



Türkiye’de Döviz Rezervleri Yeterli mi?

Are Foreign Exchange Reserves Sufficient In Turkey?

Emek Aslı CİNEL¹

Öz

Merkez bankalarının tutmaları gereken rezerv miktarının büyüklüğü konusunda çeşitli çalışmalar mevcuttur. Tutulan rezervler ülkenin koşullarına göre değişiklik göstermektedir. Her bir gösterge için uluslararası literatürde genel kabul gören limitler vardır. Merkez bankası döviz rezervlerinin uluslararası kabul görmüş ölçütlere göre yeterli olup olmadığı hususunda net bir kanı bulunmamaktadır.

Çalışmanın amacı Türkiye için merkez bankası döviz rezerv yeterlilik göstergelerini belirlemek ve Türkiye’de döviz rezervlerinin yeterli olup olmadığını tespit etmektir. Çalışmada Türkiye’de döviz rezervlerinin 2000-2013 dönemindeki gelişimi incelenmekte ve rezerv yeterlilik göstergeleri ile döviz rezervleri arasındaki ilişki ortaya konulmaktadır.

Anahtar Sözcükler: *Döviz Rezervi, Merkez Bankası, İthalat, Para Arzı, Kısa Vadeli Borç.*

Abstract

There are several researches available about the size of the reserves which should be kept by the central banks. Reserves kept vary according to the conditions of the country. There are generally accepted limits in the international literature for each indicator. There are no clear opinions about whether the foreign exchange reserves of the central bank are sufficient based on the internationally accepted criteria.

The purpose of the study is to establish the sufficiency indicators of the foreign exchange reserves for Turkey and determine whether the foreign exchange reserves are sufficient in Turkey. The study examines the development of the foreign exchange reserves in Turkey in 2000-2013 and reveals the association between the reserve sufficiency indicators and the foreign exchange reserves.

Keywords: *Foreign Reserves, Central Bank, İmport, Money Supply, Short-term Debt.*

¹ Yrd.Doç.Dr., Giresun Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, emekasli@yahoo.com

1. GİRİŞ

Uluslararası rezervler, ülkelerin krizlerle karşılaşma ihtimalini, karşılaştıkları durumlarda da ortaya çıkacak maliyetleri düşürmektedir. Bu nedenle rezerv yeterliliği, bir ülkenin en önemli ekonomik ve finansal kırılganlık göstergelerinden biridir. Finansal globalizasyon öncesinde ülkeler yalnızca cari denge işlemlerinden kaynaklanan döviz arz ve talebini dikkate alarak uluslararası rezerv seviyelerini belirlemekle yetken, finansal sistemlerin deregülasyonu ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle birlikte özellikle 1990'lı yılların başından itibaren sermaye akımlarının ticari akımlardan çok daha yüksek boyutlu hacimlere ulaşmasıyla, rezerv seviyelerinin yeterliliğine ilişkin farklı kriterler kabul görmeye başlamıştır.

Merkez bankalarının tutması gereken rezerv miktarının büyüklüğü konusunda çeşitli çalışmalar mevcuttur. Tutulan rezervler ülkenin koşullarına göre değişiklik göstermektedir. IMF tarafından ülke rezervinin yeterliliği için kullanılan yaklaşımda, döviz rezervlerinin asgari üç aylık ithalat tutarını karşılaması gerekliliği genel kabul görmektedir. İthalat üzerine yapılmış çalışmalarda, rezervlerin dört veya altı aylık ithalat tutarını karşılaması gerektiği ileri sürülmektedir. Kısa vadeli borçlara oranla rezerv yeterliliğini değerlendiren yaklaşımda ise, döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borçlara oranının en az "bir" olması arzu edilmektedir. Döviz rezerv düzeyinin literatürde kabul edilen diğer bazı kriterleri rezervlerin, dövize dönebilecek veya döviz satın alabilecek para arzının ne kadarını karşılayabildiğini ve yurtdışında ikamet eden yatırımcıların ülkedeki menkul kıymet portföylerinin (hisse senedi ve tahvil) ne kadarlık bir kısmını karşılayabildiğini gösteren rasyolardır. Rezervlerin ülke ithalatını karşılama yeterliliği özellikle uluslararası sermaye piyasalarından finansman bulma imkanları kısıtlı olan ülkeler açısından önemlidir (IMF, 2000). Parasal büyüklüklerin rezervlere oranı, ani ve güçlü sermaye çıkışlarıyla karşılaşma ihtimali yüksek, bankacılık sistemleri zayıf olan ülkeler açısından önemlidir. Dış finansman olanakları gelişmiş ülkeler açısından ise en önemli görülen kriter, rezervlerin kısa vadeli borçları karşılama oranıdır.

Her bir gösterge için uluslararası literatürde genel kabul gören limitler vardır. Merkez bankasının döviz rezervleri uluslararası kabul görmüş bu iki ölçüte göre de şimdilik yeterli büyüklüktedir. Ancak, Türkiye'de döviz rezervlerinin yeterli olup olmadığı hususunda net bir kanı bulunmamaktadır.

2. REZERV YETERLİLİK GÖSTERGELERİ

Uygulamalı literatürde, rezerv yeterlilik göstergeleri konusunda farklı görüş ve çalışmaların mevcut olduğu gözlenmektedir.

Kenen ve Yudin (1965), çalışmalarında iktisatçıların rezervlere yönelik ihtiyaçları ölçebilmeleri halinde, uluslararası para sistemine yönelik uygun bir reformun gerçekleştirilebileceğini belirtmişlerdir. Radikal reformları savunan iktisatçıların çoğu, reformları rezerv yetersizliğini öngörmeleri nedeniyle savunmakta olup bazıları beklentinin de ötesinde bu yönde bir yetersizliğin mevcut olduğunu söylemektedirler. Değişikliklerin birdenbire değil de uzun vadede yapılması gerektiğini savunan iktisatçılara göre rezervler yeterlidir ve gelecek birkaç yıl için de yeterli olacaktır. Ancak rezervlerin aşırı

olduğunu savunan iktisatçıların sayısı da azımsanmayacak kadar fazladır. Maalesef rezervlerin yeterliliğini ölçmenin herhangi bir yolu olmayıp hatta bu konuda geçmişe ait kıyaslamalar yapmak bile mümkün değildir.

Frenkel ve Jovanovic (1981), herhangi bir ülkenin döviz talebine yönelik birçok kuralın örneğin ihracat, ithalat, yabancı borç, olası ticari şokların önem düzeyi ve para politikasındaki düşünceler gibi reel değişkenleri içerdiğini belirtmektedir. Yine benzeri şekilde Shcherbakov (2002), bir ekonomi için yeterli düzeydeki döviz rezervlerinin ne olduğunu belirlemede kullanılacak olan bazı yaygın, ortak göstergeler olduğunu vurgulamaktadır. Çalışmasında bu göstergelerin bazılarının ülkenin dış zayıflığının boyutunu belirlemekte olduğunu, rezervlerin kapasitesinin ise bu zayıflığı minimum düzeyde kılmakta olduğunu vurgulamaktadır. Bu göstergeler ithalat yeterliliği, borç yeterliliği ve parasal yeterliliği içermektedir.

Rodrik ve Velasco (1999) ile Garcia ve Soto (2004)’a göre eğer bir ülkenin elinde bulundurduğu döviz rezervleri bir yıl içerisinde vadesi gelen dış borçlarını karşılayacak bir tutara karşılık geliyorsa bu durumda bu ülke ekonomik açıdan sağlıklı bir ülke olarak görülmektedir. Kısa dönemli borçları karşılayacak olan rezervler ampirik olarak parasal krizlerin engellenmesi amacıyla yönelik olarak kullanılacak rezervler niteliğindedir. IMF ve Dünya Bankası tarafından gerçekleştirilen çalışmalar bu yaklaşımı desteklemektedir (Marion, 2005). Son ölçüt ise rezervlerin M2’nin % 5-20’sine eşit olmasıdır. Bu ölçüt yüksek bir sermaye ihracı riski olan ve yerli para birimine güvenin az olduğu ülkeler için son derece faydalı bir ölçüt niteliğindedir. Aynı zamanda zayıf bankacılık sektörü olan ekonomiler için de faydalıdır (Summers, 2006 ve IMF, 2000). Ancak Comelli ve diğerleri (2006), çalışmalarında yukarıda belirtilen ve ana hatları açıklanmış olan bu üç metodun ampirik olarak analiz edildiğinde elde edilen analiz sonuçlarının özellikle Asya ülkeleri için geçerli olmak üzere birçok ülkenin döviz rezervlerinin aşırı olduğunu göstermektedir. Ancak şu husus da belirtilmelidir ki; yabancı döviz rezervlerinin optimum seviyesini belirlemenin aslında öyle doğrudan ileriye dönük bir ölçüm faktörü mevcut değildir. Bu aynı zamanda bazen örneğin sermayenin hareketlilik düzeyi veya finansal liberalleşme düzeyi gibi kurumsal faktörlere de dayanmaktadır (Irefin ve Yaaba, 2011).

Döviz rezervlerinin yeterliliğinin belirlenmesinde dikkate alınan geleneksel ve en belirgin olan faktör döviz rezervlerinin ithalata oranıdır (ithalat yeterliliği). Bu herhangi bir ülkenin mevcut ithalat seviyesini destekleyebileceği ay sayısını temsil etmekte olup böyle bir durumda bütün diğer para girişleri ve para çıkışlarının durduğu varsayılmaktadır. Bir kural olarak ülkeler gelecekteki üç veya dört aylık ithalatlarını karşılayacak şekilde ellerinde döviz rezervleri bulundurmaktadırlar. Uluslararası Para Fonuna göre (IMF, 2000) üç aylık ithalatın karşılanmasına yönelik yukarıda belirtilen prensip birkaç yıldır uygulanmaktadır. Ancak 1990’lı yılların sonunda gelişen Asya kriziyle beraber bu ölçüt artık uzmanlar tarafından sorgulanmaktadır. Halen bazı uzmanlar 12 aylık ithalatın karşılanmasının yeterli olduğu görüşünü savunurken, diğer uzmanlar ithalatın karşılanacağı ay sayısının sınırlı bir öneme sahip olduğunu, bu nedenle odağın aslında cari işlemler hesabına yönelik olması gerektiğini savunmaktadırlar. Bu grup, yabancı rezervlerin yeterliliğinin sermaye hesaplarının zayıf olan yönlerine odaklanması gerektiği görüşündedir. Sermaye hesabı krizlerine karşı zayıf olan ülkeler bir sonraki yıl bütün borç ödemeye ilgili sorumluluklarını yerine getirebilme amacıyla yönelik olarak ellerinde yeterli döviz

rezervleri bulundurmalıdır. Nitekim bu gerçek daha önce bahsedildiği gibi “Calvo, Guidotti ve Greenspan Kuralı” olarak bilinmektedir (rezervlerin kısa dönemli dış borçlara eşdeğer olması).

Fischer (2001), çalışmasında krizlerden kaçınabilmek amacıyla bir amaç olarak döviz rezervlerinin faydalı olduğu konusunda hiçbir şüphe olmadığını belirtmiştir. Ancak finansal krizi engellemek için ihtiyaç duyulan döviz meblağına yönelik olarak bir sınırlama mevcuttur. Bu ise yüksek miktarlarda döviz elinde bulundurmanın beraberinde getireceği maliyetlerden kaynaklanmaktadır. Örneğin ihtiyat amacıyla döviz rezervi birikimi gerçekleştiriliyorsa böyle bir durumda döviz rezervi birikimi optimum bir seviyeye ulaştığında artık ülke daha fazla döviz rezervi elinde bulundurmamalıdır. Ancak bu mevcut şartlar altında mümkün olmamaktadır. Bu nedenle bu durum yeterli bir döviz rezervini neyin teşkil ettiği sorusunu gündeme getirmektedir.

Rezerv yeterlilik seviyesini belirlemek için geliştirilmiş çeşitli ölçütler kapsamında ilgili literatürü özetleyecek olursak bu ölçütlerden geleneksel ve genel kabul görmüş olanlar aşağıda yer almaktadır.

2.1.Uluslararası Rezervlerin Ülke İthalatını Karşılama Yeterliliği

Uluslararası rezervlerin ülke ithalatını karşılama yeterliliği konusunda literatüre bakıldığında üç temel referanstan söz edilebilmektedir.

- 1) Rezervin yıllık ithalatın %35’ini karşılması: Bu yaklaşımda uluslararası rezervlerin ülkenin 4,2 aylık ithalatını karşılayacak düzeyde olması gerekmektedir (Triffin, 1960).
- 2) Rezervin ithalatı %30 ile %50 arasında karşılması: Bu yaklaşımda uluslararası rezervlerin yaklaşık 4 ile 6 aylık ithalat miktarını karşılması gerektiği öne sürülmektedir (Williamson, 1973).
- 3) Üç aylık ithalatla rezervin karşılaştırılması: Bu yaklaşım halen IMF tarafından ülkelerin uluslararası rezerv yeterliliği için kullanılmaktadır. Rezerv seviyesinin yıllık ithalat rakamının %25’ini karşılması yeterli olmaktadır (Movchan, 2002: 4; Wijnholds ve Kapteyn, 2001).

Rezervlerin aylık ithalat cinsinden değerleri, bir ülkenin hiç döviz geliri elde edemediği durumda kaç aylık ithalatını karşılayabilecek bir rezerv seviyesine sahip olduğunu göstermektedir. Genel kabul gören kural “üç ay” olmakla birlikte birçok gelişmekte olan ülke rezervleri üç aydan çok daha uzun vadelerde ithalatı karşılayabilecek düzeye ulaşmıştır. Diğer bir tanımlamayla, rezervlerin ithal edilen mal ve hizmet harcamalarına oranı, ülkenin dış pazarlardan ihtiyaç duyduğu girdileri sadece mevcut mali kaynaklarını kullanarak ne kadar bir süre için temin edebileceğini göstermektedir.

Rezervlerin ithal edilen mal ve hizmetlere oranının ve kısa vadeli dış borçlara oranının yüksekliği, özellikle dış borcu yüksek olan ülkelerin uluslararası piyasalardan borçlanırken ödemek zorunda kaldığı risk primini düşürmektedir. Bu oranların düşük olması ise yerli ve yabancı yatırımcıların o ülkeye olan yatırımlarını azaltmalarına veya yüksek risk primi talep etmelerine neden olmaktadır.

2.2. Kısa Vadeli Borçların Uluslararası Rezervlere Oranı

Kısa vadeli borçların uluslararası rezervlere oranı, ülkenin vadesi bir yıl içinde dolacak olan tüm borçlarını karşılama gücünü göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde özel sektörün, daha düşük faiz maliyeti nedeniyle özellikle ABD doları, Japon yeni, İsviçre frangı gibi paralar cinsinden kısa vadeli

borçlanmaya yöneldikleri bilinmektedir. Ancak uluslararası likiditenin daraldığı ve risk algulamalarının değiştiği dönemlerde özellikle gelişmekte olan ülkeler, sermaye piyasalarından uygun vade ve maliyette kaynak bulmakta ve borçlarını döndürmekte zorlanabilmektedirler. Kısa vadeli borçlarının tutarı yüksek olan ülkeler bu nedenle global dalgalanma dönemlerinde ciddi boyutlarda makroekonomik maliyetlerle karşılaşmaktadırlar. Yaşanılan finansal krizler sonrasında en çok önem verilen ülke kırılganlık göstergelerinden biri haline gelen rasyonun, “Greenspan-Guidotti Kuralı” olarak anılan kurala göre %100’ü aşmaması gerekmektedir. Rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranı, ülkenin uluslararası sermaye piyasalarından borçlanma imkanını kullanamaması durumunda kısa vadeli borçlarının ne kadarlık bir bölümünün geri ödemesini rezervlerle gerçekleştirebileceğini ifade etmektedir. Bu oranın “1”in üzerinde olması tercih edilmektedir.

2.3. Parasal Büyüklüklerin Uluslararası Rezervlere Oranı

Finansal kriz ortamlarında ülkedeki yerleşiklerin de yatırım tercihleri yabancı para cinsinden varlıklara yönelebilmektedir. Bu nedenle uluslararası rezerv seviyesinin, M2 tanımlı para arzının belli bir oranındaki yabancı para dönüşümünü karşılayabilecek düzeyde olması beklenmektedir. Rezervlerin para arzına oranı, bir finansal kriz durumunda yerleşiklerin ülkeden çıkarabilecekleri sermaye düzeyine ilişkin bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Bu göstergenin hangi oran üzerinden hesaplanması gerektiğine ilişkin bir fikir birliği bulunmamasına karşın, genel kabul gören rasyo bu alanda ülke rezervlerinin M2’nin %10-20’si arasında bulunmasıdır. Yani en yüksek %20 seviyesinde olması kabul görmektedir. Rezervlerin para arzına oranı, bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin ne kadarının uluslararası rezervler tarafından desteklendiğini göstermektedir.

2.4. Wijnholds ve Kapteyn Yöntemi

Wijnholds ve Kapteyn 2001 yılında geliştirdikleri yöntemde çeşitli kırılganlık göstergelerini bir araya toplayarak, rezerv yeterliliği için politika uygulayıcıları açısından referans olabilecek bir tutar belirlemektedirler. Rezervler, öncelikle kısa vadeli borçları karşılayabilecek düzeyde olmalıdır. Yerleşiklerin, yabancı para cinsinden yatırımlara yönelmek amacıyla yerli para cinsinden likiditeye ihtiyaçları vardır. Bu nedenle para arzının bir bölümünün, yerli yatırımcılar tarafından sermaye çıkışında kullanılabilir olması dikkate alınmalıdır. Risk algulamalarının yükseldiği dönemlerde yerli yatırımcıların yabancı para varlıklara yönelmesi, sabit ya da yönetilen kur rejimlerinde, dalgalı kur rejimlerine göre daha yüksek tutarlarda gerçekleşmektedir.

2000-2013 dönemindeki deneyimlere göre rezervlerin M2 tanımlı para arzına oranının, sabit ve yönetilen kur rejimlerinde %10-20, dalgalı kur rejimlerinde % 5-10 olması gerekmektedir. Yöntemde üçüncü unsur olarak ülke riski dikkate alınmaktadır. Güçlü ekonomik, finansal ve politik temellere sahip olan ülkelerde yerli para cinsinden yatırımlardan yabancı paraya ani bir kayış riski daha azdır. Bu nedenle de ülke riski göstergesi, yukarıda bahsedildiği şekilde uygulanan kur rejimine göre belirlenen para arzı ile çarpılır ve kısa vadeli borçlarla toplamı, yeterli rezerv seviyesini oluşturur. Wijnholds ve Kapteyn, yöntemlerinde ülke riski olarak “The Economist” dergisi tarafından yayınlanan, ülkelerin 77 farklı göstergelerinden türetilen ülke risk endeksini kullanmışlardır.

Her ne kadar bu faktörler rezerv yeterliliğinin tespitinde bazı somut ipuçları vermeleri nedeniyle kullanılmaya devam edilse de, gelişen ticaret, ekonomik çeşitlilik ve ülkeler arası etkileşimin artması,

yeterli rezerv seviyesinin tek bir büyüklük kullanılarak saptanmasını yetersiz kılmaktadır. Bu geleneksel ölçütler basit ve şeffaf olmalarına karşın, ihtiyari ve dar kapsamlı olmaları nedeniyle eleştirilmektedir. Bu nedenle, söz konusu ölçütlere alternatif olarak rezerv yeterliliğinin belirlenmesinde fayda maliyet modelleri, ülkelere özgü senaryo analizleri ve rezerv talebini ölçmeye yönelik regresyonlar da kullanılmaktadır (TCMB, 2007: 4).

Bununla beraber, ülkeler en uygun rezerv miktarını belirlerken iki unsuru dikkate almaktadır. Bunlardan ilki rezervlerin hangi alanlarda kullanılacağıın saptanması ve bu doğrultuda gerekli minimum rezerv seviyesinin doğru bir şekilde tespit edilmesidir. İkinci unsur ise rezerv tutmanın maliyetinin doğru bir şekilde analiz edilmesidir. Bu iki unsurun aynı anda gözetilmesi, rezervler için hem ihtiyaçları karşılayacak şekilde bir alt limit, hem de maliyetlerin ek yük getirmeyeceği şekilde bir üst limit belirlenmesine yardımcı olmaktadır.

Rezerv yeterliliği ülkelerin dışsal şokları engelleme ve etkilerini azaltma kapasiteleri ile ilişkilidir. 2008 yılından itibaren etkisini gösteren küresel finansal kriz ülkelerin şoklara karşı savunma gücünü artırması bakımından yeterli düzeyde rezerv tutmalarının önemini bir kez daha vurgulamıştır.

Ülkelerin tutmaları gereken rezerv miktarı, uyguladıkları döviz kuru rejimi, döviz cinsinden yükümlülüklerinin miktarı, yaşanabilecek dışsal şokların olası büyüklüğü, ortaya çıkma olasılığı ve sıklığı ile yakından ilişkilidir. Dolayısıyla ülke koşullarının birbirinden farklılık göstermesi nedeniyle her ülke için geçerli tek bir rezerv seviyesi belirlemek oldukça güçtür.

3. DÖVİZ REZERV YETERLİLİK GÖSTERGELERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Literatürde genel kabul görmüş olan döviz yeterlilik göstergelerinden rezervlerin ithalatı karşılama oranı, rezervlerin kısa vadeli borçları karşılama oranı ve rezervlerin parasal büyüklüklere oranı Türkiye açısından 2000-2013 dönemi için değerlendirilmiş olup aşağıdaki tablo ve grafiklerle gösterilmiştir.

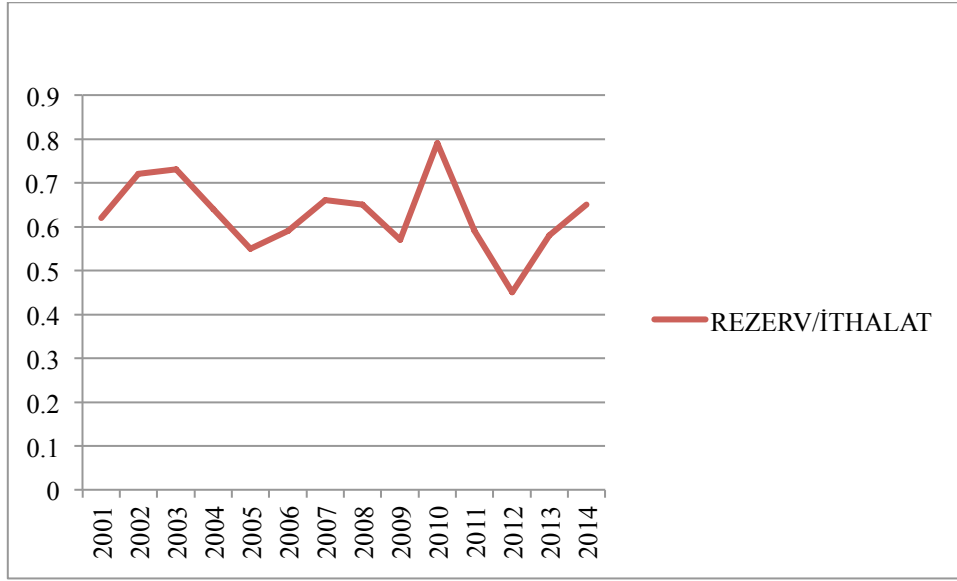
Tablo 1: Türkiye Açısından Brüt Uluslararası Rezervlerin İthalata Oranı

DÖNEM	REZERV (Milyon Dolar)	İTHALAT (Milyon Dolar)	REZERV/İTHALAT
2000	34.185,0	54.503,0	0,62
2001	30.212,0	41.399,0	0,72
2002	38.066,0	51.554,0	0,73
2003	44.968,0	69.340,0	0,64
2004	53.786,0	97.540,0	0,55
2005	70.046,0	116.774	0,59
2006	92.435,0	139.576	0,66
2007	111.016	170.063	0,65
2008	116.897	201.963	0,57
2009	112.232	140.928	0,79
2010	110.048	185.544	0,59
2011	110.558	240.842	0,45
2012	137.519	236.545	0,58
2013	149.167	228.510	0,65

Kaynak: TCMB, EVDS

Tablo 1’in son sütununda yer alan gösterge, brüt uluslararası rezervlerin, 3 aylık ithalat rakamlarının kümülatif toplamına oranlanması ile elde edilmiş bir göstergedir. Literatürde yer alan rezerv yeterlilik göstergelerine göre ülke rezerv düzeyinin 3 ya da 4 aylık ithalat düzeyini karşılaması olumlu karşılanmaktadır. Aksi takdirde yetersiz kabul edilmektedir. Rezerv/İthalat oranının “1” değerine ulaşması veya bu oranı geçmesi ideal olarak değerlendirilmektedir. Üç aylık ithalatı karşılamak açısından değerlendirildiğinde, brüt uluslararası rezervlerin kriz yıllarında yetersiz kaldığı veya düşüş gösterdiği görülmektedir. 2000-2013 döneminde rezervlerin 3 aylık ithalatı karşılama kapasitesinin tam olarak yeterli olmadığını söylemek mümkündür. Özellikle 2004 krizinde ve 2008 küresel kriz dönemlerinde Rezerv/İthalat oranında belirgin bir düşüş görülmektedir. Türkiye açısından 2000-2013 yılları arasında ortalama 0,62 oranında rezervlerin ithalatı karşılama oranı bulunmaktadır. Bu oran literatürde ideal olarak kabul edilen orana oldukça yakın bir değerdir ancak sonuç olarak Türkiye açısından rezervlerin ithalatı karşılamada yetersiz olduğu söylenebilir.

Grafik 1: Türkiye Açısından Brüt Uluslararası Rezervlerin İthalata Oranı



Kaynak: TCMB, EVDS

Tablo 2: Türkiye Açısından Brüt Uluslararası Rezervlerin Kısa Vadeli Borçlara Oranı

DÖNEM	REZERV (Milyon Dolar)	KVB (Milyon Dolar)	REZERV/KVB
2000	34.185,0	28.301,0	1,2
2001	30.212,0	16.403,0	1,8
2002	38.066,0	16.424,0	2,3
2003	44.968,0	23.013,0	1,9
2004	53.786,0	32.203,0	1,6
2005	70.046,0	38.914,0	1,8
2006	92.435,0	42.853,0	2,1
2007	111.016	43.145,0	2,5
2008	116.897	52.519,0	2,2
2009	112.232	48.990,0	2,2
2010	110.048	77.294,0	1,4
2011	110.558	81.841,0	1,3
2012	137.519	100.540	1,3
2013	149.167	129.107	1,1

Kaynak: TCMB, EVDS

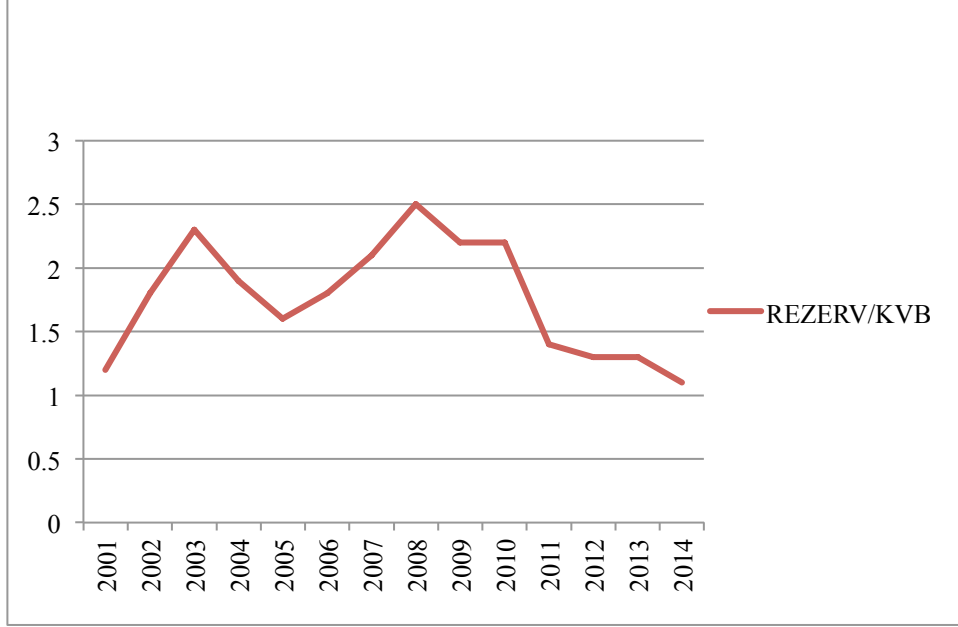
Rezerv/İthalat oranı rezerv yeterliliğinin ölçülmesinde iyi sonuç veren bir oran olmuştur ancak 1990 sonrası dönemde yaşanan finansal krizler sonrasında, rezerv yeterliliğine karar verilme sürecinde Rezerv/KVB oranının da önemli bir göstere olduğu görülmüştür (Flood ve Marion, 2002).

Tablo 2’de brüt rezervlerin kısa vadeli borçlara oranı hesaplanmıştır. Bu oran, hem ülkelerin rezerv yeterliliğini göstermesi hem de krizlerin temel öncü göstergelerinden sayılması açısından oldukça önemli göstergedir. Bu bağlamda Rezerv/KVB oranı, bir ülkenin uluslararası finansal piyasalardan borçlanmadan borçlarını geri ödeyebilme gücünü göstermektedir.

Literatürde Rezerv/KVB oranının “1” değerine ulaşması ya da bu oranı geçmesi ideal olarak değerlendirilmektedir. Rezervler kısa vadeli borçlanma açısından değerlendirildiğinde ise 2000 yılında yaşanan krizin de etkisiyle rezervlerin sonraki yıllara oranla belirgin bir şekilde düştüğü görülmektedir. Ancak genel olarak bakıldığında 2000-2013 döneminde rezervlerin KVB toplamını fazlasıyla karşıladığı ve ideal olarak kabul edilen “1” değerini aştığı görülmektedir.

Bu oranların yüksek olması, özellikle dış borcu yüksek olan ülkelerin uluslararası piyasalardan borçlanırken ödemek zorunda kalacağı risk primini, buna bağlı olarak da borçlanma maliyetini düşürmektedir. Tam tersine bu oranların düşük olması yabancı yatırımcıların ya da yerli yatırımcıların o ülkeye olan yatırımlarını azaltmalarına, yatırım yapmaktan kaçınmalarına veya daha yüksek risk primi talep etmelerine neden olmaktadır. Bu oranların “1” değerinden daha yüksek olması Türkiye’nin ödemek zorunda kalacağı risk primini düşürmektedir.

Grafik 2: Türkiye Açısından Brüt Uluslararası Rezervlerin Kısa Vadeli Borçlara Oranı



Kaynak: TCMB, EVDS

**Tablo 3: Türkiye Açısından Brüt Uluslararası Rezervlerin Parasal Büyüklüklere
(M2 Para Arzı) Oranı**

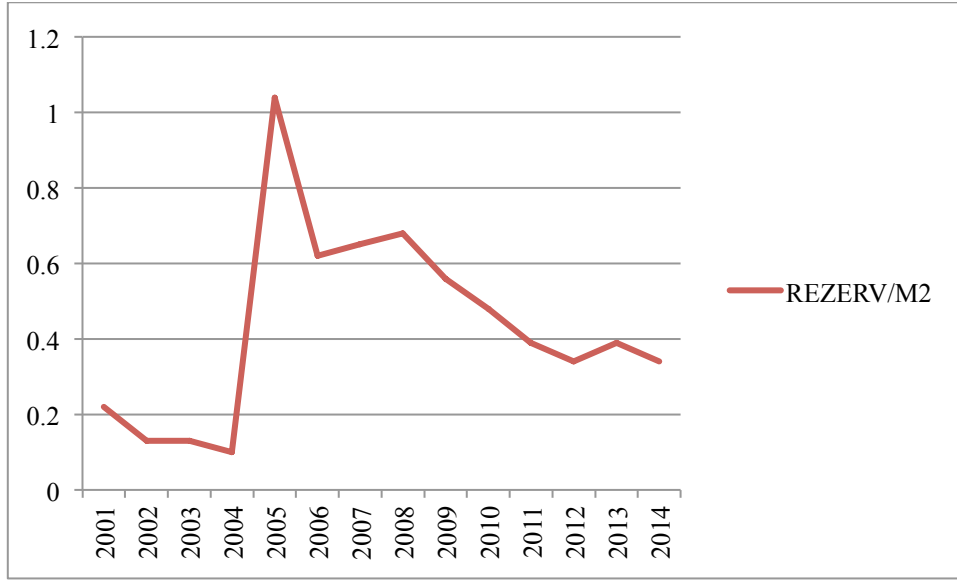
DÖNEM	REZERV (TL)	M2 (TL)	REZERV/M2
2000	72.429,0	319.121	0,22
2001	64.010,0	472.411	0,13
2002	80.652,0	618.797	0,13
2003	95.272,0	827.130	0,10
2004	113.963	108.539	1,04
2005	148.437	238.801	0,62
2006	195.884	297.735	0,65
2007	235.263	344.377	0,68
2008	247.716	436.380	0,56
2009	237.834	493.061	0,48
2010	233.170	587.261	0,39
2011	234.182	674.409	0,34
2012	291.341	743.043	0,39
2013	313.274	908.005	0,34

Kaynak: TCMB, EVDS

Tablo 3’te uluslararası rezervlerin parasal büyüklüklere olan oranı ele alınmıştır. Bu göstergenin hangi oran üzerinden hesaplanması gerektiğine ilişkin literatürde bir fikir birliği bulunmamasına karşın, daha önce bahsedildiği gibi genel kabul gören rasyo bu alanda ülke rezervlerinin M2’nin %10-20’si arasında bulunmasıdır. Yani en yüksek %20 seviyesinde olması kabul görmektedir.

2000 yılı ve sonrası üç yılda krizin etkisiyle rezerv seviyesinin diğer yıllara oranla düşük düzeyde olduğu göze çarpmaktadır. Özellikle 2003 yılı sonrasında rezervlerde istikrarlı bir yükseliş mevcut olup, 2013 yılında rezervlerin para arzına oranı %34,5 seviyesindedir. Türkiye açısından ele alınan göstergelere göre rezervlerin M2 para arzına oranı yeterli düzeydedir hatta son yıllarda ideal oran olarak kabul edilen %20 seviyesinin de oldukça üzerinde olduğunu ifade etmek gerekir.

Grafik 3: Türkiye Açısından Brüt Uluslararası Rezervlerin Parasal Büyüklüklere (M2 Para Arzı) Oranı



Kaynak: TCMB, EVDS

4. SONUÇ

Döviz rezerv yeterlilik düzeyini belirleyen değişkenler literatürde tartışma konusudur. Bu çalışmada, Türkiye’de döviz rezervlerinin yeterlilik düzeyini belirleyen değişkenler incelenmiş ve döviz rezervlerinin yıllara bağlı gelişimi 2000-2013 dönemi için araştırılmıştır.

Çalışma sonucunda, Türkiye’de döviz rezerv yeterliliğini belirleyen en önemli değişkenlerin literatürle paralel olarak ithalat, kısa vadeli borçlar ve para arzı olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 1’de ithalat harcamalarının merkez bankası döviz rezervleri üzerinde pozitif etkisinin olduğu dikkat çekmektedir. Bu durum ithalatın artmasına bağlı olarak dış borçların artması, dış açığın ve cari açığın yükselmesi ve daha çok rezerv tutma eğilimine girilmesiyle açıklanabilmektedir.

Tablo 2’de 2000-2013 döneminde kısa vadeli borçlar ile döviz rezervleri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Dış borçların artması, dış açığı artırmakta buna bağlı olarak cari açığı yükseltmekte ve ülke açısından bir sigorta görevi üstlenen döviz rezervlerinin daha da artmasına yol açmaktadır.

Tablo 3’te 2000-2013 dönemi için M2 para arzı ile döviz rezervlerindeki değişimler incelendiğinde M2 para arzının döviz rezervleri üzerinde çoğunlukla pozitif bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Para arzında bir artış durumunda hem yabancı mal ve hizmet ithali, hem de sermaye ihracı dolayısıyla döviz talebi artmaktadır. Cari işlemler ve sermaye bilançosundan kaynaklanan bu talep artışları ise cari döviz kurunun yükselmesine, diğer bir deyişle, ulusal paranın değer kaybetmesine yol açmakta böylece döviz rezervleri de artmaktadır. Diğer taraftan M2 para arzının artmasına bağlı olarak faiz oranları yükselmekte ve ülkeye sermaye girişi artmaktadır. Sermaye akımlarının artması rezerv artışlarını da beraberinde getirmektedir.

Tablo 1, Tablo 2 ve Tablo 3’ün sonuçları birlikte değerlendirildiğinde, ithalat, kısa vadeli borçlar ve M2 para arzının döviz rezerv yeterliliğini belirlemede en önemli değişkenler olduğu saptanmaktadır. Rezervin parasal büyüklük olarak para tabanıyla karşılaştırılmasında genelde M2 para tabanı kullanılmaktadır. Dolayısıyla, Türkiye açısından döviz rezervlerinin M2 para arzını ne oranda karşıladığı önemli olmaktadır. Döviz rezervlerinin 2000-2013 dönemi için kısa vadeli borçlar ve M2 para arzını karşılamada yeterli olduğu ancak ithalatı karşılamada yetersiz kaldığı gözlenmektedir.

Merkez bankası rezervlerinin yeterli olup olmadığına ilişkin tartışmalar Türkiye gibi döviz sorunu olan ülkeler için söz konusu olmaktadır. Birçok ülkenin merkez bankası döviz rezervi tutmanın yüksek maliyeti nedeniyle döviz rezerv düzeyini artırmak istememektedir. Ancak, ekonomide ciddi boyutlarda olumsuz gelişmeler söz konusu olduğunda reel sektörün gereksinimleri ve ülke ekonomisinin istikrarı için döviz rezervlerinin ağırlıklı olarak kullanılması nedeniyle merkez bankası rezervleri günümüzdeki önemini korumaya devam etmektedir.

5. KAYNAKLAR

Comelli, F. ve diğerleri (2006), “Accumulation of Foreign Reserves”, in Social Science Research Network.

Fischer, S. (2001), Opening Remarks, IMF, World Bank International Reserves:Policy Issues.

Flood, Robert P ve Marion, Nancy P. (2002), “International Reserves in an Era of High Capital Mobility”, International Monetary Fund, Washington, DC, IMF Working Paper, No. WP/02/62.

Frenkel, Jacob A. ve Jovanovic, Boyan (1981), “Optimal International Reserves: A Stochastic Framework”, The Economic Journal, 91, No. 362, June, (507-514).

Garcia, Pablo ve Soto, Claudio (2004), “Large Hoarding of International Reserves: Are They Worth It?”, Central Bank of Chile Working Paper, No 299.

IMF (2000), “Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability” Prepared by the Policy Development and Review Department in Consultation with Other Departments, March 23.

Irefin, David ve Yaaba, N. Baba (2011), “Determinants of Foreign Reserves in Nigeria: An Autoregressive Distributed Lag Approach”, CBN Journal of Applied Statistics, 2, No.2.

Kenen, Peter B. ve Yudin, Elinor B. (1965), “The Demand for International Reserves”, Review of Economics and Statistics, 47, (242-250).

Marion, V. Williams (2005), “Foreign Exchange Reserves - How Much is Enough?”, Text of the Twentieth Adlith Brown Memorial Lecture Delivered by Dr. Marion V Williams, Governor of the Central Bank of Barbados, at the Central Bank of the Bahamas, Nassau, November.

Movchan, Veronika (2002), “Criteria for International Reserve Adequacy: What Level of Reserves Does Ukraine Need?”, Institute for Economic Research and Policy Consulting, Kyiv, 15 August 2002.

Rodrik, Dani ve Velasco, A. (1999), “Short-Term Capital Flows”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7364, September 1999.

Shcherbakov, S. G. (2002), “Foreign Reserves Adequacy: Case of China”, Prepared for the Fifteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payment Statistics, Canberra, Australia, October.

Summers, Lawrence H. (2006), ‘‘Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Market Reserves Accumulation’’, L. K. Jha Memorial Lecture, Reserves Bank of India, Mumbai.

TCMB (2007), Yıllık Rapor, Sayı 8, Ankara.

Triffin, Robert (1960), ‘‘National Central Banking and the International Economy’’, The Review of Economic Studies, 14, Issue 2.

Wijnholds, J. Onno de Beaufort ve Kapteyn, Arend (2001), ‘‘Reserve Adequacy in Emerging Market Economies’’, IMF Working Paper, No.143.

Williamson, John (1973), ‘‘International Liquidity: A Survey’’, The Economic Journal, 83, Issue 331, 685-746, September.