

DÖVİZ REZERV YETERLİLİK GÖSTERGELERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ: KAZAKİSTAN ÖRNEĐİ¹

Arş. Gör. Aziza SYZDYKOVA²

Aktolkin ABUBAKİROVA³

ÖZET

Uluslararası rezervler, uluslararası para sistemi içinde önemli bir yere sahiptir ve ülkelerin ekonomik gücünü yansıtan önemli göstergelerden biridir. Bu sebepten uluslararası rezerv konusu sürekli araştırılan bir konu olmuştur. Ancak yapılan literatür taramasında, çalışmaların büyük çoğunluğunun teorik olduğu görülmüştür. Uygulamalı çalışmalar ise rezervin optimum seviyesini bulmaya odaklanmıştır. Bu çalışmada uluslararası rezervlerin kompozisyonu, rezerv talebi ve maliyeti, rezerv yeterlilik göstergeleri teorik olarak anlatıldıktan sonra, Kazakistan için 2000-2016 yılları arasında rezerv yeterliliği değerlendirilmiştir. Bu değerlendirilme yapılırken teorideki rezerv yeterlilik yaklaşımları esas alınmıştır.

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

EVALUATION OF FOREIGN EXCHANGE RESERVE PROFICIENCY INDICATORS: THE CASE OF KAZAKHSTAN

ABSTRACT

International reserves have an important place in the international monetary system and are one of the important indicators reflecting the economic potential of the countries. For this reason, the subject of international reserves has been a constantly explored issue. But a literature search, it is seen that the wide majority of studies are theoretical. Applied studies have focused on finding the optimum level of the reserve. In this study, after the composition of international reserves, reserve demand and cost, reserve adequacy indicators are explained theoretically, adequacy of reserves between the years 2000-2016 were evaluated for Kazakhstan. This evaluation is being performed, it is based on the reserve adequacy approaches in theory.

Keywords: Foreign Reserves, Kazakhstan, Central Bank, Import, Money Supply, Short-term Debt.

¹ Bu çalışma 10-12 Mayıs 2018 tarihinde InTraders Uluslararası Ticaret Kongresinde özet bildiri olarak sunulmuştur..

² Ahmet Yesevi Uluslararası Türk Kazak Üniversitesi, azizayesevi@gmail.com

³ Ahmet Yesevi Uluslararası Türk Kazak Üniversitesi, aktolkin.abubakirova@ayu.edu.kz

GİRİŞ

Uluslararası para sistemi içinde önemli bir yere sahip olan uluslararası rezervler, ülkenin ekonomik gücünü yansıtan önemli büyüklüklerden biridir. Ülkelerin uluslararası rezerv talep etmelerinin en önemli nedeni, uluslararası rezervlerin krizlere karşı bir tampon olarak kullanılabilmesidir. Bunun bir yansıması olarak uluslararası rezervler, dış borç geri ödemelerinde, döviz kurunda ve ödemeler bilançosunda meydana gelebilecek ani değişimleri önlemek içinde başvurulan kaynak olmuştur. Yerel para karşılığı rezerv talebi ise günümüzde genel olarak kullanılmamaktadır. Diğer taraftan, özellikle gelişmekte olan ülkeler, rezerv bulundurmanın fırsat maliyetine katlanmak durumundadırlar.

Rezerv seviyesi, ülkelerin krizlere karşı koyabilme gücünü gösterdiğinden, özellikle bu ülkelere kredi veren, yatırım yapan kuruluş ve ülkeler için de önemlidir. Rezerv seviyesinin tespitinde rezervin yeterliliği ve optimumluğu kullanılan iki temel yaklaşımdır. Ülke rezervlerinin kısa vadeli dış borçlarla, para arzıyla ve ithalatla karşılaştırılması en fazla rastlanan rezerv yeterliliği yaklaşımları olmakla birlikte, karma yaklaşımlar da kullanılmaktadır.

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.

Haziran 2017 yılı itibari ülke ülkelerin tuttuğu döviz rezervi toplamı IMF rakamlarına göre 11 triyon 120 milyar dolar. Bunun 5 trilyon 909 milyar dolarlık kısmı ABD doları. Toplam rezervler içinde ABD dolarının payı %45, dolardan sonra tutulan rezerv para 1 triyon 844 milyar dolar ile (payı %16) Euro'dur. Kazakistan'ın rezerv rakamı ise yaklaşık 30 milyar dolardır (IMF, 2017).

1. ULUSLARARASI REZERVLER VE KOMPOZİSYONU

Uzun yıllar boyunca uluslararası para sisteminin ve likiditenin önemli bir parçası olan uluslararası rezervler, genelde ülkelerin az ya da çok sahip oldukları önemli bir ekonomik kaynaktır. Uluslararası rezerv sayısal büyüklük olarak genelde ödemeler bilançosunun alt kalemi ve merkez bankalarının önemli bir bilanço kalemi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Uluslararası rezervin ne olduğu ve nasıl tanımlanması gerektiği konusunda çeşitli tanımlar olmasına karşın günümüzde en çok kullanılan ve genel kabul görmüş tanımlama IMF tarafından yapılanıdır. Buna göre, uluslararası rezervler para otoriteleri tarafından her an kullanılabilen ve kontrol edilebilen, ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek içinde ve dolaylı olarak da bazı dengesizlikleri düzenlemek içinde döviz piyasalarına döviz kurunu etkilemek ve/veya başka amaçlı müdahale etmek için kullanılan dış aktiflerdir (IMF, 1993:424).

Rezerv tek bir varlık olmayıp birden fazla varlığın toplamıdır. Rezervi oluşturan varlıklar ise uluslararası standartta altın, konvertibl dövizler, özel çekme hakları (SDR) ve Uluslararası Para Fonu (IMF) rezerv pozisyonudur. Uluslararası rezerv olarak kullanılan varlık ne olursa olsun belirli temel özelliklere sahip olması gerekmektedir. Uluslararası para sistemi içinde tanınıyor ve bu sistem içinde de kullanılabilir olması bu özelliklerden en önemlileridir (Yalçınar, 2012:140). Rezerv kompozisyonunun bileşenlerine bakmak için tablolardan yararlanmak en doğru yaklaşım olacaktır. IMF tarafından ülkelerden istenen resmi rezerv aktifleri Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1: Rezerv Bileşenleri (IMF sınıflaması)

- A. Resmi Rezervler
 - 1. Konvertibil Döviz
 - a. Yabancı para cinsinden tahvil ve bonolar
 - b. Toplam döviz depoları
 - i. Diğer Merkez Bankaları ve BIS ile yapılan
 - ii. Raporlama yapan ülkelerle yapılan
 - iii. Raporlama dışında kalan ülkelerle yapılan
 - 2. IMF rezerv pozisyonu
 - 3. SDR
 - 4. Altın
 - 5. Diğer Rezerv Kalemleri
- B. Diğer Yabancı Para Varlıkları

Kaynak: IMF, 2017

Rezerv kompozisyonunu oluşturan bileşenlerin oranları ise değişkenlik göstermektedir. Ülke ekonomilerinin dinamik bir yapıya sahip olması nedeniyle bu bileşenlerin ağırlıkları yıllar itibarıyla ve ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Tablo 2’de 2009 ve 2015 Mart ayı itibarıyla rezerv bileşenlerinin dünya rezerv toplamı içindeki payları gösterilmektedir. 7 yıllık dönem sonunda IMF rezerv pozisyonu içinde rezerv bileşenlerinin ağırlıklarının değiştiği görülmektedir. Haziran 2017 itibarıyla dünya toplam rezerv miktarı ise yaklaşık 11 trilyon 120 milyar dolardır.

Tablo 2: Dünya Resmi Rezerv Varlıkları

(Milyar SDR cinsinden)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Mart 2015 |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| IMF Rezerv Pozisyonu | 38.7 | 48.8 | 98.3 | 103.2 | 97.5 | 81.7 | 68.4 |
| SDR | 200.8 | 199.6 | 193.8 | 191.5 | 191.0 | 189.9 | 189.5 |
| Döviz | 5208.2 | 6016.3 | 6647.8 | 7126.7 | 7586.2 | 8000.4 | 8292.4 |
| Altın Hariç Toplam | 5447.6 | 6264.8 | 6940.1 | 7421.6 | 7874.9 | 8272.2 | 8550.5 |
| Rezervler | | | | | | | |
| Altın | | | | | | | |
| Miktar (milyon ons) | 879.2 | 885.0 | 897.2 | 911.4 | 922.5 | 930.7 | 931.7 |
| Londra pazar fiyatındaki değer | 609.9 | 807.7 | 894.7 | 986.7 | 721.5 | 774.7 | 801.7 |
| Altın Dahil Toplam | 6057.5 | 7072.4 | 7834.8 | 8408.4 | 8596.4 | 9046.9 | 9352.3 |
| Rezervler | | | | | | | |

Kaynak: IMF 2015 Annual Report, Appendix I, International Reserves

Tablo 2’den de görüldüğü gibi 2015 Mart itibarıyla, rezerv kompozisyonu içinde en büyük payı döviz rezervleri oluşturmaktadır. Bu tarihte döviz %88’lik bir paya sahipken, altın %8, SDR %2 ve IMF rezerv pozisyonu yaklaşık %1’lik paylara sahiptir.

2. ULUSLARARASI REZERV TALEBİ VE MALİYETİ

Ülkelerin uluslararası rezerv bulundurmaları ve rezerv seviyelerinde değişiklik yapmalarının altında bir çok neden bulunmaktadır. Diğer taraftan, uluslararası rezerv talebi sonsuz değildir, bu talebin muhakkak bir üst sınırı ve bir maliyeti bulunmaktadır. Rezerve sahip kuruluş genelde rezervi ülkenin yürütmekte olduğu para ve maliye politikaları içinde yani toplumsal ülke çıkarları içinde kullanmaktadır (TCMB, 2005:2).

Günümüzde özellikle ülkeler arasındaki ticaretin sürekli artması sonucunda rezerv talebinin ve arzının artacağı tahmin edilmektedir (Bahmani ve Brown, 2002:1210). Ülkeler tarafından uluslararası rezerv talep edilmesinin çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Genel olarak ülke rezervinin kullanılma amaçları yerel paranın karşılığı, ödemeler dengesi bozukluklarının telafisi, döviz piyasalarına müdahale, dış borç ödemeleri ve yabancı para ödemeleridir. Diğer taraftan, ülke rezerv seviyesi, o ülkenin prestijini de yansıtmakta olup, ülkeler ayrıca prestij içinde rezerv talep etmemekte, rezervin fazlalığı ülke prestijine katkıda bulunmaktadır (Yalçiner, 2005: 151).

Rezerve ihtiyaç duyulmayacak iki durum vardır: Bunlardan ilki tüm dünyanın tek bir para birimi kullanıyor olması, diğeri ise tüm dünyanın tek bir ülke olması yani tam olarak işleyen, istisnasız katılımın olduğu bir dalgalı döviz kuru sisteminin olmasıdır (Greenspan,1999:1).

Ayrıca uluslararası rezerv ihtiyacı teorik açıdan ülkelerde izlenen döviz kuru politikaları ile ilgili bir sorundur. Sabit kur sistemindeki ülkeler, bu rezervleri kullanarak belirlenen sabit pariteleri sürdürmeye çalışırlar. Dalgalı kur sistemlerinde ise döviz kurları döviz arz ve talebindeki değişimlere karşı gerekli uyumları yapacağı için dış ödeme dengesizlikleri kendiliğinden giderilecek ve likiditeye ihtiyaç kalmayacaktır (Seyidoğlu, 1990:681).

Merkez bankaları yukarıda bahsedilen çeşitli sebeplerle ihtiyaç duydukları bedelsiz olarak rezerv elde edemezler, rezervi temin ve muhafaza ederken mutlaka bir maliyete katlanırlar. Rezervlerin maliyeti hakkında yapılan iki farklı yaklaşımdan ilki sermayenin marjinal verimliliği yaklaşımıdır. Bu yaklaşımın zorluğu, uluslararası rezervlerin alternative kullanımlarından elde edilen getiri değerlerine ulaşmaya çalışmaktır (Yalçiner, 2012:142). Örneğin merkez bankası rezerv oluştururken, diğer bir ifadeyle yabancıların yurda getirdikleri dövizleri sterilizasyon politikası kapsamında hazine menkul kıymetleri karşılığı piyasadan çekerken yaklaşık yıllık %12 faiz ödüyor ve yatırım yaptığı ABD menkul kıymetlerinden de yıllık %4 faiz geliri sağlıyorsa rezerv oluşturmanın maliyeti %8 olmaktadır.

İkinci yaklaşım marjinal borçlanma maliyeti yaklaşımıdır. Yaklaşımına göre maliyet, uluslararası sermaye piyasalarındaki marjinal borçlanma maliyetine eşittir (Yalçiner, 2012:142). Bu yaklaşımın sermayenin marjinal verimlilik yaklaşımına göre iki temel avantajı bulunmaktadır. Birincisi kullanılacak verilere ulaşmanın daha kolay olması, ikincisi ise planlamacıların yurtiçi yatırım fırsatlarına odaklanmalarına rağmen, rezerv yönetimi açısından kararların daha çok rezervin fonlama maliyetine odaklanmaları veya rezervi dış borç ödemelerinde kullanma eğiliminde olmalarıdır (Roger, 1993:32).

Yapılan ekonomik çalışmaların büyük çoğunluğu (Heller, 1966; Kenen ve Yudin, 1967; Bassat ve Gottlieb,1992) uluslararası rezervlerin fırsat maliyetini hesaplamaktadırlar. Heller (1966), ülkelerin çoğunluğunda rezervin fırsat maliyetinin toplam rezerv seviyesinin yüzde 5 ile yüzde 10'u arasında bir değere eşit olduğunu, gelişmiş ülkeler içinde bu oranın yüzde 5, gelişmekte olan ülkelerde ise yüzde 10'a yakın olduğunu belirtmiştir. Ancak, günümüzde tüm ülkelerin farklı yapıda olması dolayısıyla bu şekilde bir genelleme yapmak doğru olmayacaktır. Bu konuda yapılmış güncel araştırmalarda ise daha farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Edwards (1985), Bassat ve Gottlieb (1992)'a göre rezerv ile fırsat maliyeti arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır.

Uluslararası rezervlerin maliyeti konusunda, fırsat maliyetinden farklı maliyetleri de bulunmaktadır. Rezervin seviyesini korumak içinde ülke tarafından katlanılan maliyet sürekli maliyeti oluşturmaktadır. Ülke rezerv seviyesini koruduğu süre boyunca bu maliyete katlanacaktır. Uluslararası rezerv seviyesinde meydana gelen artıştan dolayı kaynaklanan maliyet transfer maliyeti olarak isimlendirilebilir. Transfer maliyetine rezerv seviyesinde bir değişiklik kararı alındıktan sonra katlanılır. Transfer maliyeti yeni rezerv seviyede bulunmaya devam edildiği sürece ortadan kalkar. Bunlar rezervi tutma ve biriktirme maliyetleridir. Eğer sistemin eşitlik noktası sabit ve değişmez ise, bu iki maliyetin eşit olması beklenir, seviye değişiyorsa farklılaşır. Çünkü, gelişen bir ekonomide, eşitlik seviyesini sürdürebilmek içinde sürekli rezerv seviyesini artırmak gerekir. Sürekli maliyet ve geçici maliyet olarak da bir ayrıma gitmek mümkündür. Sürekli maliyet toplama maliyetini de içeren bir maliyet olurken geçici maliyet transfer maliyeti ile örtüşmektedir (Niehans, 1970:55-57). Özellikle 1980 ve 1990'lu yıllarda yapılan çalışmalar genellendiğinde, rezerv talebi ile rezervin fırsat maliyeti arasında ciddi bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Bu nedenle yapılacak optimum rezerv seviyesi çalışmalarında, fırsat maliyetinin kullanılması bir gereklilik haline gelmiştir (Bahmani ve Brown, 2002:1271).

Bu durumda, merkez bankalarının ve politika yapıcılarının karşısına uluslararası rezerv talebi ve maliyeti arasında hassas bir denge kurma gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

3. REZERV YETERLİLİK GÖSTERGELERİ

Uluslararası rezervlerin kullanım amaçları doğrultusunda miktarının ne kadar olması gerektiği sürekli tartışılan ve araştırılan bir konu olmuştur. Bir çok çalışmada, ülkelerin ekonomik durumuna, dünya ticaretindeki yerine, uyguladığı kur rejimine ve finansal yapısına göre uluslararası rezervlerinin seviyesinin farklılık gösterdiği belirtilmektedir. Genel olarak bu konuda yapılan akademik çalışmaların büyük bölümü, uluslararası rezervlerin yeterliğinin ve optimumluğunun tespitinde yoğunlaşmıştır (Doğukanlı, 2008:12).

Uluslararası rezerv seviyesi kriz anında tampon görevini yapabilme, döviz kurunu destekleme, dış borçları karşılama ve milli paraya olan güveni sürdürebilme fonksiyonlarını yerine getirmeye imkan verdiği sürece yeterli sayılabilir.

Uluslararası rezerv seviyesinin tespit edilmesinde ister talep yönlü yani fırsat maliyetinin kullanıldığı bir model yapılsın, ister belli büyüklüklerle kıyaslama yapılarak bulunmaya çalışılsın, olması gereken rezerv seviyesinin tespit edilmesi her ülke açısından önem taşımaktadır (Yalçiner, 2012: 141-143).

Rezerv yeterliliği kavramı ülkeden ülkeye değişmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri içinde bu konu daha sıklıkla karşımıza çıkmaktadır. Ülkenin ekonomik yapısı, uyguladığı kur rejimi, dış ticaret uygulamaları, ülkenin gelişmişlik derecesinin ne olduğu, toplumsal bilinç seviyesi, merkez bankasının bulunduğu konum, para ve kur politikaları gibi bir çok kavram, uluslararası rezerv yeterliliğinin tespitinde önemli rol oynamaktadır.

Literatürde yer alan çalışmalar incelendiğinde optimal rezerv seviyesinin belirlenmesinde dikkate alınacak kriterlere ilişkin uluslararası geçerliliği olan tek bir ölçüt bulunmadığı görülmekte ise de optimal rezerv seviyesini belirlemeye ilişkin çeşitli ölçütler geliştirilmiştir. Bu kriterler içinde en çok kullanılan, rezervlerin ithal edilen mal ve hizmetler oranı, kısa vadeli dış borçlara oranı ve para arzına oranları gibi göstergelerdir (Yalçınar,2012:141).

Rezerv seviyesinin bilinmesi tek başına önemli bir gösterge olmayabilir. Sayısal bir değer bulunmasından sonra bunun anlamlı olarak yorumlanabilmesi için de bazı büyüklüklerle karşılaştırılması gerekmektedir. Bir çok çalışmada, rezerv ve diğer ekonomik büyüklükler arasında bir oransallık olup olmadığı araştırılmaktadır.

Ancak karşımıza çıkan her türlü büyüklüğü kullanmak pratik ve teorik anlamda mümkün değildir. Diğer taraftan, rezerv seviyesi yüksek olan ülkeler finansal krizlerin etkilerinden, rezerv seviyesi nispeten az olan ülkelere oranla daha çabuk çıkmışlardır. Bu krizlerden çıkartılabilecek en önemli sonuç gelişmekte olan ülkeler içinde rezerv seviyesinin kriz öncesinden daha fazla olması gerekliliğidir (Fischer, 2001).

Rezerv yeterliliği konusunda yaşanan en önemli sıkıntı, rezerv yeterliliği kavramı ile ilgili literatürün çoğunun 1980 yılından önce yapılmış olmasıdır (Mijnholds ve Kapteyn, 2001).

3.1. Uluslararası Rezervlerin Ülke İthalatını Karşılama Yeterliliği

Temel olarak bakıldığında ithalat yaklaşımı, uluslararası rezervlerin, yıllık ithalat hacmi ile karşılaştırılarak yeterliliğinin ölçülmesine dayanmaktadır. Yabancı kaynaklı giriş ve yurtiçinden çıkış olmaksızın ülkenin belli bir dönem boyunca ithalatını karşılayabileceği kadar rezerv bulundurmasını savunmaktadır. Rezervin ithalat ile karşılaştırması, özellikle yabancı sermaye hareketlerinin az olduğu ve gelişimini tamamlamamış ülkeler içinde önemli bir yaklaşımdır (Mijnholds ve Kapteyn, 2001).

Günümüzde tek başına bu yaklaşımı rezerv seviyesinin yeterliliğinde uygulayan ülke sayısı çok azdır. Bunun temel nedeni ise globalleşme sonucunda uluslararası ticarete sınırları kapatmanın neredeyse imkansız olmasıdır. İthalat yaklaşımına literatürde yapılan çalışmalar ışığında bakıldığında konuyu genellersek üç ana referanstan söz edebiliriz.

- 1) Rezervin yıllık ithalatın yüzde 35'ini karşılaması: Bu yaklaşımda ise uluslararası rezervlerin ülkenin 4.2 aylık ithalatı karşılayacak düzeyde olması gerekmektedir (Triffin, 1960).
- 2) Rezervin ithalatı yüzde 30 ile yüzde 50 arasında karşılaması: Bu yaklaşımda uluslararası rezervlerin yaklaşık 4 ile 6 aylık ithalat miktarını karşılaması gerektiği öne sürülmektedir (Milliamson, 1973).
- 3) Üç aylık ithalatla rezervin karşılaştırılması: Bu yaklaşım halen IMF tarafından ülkenin rezerv yeterliliği içinde kullanılan yaklaşımdır. Buna göre rezerv seviyesinin yıllık ithalat rakamının yüzde 25'ini karşılaması yeterli olmaktadır (Movchan, 2002:4; Mijnholds ve Kapteyn, 2001).

Görüldüğü gibi rezerv/ithalat oranı içinde rezerv yeterliliği yönünde kullanılan yaklaşımlar çeşitlilik göstermektedir. Ancak, en son uygulamalardan biri olması ve IMF tarafından kullanılıyor olmasından hareketle günümüzdeki eşik değeri yıllık ithalat toplamının %25'i, başka bir ifade ile üç aylık ithalat miktarıdır. Dolayısıyla genel olarak ülke rezerv seviyesi yıllık ithalatın %25'ini karşılayabiliyorsa, o ülkenin rezerv seviyesi ithalat açısından yeterlidir denilebilir.

3.2. Kısa Vadeli Borçların Uluslararası Rezervlere Oranı

Dış borç yaklaşımı, rezerv yeterliliğinin saptanmasında özellikle Asya Krizi sonrasında ortaya çıkan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yaklaşım, uluslararası rezerv seviyesinin dış borç stoku ile karşılaştırılarak rezerv yeterliliğinin bulunmasıdır. Ancak, karşılaştırmayı yaparken karşımıza çıkan en önemli problem dış borcu ifade eden kriterin tespit edilmesidir.

Asya krizi, gelişmekte olan ülkeler içinde rezervlerini nasıl yönettikleri konusuna özen göstermeleri gerekliliğini ortaya koymuştur. Ancak, sadece iyi bir rezerv yönetim stratejisi tek başına yeterli değildir. Özellikle döviz rezervleri, çeşitlilik gösteren dışsal şokların gelişmekte olan ülke ekonomilerine olan etkilerini minimuma indirmek içinde ülkenin sahip olduğu pasif ve döviz rezervleri dışında kalan rezerv kalemleri ile eş güdümlü olarak kullanılmalıdır (Greenspan, 1999:3-4). Dolayısıyla kullanılacak rezerv seviyesinin tespit edilmesinde gelişmekte olan ülkeler içinde dış borç stoku belirleyici bir kavram olarak kullanılabilir.

Dış borç geniş bir kavramdır ve bu nedenle bu yaklaşımda hangi borç grubunun ve ne oranda kullanılacağıın tespit edilmesi gerekmektedir. Dış borcu üç ana başlık altında toplarsak bunlar; kısa, orta ve uzun vadeli dış borç kavramlarıdır. Rezerv yeterliliği tespitinde kullanılanı ise Kısa Vadeli Dış Borçlar (KVDB) olup, vadesi bir yıldan daha az olan borçları kapsamaktadır.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin son yıllarda sermaye hareketlerine maruz kalmalarından dolayı bu kavrama olan ilgi iyice artmıştır. Bundan dolayı da rezervin kısa dönemli dış borç rakamları ile olan ilişkisi önem kazanmıştır. Rezerv/dış borç oranı uluslararası finansal piyasalardan borç alan ülke ekonomileri içinde kullanılabilir bir oran olarak karşımıza çıkmaktadır. Günümüzde kısa dönemli dış borç ihtiyacı olan ülkeler genelde gelişmekte olan ülkeler olup bu ülkelerin ekonomilerinde önemli bir büyüklüğü oluşturmaktadır. Dolayısıyla, dış borç yaklaşımının rezerv yeterliliğinde kullanılması doğaldır.

Ülkenin likiditesi ne kadar fazla olursa zayıf yurtiçi yapıdan kaynaklanan dışsal şoklara olan kırılganlığı o kadar az olmaktadır. Bunun sonucunda da ülkenin toplam kısa vadeli dış borcu karşılayacak kadar rezerv bulundurması gerekmektedir (Mulder ve Bussiere,1999). Ancak, burada unutulmaması gereken bir nokta döviz kurunun aşırı değerli olmaması ve cari işlemler açığının katlanılabilir olmasıdır (Mijnholds ve Kapteyn, 2001:9).

Kısa vadeli dış borç yaklaşımı, bir ülkenin gelecek yılda yurtdışından borçlanmamasının ülkeyi nasıl etkilediğini göstermesi nedeniyle önemli olup, sermaye piyasalarına ulaşımı zor olan ülkeler içinde kullanılabilir bir yaklaşımdır (IMF, 2000: 17-18).

Rezerv/Dış Borç oranı ile yapılan çalışmalar çeşitlilik göstermekle birlikte, bu konuda bir ana görüş oluşmuştur. Bu yaklaşımın çıkış noktası Bonn'da yapılan G-33 Semineri'nde Arjantin eski Hazine Bakanı olan Pablo Guidotti'nin yaptığı konuşmadır. Bu konuşmada Guidotti, ülkelerin bir yıl boyunca yurtdışından yeni borç almaksızın finansal yapılarını sürdüreceği şekilde sahip oldukları dış varlıklarını (burada kastedilen uluslararası rezervlerdir) ve borçlarını yönetebilmeleri gerektiğini önermesidir (Greenspan,1999). Bu yaklaşım Guidotti kuralı olarak ifade edilmektedir.

3.3. 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.

4. KAZAKİSTAN AÇISINDAN 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 Kazakistan açısından 2000-2016 dönemi içinde değerlendirilmiş olup aşağıdaki tablo ve grafiklerle gösterilmiştir.

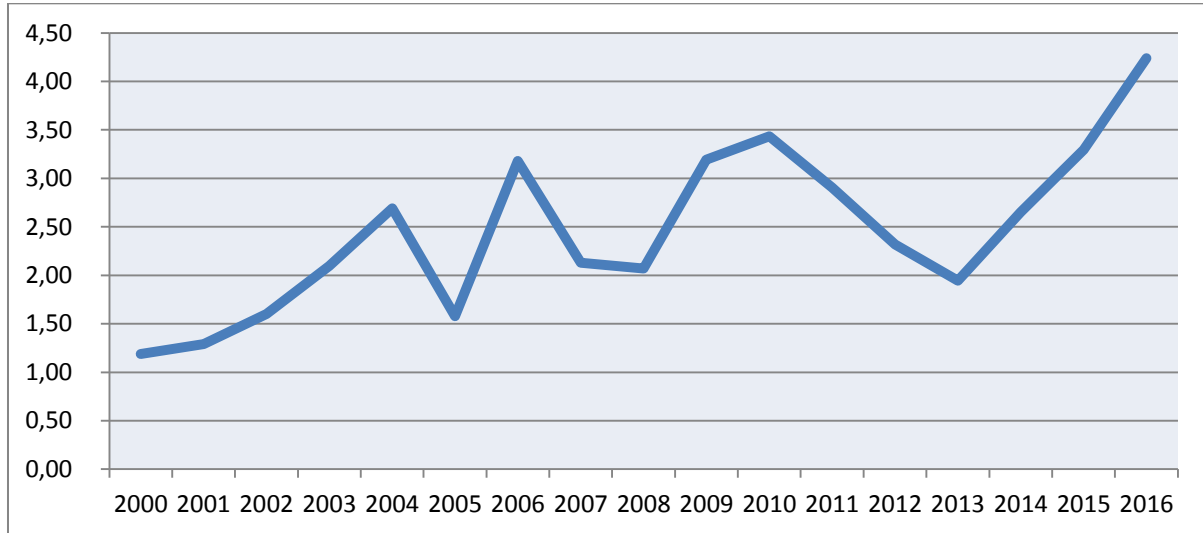
Tablo 3: Kazakistan Açısından Brüt Uluslararası Rezervlerin İthalata Oranı

| Dönem | Rezerv (milyon dolar) | İthalat (yıllık milyon dolar) | Rezerv/ithalatın %25'i |
|-------|-----------------------|-------------------------------|------------------------|
| 2000 | 2,095.8 | 7,060.3 | 1.19 |
| 2001 | 2,508.2 | 7,775.6 | 1.29 |
| 2002 | 3,140.8 | 7,840.8 | 1.60 |
| 2003 | 4,962.1 | 9,460.9 | 2.10 |
| 2004 | 9,280.5 | 13,804.9 | 2.69 |
| 2005 | 7,069.7 | 17,937.7 | 1.58 |
| 2006 | 19,127.0 | 24,069.7 | 3.18 |
| 2007 | 17,629.3 | 33,121.9 | 2.13 |
| 2008 | 19,848.6 | 38,352.2 | 2.07 |
| 2009 | 23,074.6 | 28,919.5 | 3.19 |
| 2010 | 28,245.6 | 32,891.5 | 3.44 |
| 2011 | 29,299.5 | 40,349.8 | 2.90 |
| 2012 | 28,268.8 | 48,785.8 | 2.32 |
| 2013 | 24,715.2 | 50,803.2 | 1.95 |
| 2014 | 29,208.5 | 44,064.0 | 2.65 |
| 2015 | 27,871.3 | 33,844.4 | 3.29 |
| 2016 | 29,529.8 | 27,869.3 | 4.24 |

Kaynak: Kazakistan Merkez Bankası,2017

Tablo 3'ün son sütununda yer alan gösterge, brüt uluslararası rezervlerin, 3 aylık ithalat rakamlarının kümülatif toplamına oranlanması ile elde edilmiş bir göstergedir. IMF tarafından ülke rezervinin yeterliliği için kullanılan yaklaşımda, döviz rezervlerinin asgari üç aylık ithalat tutarını karşılaması gerekliliği kabul görmektedir. Literatürde yer alan ithalat üzerine yapılmış çalışmalarda, rezervlerin dört ile altı aylık ithalat tutarını karşılaması gerektiği ileri sürülmektedir (TCMB, 2005:5). Rezerv/İthalat oranının "1" değerine ulaşması veya bu oranı geçmesi ideal olarak değerlendirilmektedir. Üç aylık ithalatı karşılamak açısından değerlendirildiğinde, brüt uluslararası rezervlerin 16 yıllık dönemde 1'in üzerinde ve 3 aylık ithalatı karşılama kapasitesinin tam olarak yeterli olduğu ve çok yüksek oranlarda olduğu görülmektedir. Kazakistan açısından 2000-2016 yılları arasında ortalama 2,46 oranında rezervlerin ithalatı karşılama oranı bulunmaktadır. Bu oran literatürde ideal olarak kabul edilen orandan daha yüksek bir değerdir ancak bu durumun çok iyi olarak değerlendirilmesi tek başına yeterli değildir.

Şekil 1: Uluslararası Rezervler/ İthalat Oranının Yıllara Göre Değişimi



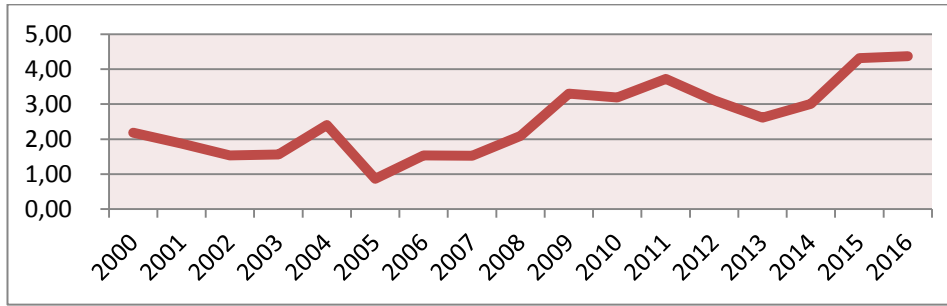
Tablo 4: Kazakistan Açısından Brüt Uluslararası Rezervlerin Kısa Vadeli Borçlara Oranı

| Dönem | Rezerv (Milyon Dolar) | KVB (Milyon Dolar) | Rezerv/KVB |
|-------|--------------------------|-----------------------|------------|
| 2000 | 2,095.8 | 960.8 | 2.18 |
| 2001 | 2,508.2 | 1,340.2 | 1.87 |
| 2002 | 3,140.8 | 2,046.2 | 1.53 |
| 2003 | 4,962.1 | 3,170.7 | 1.56 |
| 2004 | 9,280.5 | 3,864.5 | 2.40 |
| 2005 | 7,069.7 | 8,102.4 | 0.87 |
| 2006 | 19,127.0 | 12,445.2 | 1.54 |
| 2007 | 17,629.3 | 11,529.7 | 1.53 |
| 2008 | 19,848.6 | 9,486.8 | 2.09 |
| 2009 | 23,074.6 | 6,985.1 | 3.30 |
| 2010 | 28,245.6 | 8,864.5 | 3.19 |
| 2011 | 29,299.5 | 7,867.2 | 3.72 |
| 2012 | 28,268.8 | 9,086.3 | 3.11 |
| 2013 | 24,715.2 | 9,468.1 | 2.61 |
| 2014 | 29,208.5 | 9,713.8 | 3.01 |
| 2015 | 27,871.3 | 6,464.3 | 4.31 |
| 2016 | 29,529.8 | 6,758.9 | 4.37 |

Tablo 4’te 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 2005 yılında diğer yıllara göre belirgin bir şekilde düştüğü görülmektedir. Ancak genel olarak bakıldığında 2000-2016 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 Kazakistan’ın ödemek zorunda kalacağı risk primini düşürmektedir.

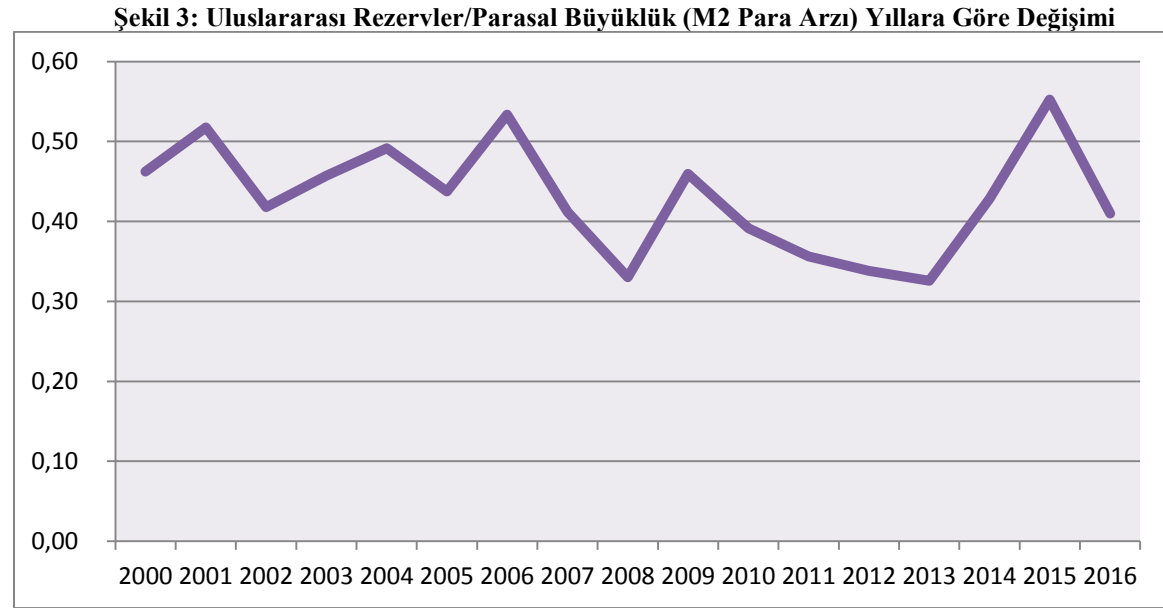
Şekil 2: Uluslararası Rezervler/Kısa Vadeli Borçlar Yıllara Göre Değişimi



Tablo 5: Kazakistan Aşısından Brüt Uluslararası Rezervlerin Parasal Büyüklüklere (M2 Para Arzı) Oranı

| Dönem | Rezerv (Tenge) | M2 (Tenge) | Rezerv/M2 |
|-------|----------------|------------|-----------|
| 2000 | 134,416 | 290,643 | 0.46 |
| 2001 | 174,959 | 337,980 | 0.52 |
| 2002 | 208,171 | 498,071 | 0.42 |
| 2003 | 316,962 | 693,381 | 0.46 |
| 2004 | 577,841 | 1,175,491 | 0.49 |
| 2005 | 663,005 | 1,515,970 | 0.44 |
| 2006 | 1,501,328 | 2,814,551 | 0.53 |
| 2007 | 1,464,136 | 3,553,643 | 0.41 |
| 2008 | 1,525,238 | 4,620,329 | 0.33 |
| 2009 | 2,450,836 | 5,335,204 | 0.46 |
| 2010 | 2,572,217 | 6,570,099 | 0.39 |
| 2011 | 2,837,356 | 7,967,502 | 0.36 |
| 2012 | 2,890,061 | 8,546,937 | 0.34 |
| 2013 | 2,825,961 | 8,677,614 | 0.33 |
| 2014 | 3,413,841 | 7,967,715 | 0.43 |
| 2015 | 4,750,746 | 8,600,511 | 0.55 |
| 2016 | 5,162,164 | 12,589,931 | 0.41 |

Tablo 5’te uluslararası rezervlerin para arzına (M2) 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. 2000-2016 yılında Kazakistan’ın sahip olduğu rezervlerin para arzına oranına bakıldığında ortalama %43 seviyesindedir. Kazakistan açısından ele alınan göstergeye göre rezervlerin M2 para arzına oranı yeterli düzeydedir hatta ideal oran olarak kabul edilen %20 seviyesinin de oldukça üzerinde olduğunu ifade etmek gerekir.



SONUÇ

Döviz rezerv yeterlilik düzeyini belirleyen değişkenler literatürde tartışma konusudur. Bu çalışmada, döviz rezervlerinin yeterlilik düzeyini belirleyen değişkenler incelenmiş ve Kazakistan’da döviz rezervlerinin yıllara bağlı gelişimi 2000-2016 dönemi içinde araştırılmıştır. Çalışma sonucunda, Kazakistan’da döviz rezerv yeterliliğini belirleyen en önemli değişkenlerin literatürle paralel olarak ithalat, kısa vadeli borçlar ve para arzı olduğu tespit edilmiştir. Tablo 3’de ithalat harcamalarının merkez bankası döviz rezervleri üzerinde pozitif etkisinin olduğu dikkat çekmektedir. Bu durum ithalatın artmasına bağlı olarak dış borçların artması, dış aşığı ve cari aşığın yükselmesi ve daha çok rezerv tutma eğilimine girilmesiyle açıklanabilmektedir. Tablo 4’te 2000-2016 döneminde kısa vadeli borçlar ile döviz rezervleri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Dış borçların artması, dış aşığı artırmakta buna bağlı olarak cari aşığı yükseltmekte ve ülke açısından bir sigorta görevi üstlenen döviz rezervlerinin daha da artmasına yol açmaktadır.

Tablo 5'te 2000-2016 dönemi içinde 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 3, Tablo 4 ve Tablo 5'in 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, Kazakistan açısından döviz rezervlerinin M2 para arzını ne oranda karşıladığı önemli olmaktadır. Döviz rezervlerinin 2000-2016 dönemi içinde hem kısa vadeli borçlar ve M2 para arzını karşılamada hem de ithalatı karşılamada yeterli olduğu hatta fazla olduğu gözlenmektedir. Merkez bankası rezervlerinin yeterli olup olmadığına ilişkin tartışmalar Kazakistan gibi ülkeler içinde 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 içinde döviz rezervlerinin ağırlıklı olarak kullanılması nedeniyle merkez bankası rezervleri günümüzdeki önemini korumaya devam etmektedir.

KAYNAKÇA

- BAHMANI-OSKOOEE, M., & Brown, F. (2002). Demand For International Reserves: A Review Article. *Applied Economics*, 34(10), 1209-1226
- BEN-BASSAT, A., & Gottlieb, D. (1992). Optimal International Reserves And Sovereign Risk. *Journal Of International Economics*, 33(3-4), 345-362.
- BIRD, G., & Rajan, R. (2003). Too Much Of A Good Thing? The Adequacy Of International Reserves In The Aftermath Of Crises. *The World Economy*, 26(6), 873-891.
- DOĞUKANLI, H.(2008). Uluslararası Finans, Karahan Kitabevi
- FISHER, S. (2001). IMF/World Bank International Reserves: Policy Issue Forum. Opening Remarks. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/042801.htm>, Erişim: 10.09.2017
- GRIMSEY, D., & Lewis, M. K. (2011). Minimizing Collateral Damage: Options for Financing Public-private Partnerships in the Wake of the Financial Crisis (Doctoral dissertation, Edward Elgar Publishing), <http://www.federalreserve.gov/broaddocs/speeches/1999/19990429.htm> , Erişim: 09.09.2017
- HELLER, H. R. (1966). Optimal International Reserves. *The Economic Journal*, 76(302), 296-311.
- IMF (1993). Balance of Payments Manual, 5Edition, September <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf>, Erişim: 06.09.2017
- IMF (2000). Reserve Related Indicators of External Vulnerability. *Policy Development and Review*, 3, 10-41.
- IMF (2001). "Guidelines for Foreign Exchange Reserve, <https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/2003/eng/part1.pdf> Erişim: 06.09.2017

- IMF (2015). "International Reserves",
https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2015/eng/pdf/AR15_AppI.pdf, 06.09.2017
- Kazakistan Merkez Bankası (2017). Uluslararası rezervler ve döviz likiditesi,
<http://www.nationalbank.kz/?docid=3326&switch=kazakh> Erişim: 06.09.2017
- KENEN, P. B., & Yudin, E. B. (1967). Demand for International Reserves: A Reply. The Review of Economics and Statistics, 626-627.
- MOVCHAN, P. V. (2002). Criteria for International Reserves' Adequacy: What level of reserves does Ukraine need?. Institute for Economic Research and Policy Consulting, Kyiv, 15 August.
- MUNDELL, R. A. (1997). The International Monetary System in the 21st Century: Could Gold Make a Comeback?. Lecture delivered at St. Vincent College, Letrobe, Penn.(March 12).
<Http://www.columbia.edu/~ram15/LBE.htm>.
- MULDER, M. C. B., & Bussière, M. M. (1999). External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and The Effects of Contagion. International Monetary Fund.
- NIEHANS, J. (1970). The Need For Reserves Of A Single Country. International Reserves: Needs And Availability, 89.
- ROGER, S. (Ed.). (1993). The Management of Foreign Exchange Reserves (No. 38). Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department.
- SEYİDOĞLU, H.(1990). Uluslararası İktisat, Geliştirilmiş 7.Baskı, İstanbul.
- TCMB (2005). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda Döviz Rezervi Yönetimi, Ağustos.
- TRIFFIN, R. (1946). National Central Banking And The International Economy. The Review of Economic Studies, 14(2), 53-75.
- YALÇINER, K. (2012). Uluslararası Finansman, Detay Yayıncılık, Ankara.