



Dr. Fatih Özatay¹
Program Danışmanı

Makroekonomi Çalışmaları Programı

DÖVİZ REZERVİ DÜZEYİ NE DENLİ ÖNEMLİ?

Financial Times'ın çok konuşulan 18 Nisan 2019 tarihli yazısı şöyle başlıyor: "Türkiye'nin Merkez Bankası döviz rezervlerini milyarlarca dolarlık kısa vadeli borçlanma ile güçlendirdi. Bu, analistler ve yatırımcılar arasında yeni bir lira krizi olması halinde, Merkez Bankası'nın lirayı savunma kabiliyetinin olduğundan daha fazla görünmesi sonucunu doğurduğu algısını güçlendirdi." Yazının kapanışı da benzer: "Piyasadaki herkes Türkiye'nin, lirayı inandırıcı, güvenilir ve uzun soluklu bir biçimde savunabilecek düzeyde döviz rezervinin olmadığını biliyor."

Financial Times'daki yazıyı şimdilik bir kenara bırakıp geçmişe seyahat yapalım ve İngiltere'nin Avrupa Para Sistemi (ERM) macerasına bakalım. 1999 başında yürürlükten kalkan bu sistemde iki üye ülkenin para birimlerinin birbirlerine karşı olan değerinin belli bir aralıkta dalgalanmasına izin veriliyordu. Bu aralığın dışına çıkma eğilimi belirdiğinde ise merkez bankaları müdahale ederek döviz kurunu bu aralığa çekmeye çalışıyorlardı. Bu aralığın genişliği, orta noktadan yukarıya ve aşağıya yüzde 2,25'er olmak üzere toplam yüzde 4,5 kadardı. İngiltere 1990'da ERM'e üye oldu. Çok geçmeden, 1992 Ağustosunda sterline karşı spekülasyon bir atakla karşılaştı. Birkaç hafta içinde ERM'nin izin verdiği aralık içinde tutabilmek için parasının değerini 50 milyar dolara yakın döviz sattı piyasaya İngiltere Merkez Bankası. Ama yetmedi. Eylül ortasında faizleri yükseltti. Yine yetmedi. Hükümet faizlerin daha fazla yükselmesini istemedi. Sonuçta, İngiltere ERM'den çıkmak zorunda kaldı ve sterlin yüzde 15 oranında değer yitirerek 'atlattı' bu atağı.

¹ <https://www.tepav.org.tr/tr/ekibimiz/s/89/Fatih+Ozatay+Dr.>

Bu örnekten alınacak ders şu: İngiltere gibi büyük ve gelişmiş bir ülkenin Merkez Bankası bile parasını savunamayabiliyor. 50 milyar dolar satıyor; olmuyor. Dikkat 50 milyar dolar 27 yıl öncenin 50 milyar doları. O zamandan bu yana doların anavatanında tüketici fiyatlarının 1.8 kat arttığı dikkate alındığında bugünün 90 milyar dolarına denk geliyor. Bir önemli nokta da şu: İngiltere’de o dönemde ne finans siteminde ne kamu maliyesinde ne de reel sektörde önemli sorunlar var. Enflasyon çok düşük. Asıl sorunu yüksek işsizlik oranı (%10). Zaten kriz çalışmaları ile tanınmış iktisatçılara göre, sterline karşı spekülative atak olmasının temel nedeni de bu: Yüksek işsizlik oranının, İngiltere’nin parasını korumak için faizleri yeterince yükseltmesini engelleyeceğini düşünerek spekülativeörlerin spekülative atacağı başlattığı görüşü var.

Soru şu: Financial Times’tan yaptığım alıntılarda öne sürülen görüşlerin ciddiye alınabilecek bir yanı var mı? Cevap: Yok. Birkaç nedenle yok.

Birincisi, Türkiye’de dalgalı kur sistemi var. Parasını dolar karşısında belli bir düzeyde ya da aralıkta tutmak zorunda değil.

İkincisi, ortada inandırıcı, güvenilir ve Türkiye’nin sorunlarını çözmeyi hedefleyen bir ekonomik program yoksa lirayı savunmak mümkün mü? Veleve ki lirayı döviz satarak savunmak istedik, o zamanki İngiltere’ye kıyasla çok daha fazla ekonomik sorunu olan Türkiye’ye parasını savunmak için “yetecek” döviz rezervi düzeyi nedir? İngiltere’ye yetmeyen (bugünkü fiyatlarla) 90 milyar dolarlık döviz müdahalesi Türkiye’ye yeter mi?

Üçüncüsü, illa döviz satarak mı bir para birimi savunulur? Faiz artırımını ne güne duruyor?

Dördüncüsü, ortada inandırıcı, güvenilir ve Türkiye’nin sorunlarını çözmeyi hedefleyen bir ekonomik program olsa, neden Türkiye’nin spekülative bir atakla karşılaşması söz konusu olsun ki?

Beşincisi, diyelim ki inandırıcı, güvenilir ve Türkiye’nin sorunlarını çözmeyi hedefleyen bir ekonomik program mevcut. Spekülative atak olsa ve lira önemli ölçüde değer yitirse bile, bir süre sonra zaten döviz kuru hak ettiği düzeye geri dönmeyecek mi? Neden döviz rezervi harcaıayım ki? Belki koşullara bağlı olarak biraz döviz satarım biraz faiz artırım, belki de hiçbirini yapmam.

Peki, Türkiye açısından döviz rezervinin ne düzeyde olduğunun hiç mi önemi yok? Var elbette. Sonuçta kredi derecelendirme kurumları bir ülkeye not verirken o ülkenin resmi döviz rezervi düzeyini, kısa vadeli borcuyla ya da mesela kaç aylık ithalatı ile karşılayabileceği ile değerlendiriyorlar. Ama dikkat: Baktıkları çok sayıda göstergeden sadece birkaçı bunlar. Kaldı ki, ortada inandırıcı, güvenilir ve Türkiye’nin sorunlarını çözmeyi hedefleyen bir ekonomik program varsa bu tür karşılaştırmaların yapılmasına yol açan şok ihtimalleri gerçekleşmeyecektir zaten.

Dolayısıyla, asıl sorun Merkez Bankası’nın döviz rezervinin net şu kadar ya da brüt bu kadar olması değil. Asıl sorun, Türkiye’nin içinde bulunduğu çok önemli ekonomik sorun yumağını çözecek bir ekonomik programın henüz ortaya konulmamış olmasında. Evet, bir açıklama var. Niyet beyanı var. Ama beyan edilen niyet ile uyumlu kararlar, kararnameler, kanunlar henüz yok ortada.

Financial Times’ın yazısının geriye kalanına, yani döviz swapları ile ilgili kısmına gelince. İşin bir apaçık boyutu var. Şu: Bu tür işlemler, herhangi bir merkez bankasının bankalara likidite sağlamak üzere yapacağı bir işlem. Gürültüye, patırtıya gerek yok.

DÖVİZ REZERVİ DÜZEYİ NE DENLİ ÖNEMLİ?

Ama bir de işin gizemli boyutu var. Yazıda yer alan iddiaları çözümlmek üzere Jo Nesbo'nun romanlarından çıkıp gelecek bir dedektif Harry Hole'a ya da Michael Connely'nin romanlarındaki maceralarından fırsat bulursa gelecek dedektif Harry Bosch'a ihtiyacımız var. Muhtemelen ikisine birden. Ama zaten sorun da burada. Şeffaf olsak, dolayısıyla çözümlenecek bir gizem olmasa da bu dedektiflerle okuyucuları arasına girmesek...