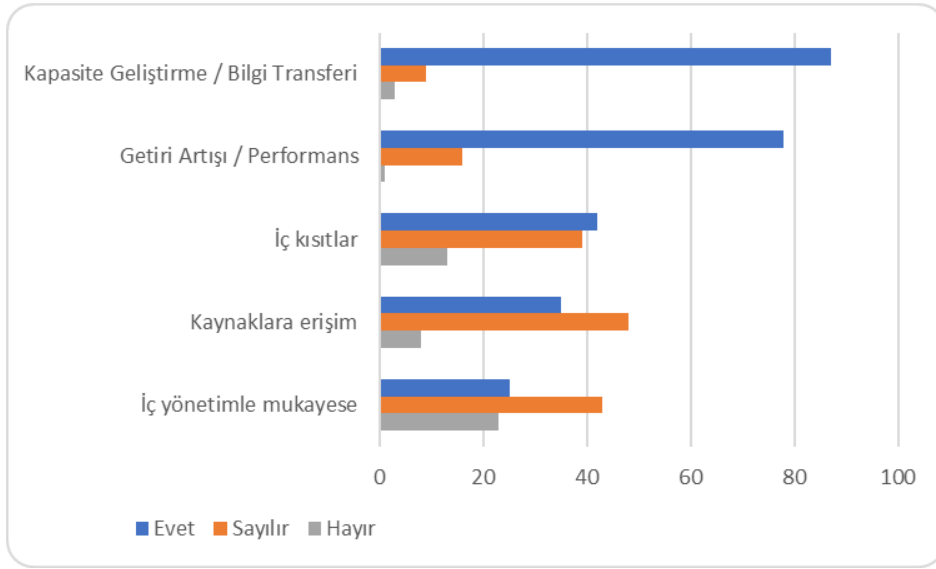


Kaynak: WBG (2019)

#### Şekil 7. Portföy yönetim tarzı dağılımı

Merkez bankaları aktif portföy yönetimi yapmaya istekli olmakla birlikte kendilerini yeterli görmeyebilmektedirler. Merkez bankalarının aktif portföy yönetiminde ihtiyaç duydukları kaynak ve yeteneklere ulaşabilmek için başvurabilecekleri bir yöntem, uzman bir kuruluştan portföy yönetim hizmeti almaktır. Dünya Bankası Grubu anketine yanıt veren merkez bankalarının dörtte üçü bu yöntemde başvurduklarını belirtmişlerdir. Dolayısıyla, rezerv parayı haiz olmayan ve ankete katılan merkez bankalarının tamamına yakınının bu yöntemde başvurduklarını söylemek yanlış olmayacaktır. Yanıtlarda getirinin de önemli olduğu ifade edilmişse de sözü edilen hizmete aktarılan meblağın çoğunlukla rezervlerin %10'unun altında kalıyor olması, söz konusu yöntemin tercih edilmesinde, kapasite artırımı ve kurum içi portföylerin başarısını mukayese edecek bir göstergeye sahip olma isteğinin daha belirleyici olduğunu düşündürmektedir (Şekil 8).

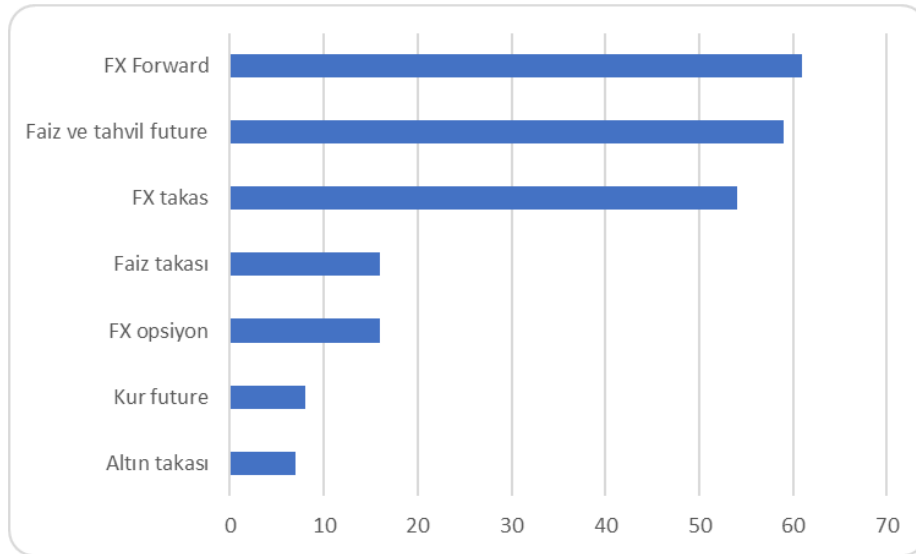
Çoğunlukla riskten korunma amacıyla olmakla birlikte merkez bankalarının türev enstrümanları da kullandığı görülmektedir. Bunlar, ileri vadeli döviz kuru, ileri vadeli faiz oranı, ileri vadeli tahvil ve döviz takası işlemleridir (Şekil 9).



Kaynak: WBG (2019).

\* Soruya olumlu yanıt verenlere göre yüzde oranı gösterilmektedir.

Şekil 8. Dış portföy yöneticisine başvurma sebepleri (%)



Kaynak: WBG (2019)

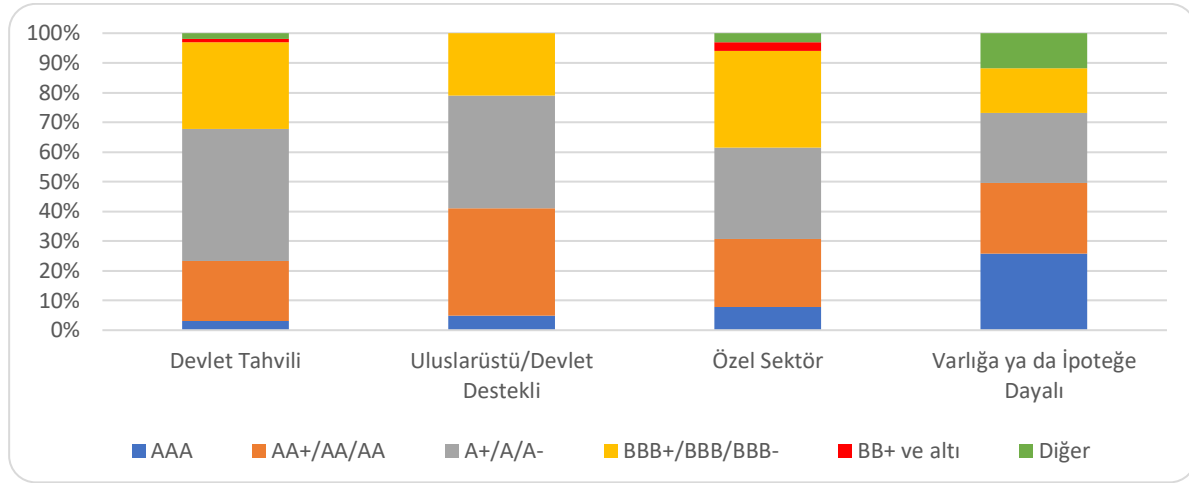
Şekil 9. Merkez bankalarında türev enstrüman kullanımı (%)

### 3.5. Risk Yönetimi

Merkez bankaları, rezerv yönetiminde 4 farklı riske maruz kalmaktadırlar. Bunlar, kredi riski, piyasa riski, likidite riski ve operasyonel risktir. Kredi riski, bir borçlunun, çoğunlukla derecelendirmesinde düşüş ya da iflasa bağlı olarak güvenilirliğinin düşmesi nedeniyle oluşabilecek kayıp olasılığıdır. Bu risk, özel sektör borçlanma enstrümanları yatırımcıları ve mevduat sahiplerinin maruz olduğu karşı-taraf riskini de içerir. Piyasa riski, bir varlığın fiyatının piyasa unsurlarına bağlı olarak düşmesi olasılığını ifade eder. Likidite riski, önceden tahmin edilemeyen ani döviz likiditesi ihtiyaçlarının

karşılanması sırasında zarar etme olasılığı olarak ortaya çıkmaktadır. Operasyonel risk ise, insan riski, süreç riski, dış olaylar riski, yasal risk ve uyumluluk risklerinden oluşur. Kapsamlı bir risk yönetimiyle amaçlanan, bu tehditlerin tanımlanması, büyüklüğünün tespiti ve sınırlar içinde tutulmasının sağlanmasıdır.

Merkez bankaları, kredi notlarına bağlı olarak sabit getirili ihraçlara karşı oldukça muhafazakâr bir tutum izlemektedirler (Şekil 10). Devlet tahvili dahi olsa yatırım evrenine kabul edilen en düşük tahvil notu BBB-'dir. Merkez bankaları çoğunlukla A-'nin altına dahi inmemektedirler. Kredi derecelendirme kuruluşlarınca sağlanan notlar merkez bankaları için hala en çok rağbet edilen kredi riski ölçütleridir. Başvurulan diğer yöntemler ya bunlara ek olmakta ya da bu notlar kullanılarak türetilen yöntemler olmaktadır. Merkez bankaları, yatırım notunu haiz olmayan borçlanma senetlerine yatırım yapmamaktadırlar. Çoğunluğu ister özel olsun ister kamu, borçlanma senetlerinde A ve üstü kredi notu aramaktadırlar.



Kaynak: WBG (2019)

Şekil 10. Varlık sınıfları için aranan en düşük kredi notu

Bununla birlikte, her iki gruba karşı aynı tutumu sergilemek doğru değildir. Zira aynı kredi notunda özel sektör borçlanma senetleri için 1 yıl içinde pozitif iflas gözlenirken, devlet tahvillerinde bu olasılık sıfırdır (Fitch Rating, 2015). Bu nedenle, kamu ve özel sektör borçlanma senetlerine ilişkin kredi riski ölçütlerinin farklı olması, farklı analiz yöntemlerine başvurulması daha doğru olabilecektir.

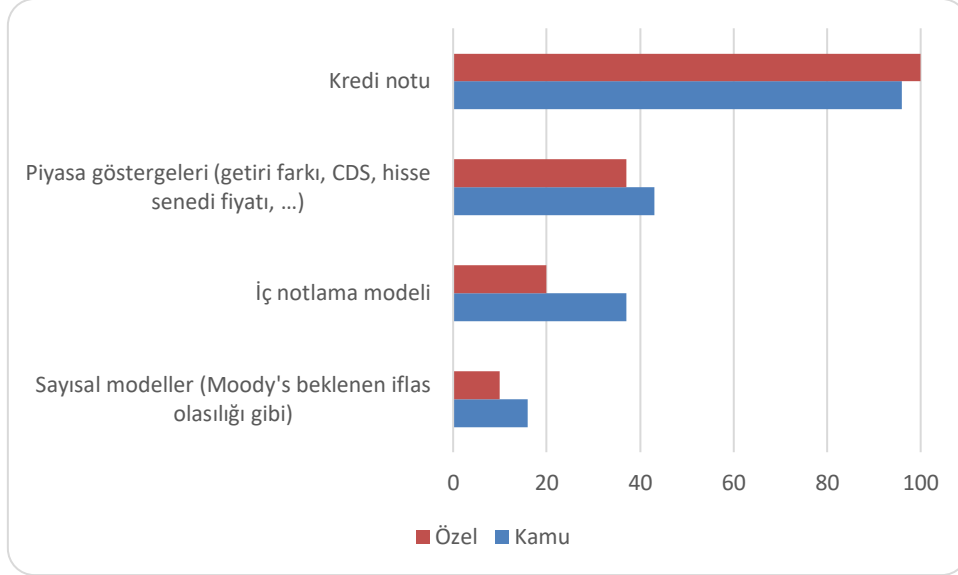
Portföyünde mevcut kredi riskini izleyebilmek için, bir rezerv yöneticisinin başvurabileceği birden fazla yöntem mevcuttur. Daha önce de ifade ettiğimiz üzere merkez bankalarının neredeyse tamamı kredi derecelendirme kuruluşlarının ürettiği notları kullanmaktadırlar. Bununla birlikte ikincil yöntemlere de başvurmakta ve iflas olasılığını sınırlı tutmaya çalışmaktadırlar. Özel sektör borçlanma araçları için başvurulan en yaygın yöntem yine kredi notlarıdır (Şekil 11).

Merkez bankaları, piyasa riskine ilişkin olarak ise çoğunlukla süre ve para birimi kısıtlarına başvuramaktadırlar. Ayrıca, riske maruz değer (VaR), koşullu riske maruz değer (CVaR) ve izleme hatası gibi olasılıksal risk ölçütleri üzerinden kısıt uygulamayı tercih eden merkez bankaları da mevcuttur. Süre ve para birimi dışındaki kısıtların işlem bazında etkisinin ölçümü zor olduğundan, bunların uygulamada bağlayıcı kısıt değil de karar vermede yardımcı göstergeler olarak kullanılması daha yaygındır. Başvurulan bir diğer yöntem ise stres testidir (Şekil 12). Kısıtlara ilişkin tutum portföy



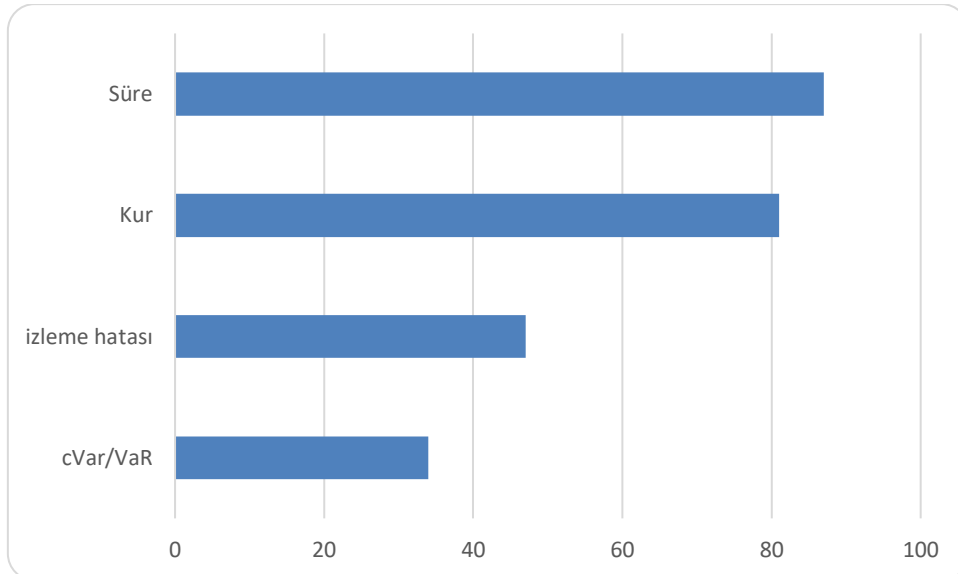
yönetim tarzından bağımsızdır. Şöyle ki, aktif portföy yönetimi yapanlar ile pasif portföy yönetimi yapanlar arasında kullandıkları yöntem açısından belirgin bir fark yoktur (WBG, 2019: 33).

Stres testi, klasik yöntemlerin yakalamakta başarısız kaldığı risklerin de hesaba katılabilmesine olanak sağlar. Stres testi, tarihi verilerle sınırlı olmayan bir yöntemdir. Varsayımların, yaşanmış durumlara göre yapılması şart değildir. Bu nedenle, muhtemel her senaryoya uygun olarak düzenlenebilir ve muhtemel siyah kuğu vakalarının dahi sınanmasına imkân sağlar.



Kaynak: WBG (2019)

Şekil 11. Kredi riskinin ölçümünde kullanılan yöntemler (%)



Kaynak: WBG (2019)

Şekil 12. Piyasa riskinin ölçümünde kullanılan yöntemler (%)

### 3.6. Raporlama ve Şeffaflık

Bir merkez bankasının, portföy risk ve getiri raporlaması, yatırım politikasının sağlamlığının değerlendirmesi ve hesap verebilirlik açısından çok önemlidir. Böylelikle ölçüt seçimi, yatırım yapılabilir varlık sınıflarının belirlenmesi ve bunlara bağlı olarak gerçekleştirilen yatırımlara sebep oluşturan varsayımların tutarlılığı da sınanabilmiş olur. Performans değerlendirmesi, bir geri bildirim ve kontrol mekanizması olarak görev görür ve yatırım politikasının etkinliğini destekler. Yatırım politikasının güçlü ve zayıf yönleri tespit edilerek, elde edilen performansın hangi kararların sonucu olduğu anlaşılır. Böylelikle bir taraftan kurul, uygulanan stratejileri anlar ve bunlara desteğini artırırken, uygulamanın mevzuat ve politikaya uygun olduğunu gören yatırım komitesi de görevini doğru biçimde yerine getirmiş olmanın rahatlığını yaşar (Bailey, Richards & Tierney, 2007: 717-782).

## 4. Sonuç

Merkez bankaları, uluslararası rezerv hacimlerinde gözlenen artışa paralel olarak para birimi ve varlık sınıfı çeşitlendirmesine gitmek istemektedirler. Gerek para birimi gerekse varlık sınıfı cinsinden çeşitlendirme fiilen rezerv artışı kadar kuvvetli değildir. Rezervlerde Amerikan doları ve Euro'nun ağırlığının sürmesinde makro-iktisadi unsurlar belirleyiciyken, varlık sınıfında çeşitlendirmenin sınırlı kalmasında ise merkez bankalarının çeşitlendirme sonrasında oluşabilecek finansal kayıpları kamuoyuna anlatmakta zorlanabilecekleri endişesi hâkim görünmektedir.

Rezerv yöneticilerinin yatırımları, temel olarak, iki para biriminde değerlendirmekte ısrar etmeleri hiç de şaşırtıcı değildir. Zira AB ve ABD, dünyanın geri kalanına kıyasla güçlü kurumlara sahiptir, bu ülkelerde mülkiyet hakları güçlü bir şekilde korunmaktadır, her ikisinin de finansal yapıları sağlam olup, makro-iktisadi olarak da güçlü durumdadırlar. Bu ülkelerin siyasi sistemleri istikrarlı kaldıkça, Çin, Japonya ya da başka bir ülke para biriminin bu iki ülke para birimlerine karşı ciddi tehdit oluşturması beklenmemelidir. Renminbide son zamanlarda gözlenen artış, büyük ölçüde, Rusya'nın Amerikan doları yerine renminbi tutma tercihinin yansımasıdır.

Varlık sınıflarına ilişkin olarak ise merkez bankaları daha yüksek getiri elde edebilmek gayesiyle yatırım evrenlerine yeni enstrümanlar ekleyebileceklerini ve daha riskli kıymetlere yatırım yapma imkanına sahip olduklarını belirtmektedirler. Şimdiye kadar merkez bankaları, güvenlik, likidite ve getiri sıralamasında üçüncü güdüyü yukarı taşımamışlardır. Bu da merkez bankalarının rezerv tutma sebepleriyle tutarlı bir davranış olmuştur. Bu kararlarında 2000'li yıllarda başladıkları çeşitlendirme sonrasında, 2008 kriziyle hızla likit ve güvenilir enstrümanlara kaymak zorunda kalmış olmaları da etkilidir.

Artan rezervlerden elde edilen getirinin fırsat maliyetinin çok altında kalması ile merkez bankaları üzerinde oluşacak kamuoyu baskısı, merkez bankalarını bu zor yolu seçmeye mecbur edecek olursa, merkez bankalarının doğru tercih yapmaları ve bu tercihlerinin muhtemel etkilerini izleyebilecek etkin yöntemler tesis etmeleri gerekecektir. Ne var ki, bu makale kaleme alınırken, Doğu Avrupa'da sürmekte olan savaş, rezervlerin güvenli limanlarda ve her an ulaşılabilir durumda tutulması gerekliliğinin önemini hatırlatmıştır.

Ayrıca, artan enflasyon baskısı ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımlarına başlamasına neden olmuş ve hem ABD hem de Almanya ve Fransa tahvil getiri eğrileri yukarı kaymaya başlamıştır. Bu koşullarda, düşük getiri ortamının sonuna gelinmiş olabilir. Bu da yatırımcıları, faiz artışlarının etkisinden korunmak üzere önce kısa vadeye geçmeye zorlamakta ve sonrasında da negatif getiri olasılığının azalacağı bir ortamı hazırlamaktadır. Faiz türev enstrümanlarını yatırım evrenlerine ekleyebilmiş merkez bankaları bu süreci en az zararla atlatabilecekken, diğerleri risksiz kıymetlerde zarar yazmak zorunda kalabilecektir. Bu durum bir taraftan çeşitlendirme gereksinimini zayıflatır gibi görünürken, diğer taraftan türev araçların riskten korunma amacıyla kullanılmasının faydasını açıkça gözler önüne sermektedir.

Dolayısıyla merkez bankaları hem kredi hem de piyasa risklerini azaltmanın yollarını aramak zorundadırlar. Bu nedenle de türev enstrümanlar, risk yönetimi gayesiyle kullanılmak üzere yatırım evrenlerine eklenmelidir. Bu tür enstrümanların etkin kullanımından emin olunabilmesi için de merkez bankalarının hem portföy yönetimi hem de risk yönetimi süreçlerine gerekli kaynak aktarımı yapılmalı ve uzmanlaşmanın sağlandığından emin olunmalıdır.

### **Teşekkür bilgi notu/ Acknowledgement**

Bu makalenin son şeklini almasında katkısı olan kör hakemlere teşekkür ederim.

### **Yazar beyanı/ Author statement**

Veriler etik onay gerektirmeyen kaynaklardan toplandığı için, çalışma etik kurul izni gerektirmemektedir. Makale, araştırma ve yayın etiğine uygun olarak hazırlanmıştır.

### **Kaynakça**

- Aizenman, J., & Lee, J. (2007). International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence. *Open Economic Review*, 18(2), 191-214. <https://doi.org/10.1007/s11079-007-9030-z>
- Bailey, J.V., Richards, T. M., & Tierney, D. E. (2007). Evaluating portfolio performance, in *Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process*, pp. 717-82. CFA Institute.
- Borio, C., Galati, G., & Heath, A. (2008). *FX reserve management: Trends and challenges*, BIS.
- De Abreau, F., & Ermes Streit, R. (2016). Governance in central banks: A comparative study of the governance practices used by the central banks of Brazil, Canada and England. *Revista de Administração Pública*, 50(5): 765-793. <https://doi.org/10.1590/0034-7612143480>
- De Beufort Wijnholds, J.O., & Kapteyn, A. (2001). Reserve adequacy in emerging market economies. *IMF Working Paper*, No. 143. <https://doi.org/10.5089/9781451856347.001>
- Dooley, P., Lizondo, J.S., & Mathieson, D.J. (1989). The currency composition of foreign exchange reserves. *IMF Staff Papers*, 36(2): 385-434.
- ECB (2006). The accumulation of foreign reserves. *ECB Working Paper*, No. 43. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.807417>
- Eichengreen, B. (2005). Sterling's past, Dollar's future: Historical perspectives on reserve currency competition. *NBER Working Paper*, No: 11336. doi:10.3386/w11336
- Eichengreen, B., & Flandreau, M. (2016). A century and a half of central banks, international reserves, and international currencies. *Central Banks at Crossroads*, Cambridge University Press: 280-318. <https://doi.org/10.1017/CBO9781316570401.008>
- Eichengreen, B., & Mathieson, D. (2000). The currency composition of foreign exchange reserves: Retrospect and prospect. *IMF Working Paper*, No: 00/131.
- Fitch R. (2015). 2014 *Transition and default studies*. Fitch Ratings.
- Hildebrand, P. (2007). Four tough questions on foreign reserve management. İçerisinde J.J. Calari & M. Rietveld (Ed.) *Sovereign Wealth Management*, 29-45.
- Ibbotson, R.G., & Kaplan, P.D. (2000). Does asset allocation policy explain 40, 90 or 100 percent of performance. *Financial Analysts Journal*, 56(1), 26-33.
- IMF (2013). *Guidelines for foreign exchange reserve management*. International Monetary Fund.
- IMF (2014). *Revised guidelines for foreign exchange reserve management*. International Monetary Fund.
- Jones, B. (2018). Central bank reserve management and international financial stability – Some post-crisis reflections. *IMF Working Paper*, No: 18/31.

- McCauley, R., & Fung Ben, S.C. (2003). Choosing instruments in managing dollar foreign exchange reserves. *BIS Quarterly Review*, March, 39-69. <https://ssrn.com/abstract=2016993>.
- McCauley, R.N., & Rigaudy, J.F. (2011). Managing foreign exchange reserves in the crisis and after. *BIS Papers*, No: 58, 19-47.
- Morahan, A., & Muelder, C. (2013). Survey of reserve managers: Lessons from the crises. *IMF Working Paper*, No. 13/99.
- Nugee, J. (1997). Styles of risk management in central bank reserve management. *Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin*, May, 44-50.
- Nugee, J. (2000). *Handbooks in central banking No. 19*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- Nugee, J. (2015). Current issues in central bank reserve management. *Proceedings of the Oestterreichische Nationalbank Conference on Asset Liability Management*.
- Papaioannou, E., Portes, R., & Siourounis, G. (2006). Optimal currency shares in international reserves: The impact of the Euro and the prospects for the dollar. *Journal of the Japanese and International Economies*, 20: 508-547. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2006.07.002>
- Pihlman, J., & van der Hoorn, H. (2010). Procyclicality in central bank reserve management: Evidence from the Crises. *IMF Working Paper*, No: 10/150.
- Stella, P. (2005). Central bank financial strength, transparency and policy credibility. *IMF Staff Papers*, 52(2): 335-365.
- WBG (2019). *Inaugural RAMP survey on the reserve management practices of central banks*. World Bank.

## Summary

While the total volume of international reserves, which could only reach to one trillion dollars in 1987 increased rapidly after the 1998 crisis, doubled in just 5 years, exceeded 10 trillion dollars in 2010 and reached to 15 trillion dollars in 2020. This rapid increase necessitated improvement in reserve management. As much as the amount itself, how to invest these reserves has become an important issue.

When the reserve levels were low, central banks preferred to invest in low-risk assets such as risk-free government bonds, physical gold and short-term fixed-income instruments. However, with the rapid increase in the reserve levels, returns became an important issue and the central banks began to include more risky and complex instruments into their investment universe. This became an issue that needs attention in terms of the stability of the global financial system in parallel with the efficient evaluation of the country's savings. In this study, observed diversification in the reserve portfolios is discussed, and policy recommendations are made by pointing out the risks with the benefits.

While it was argued that the main function of reserves was to prevent the volatility observed in the exchange rates until the 1990s, with the liberalization of capital accounts and increasing capital movements, the functions of preventing capital account volatility and disequilibrium have also been added to the role of reserves. Reserves also acted as a buffer against sudden stops in capital inflows and sharp exchange rate changes. While the importance of the mercantilist motive is increasing, there is no doubt that the aforementioned precautionary motive continues to dominate.

Within the scope of the International Reserves Management Advisory Program (RAMP), the World Bank Group conducted a survey with 99 central banks to determine their attitudes towards reserve management practices, governance and policy, strategic asset allocation, portfolio management and risk management. In this study, the attitudes of central banks towards their international reserves and their reasons are discussed by referring to the results of the aforementioned survey. The survey shows that central banks continue to use their reserves in high quality and fixed income instruments. However, a significant number of central banks adds or plans to add instruments other than the above-mentioned securities to their portfolios, albeit not much in proportion. More importantly, it can be seen that there have been improvements in reserve management approach of central banks including efforts to increase their expertise in risk management.