

RESEARCH ARTICLE/ ARAŞTIRMA MAKALESİ

REZERV PARALARIN GELECEĞİNE İLİŞKİN BİR AMPİRİK ÇALIŞMA

Prof. Dr. Ali ALP¹¹TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, İşletme Bölümü, Ankara.
aalp@etu.edu.tr, ORCID No: 0000-0003-1469-5408Prof. Dr. Saim KILIÇ²²Altınbaş Üniversitesi, İşletme Bölümü, İstanbul.
saim.kilic@altinbas.edu.tr, ORCID No: 0000-0001-7180-2201Hadi GÖNÜLALÇAK³³Hacettepe Üniversitesi, İşletme Doktora Öğrencisi, Ankara.
hadigonulalcak@hacettepe.edu.tr, ORCID No: 0000-0001-8940-1019

Received Date/Geliş Tarihi: 13.12.2019 Accepted Date/Kabul Tarihi: 21.05.2020

Öz

Bu çalışmanın amacı, ABD Doları'nın lider rezerv para statüsünü gelecekte koruyup koruyamayacağını ve dolayısıyla da küresel ekonominin yeni bir lider rezerv para talep etme olasılığının bulunup bulunmadığını araştırmaktır. Çalışmada, önce rezerv varlık statüsünü tanımlayıcı değişkenler, ABD Doları ve Avro esas alınarak 1979-2015 dönemi için panel veri yöntemi ile modellenmiş; ardından da gelecek 15 yılda ABD Doları ve Avro ile potansiyel vadeden Yuan'ın rezerv para olarak zaman içerisindeki trendi olası senaryolar altında incelenmiştir. Araştırmanın sonuçlarına göre, ilk olarak, rezerv para olmanın en güçlü belirleyicilerinin ülke ekonomisinin küresel ekonomi içindeki payı, finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve paranın değerini koruması olduğu anlaşılmıştır. İkinci olarak, ABD'nin geçmiş yıllarda gözlemlenen finansal gelişimini devam ettirdiği takdirde ABD Doları'nın lider rezerv para statüsünü koruyabileceği öngörülmektedir. Aksi takdirde, ABD ekonomisinin küresel ekonomi içerisinde aldığı payın azalması ve ABD dolarındaki değer kaybının sürmesi ile birlikte, ABD Dolarının lider rezerv para statüsünü kaybedeceği beklenmektedir. Üçüncü olarak, Avro'nun tüm olası senaryolar altında rezerv varlıklar içerisindeki payında azalma trendi öngörüldüğünden, Avro'nun lider rezerv para birimi olarak talep edilemeyeceği beklenmektedir. Dördüncü olarak, Yuan'ın değer kaybetmemesi, Çin'in finans piyasalarını açması, Yuan'ı çevrilebilir (konvertibl) kılması ve Yuan cinsinden varlıkları piyasaya sürmesi durumunda, Yuan'ın yakın ve orta vadede olmasa bile uzun vadede rezerv para için güçlü bir aday olabilme kapasitesinin bulunduğu tahmin edilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Rezerv Para, Rezerv Biriktirme, Lider Rezerv Para, Uluslararası Para Sistemi**JEL sınıflaması:** E42, F30, G15

AN EMPIRICAL STUDY ON THE FUTURE OF RESERVE CURRENCIES

Abstract

The aim of this paper is to investigate whether the U.S. dollar will lose its hegemony as a global reserve currency in the future, and to therefore determine the likelihood of a worldwide demand for a new reserve currency. As the first stage of the study, the variables that define the reserve asset status have been modelled for the period of 1979-2015 using U.S. Dollar and Euro based-panel (data) analysis; and then the future appreciation trend of U.S. Dollar, Euro as well as Yuan as a potential global reserve currency for the next 15 years has been examined under different scenarios. The findings of the study have firstly shown that the most obvious determinants of being a reserve currency are country share of world GDP, the level of development of a country's financial markets, and a country's efforts to preserve the value of its own currency. Secondly, based on the results of this study, it is predicted that the U.S. Dollar can maintain its reserve-currency status as long as the United States preserves its financial progress as it did over the past decades. Otherwise, it is expected that the U.S. Dollar may lose its reserve-currency status if U.S. role in global economy declines further and the U.S. Dollar continues to depreciate. Thirdly, it is anticipated that there will be no global demand for Euro replacing the U.S. Dollar as the new leading reserve currency since Euro is projected to lose further share in global FX reserves under all possible scenarios. And fourthly, Yuan is seen as a currency with strong capacity for becoming the new candidate of reserve currency, not in the short or medium term maybe, but in the long run, if China keeps Yuan strong, continues to open its financial markets, makes Yuan fully convertible and issues Yuan-denominated assets.

Keywords: Reserve Currency, Reserve Accumulation, Leading Reserve Currency, International Monetary System

JEL Classification: E42, F30, G15

1. GİRİŞ

Uluslararası rezerv varlıklar; bir ülkenin dış finansman ihtiyacını karşılamak, dış borçlanmalara karşılık göstermek, döviz piyasalarına müdahalede bulunmak, ulusal para birimine ve ekonomiye güven tesis etmek için ulusal para otoritesinin hazırda bulundurduğu yabancı para cinsinden kaynaklardır. Ayrıca, muhtemel ekonomik dalgalanmalara veya acil durumlara karşı da ulusal otoriteler rezerv varlık bulundurmaktadırlar. Nitekim, uluslararası rezerv varlıkların beklenenin altında kalması; ülke risk primlerini artırması, borç sürdürülebilirliğinin sorgulanması, yabancıların yatırımlardan kaçınması gibi istenmeyen sonuçlara neden olabilmektedir.

Uluslararası rezerv varlıklar özellikle 1990 sonrasında finansal serbestleşmenin zirveye ulaşması ile birlikte önemli seviyelerde artış göstermiş, 2000 yılından sonra bu artış çeşitli sebeplerle daha da hızlanarak geleneksel kaidelerdeki rezerv yeterlilik oranlarının çok üstüne çıkmıştır (WB, 2017; Sandri, 2014; Durdu ve Diğerleri, 2007; Wen, 2011; Caballero ve Diğerleri, 2008; Mendoza ve Diğerleri, 2009; Ju ve Wei, 2010). Özellikle finansal serbestleşme sonrası dönemde sıklığı ve şiddeti artan finansal krizlerin olumsuz etkilerinden sakınmak ve ekonomilerindeki dalgalanmalarını en aza indirebilmek için cari işlemler açığı veren gelişmekte olan ülkeler, geleneksel oranların çok üstünde rezerv varlık biriktirmeye başlamışlardır

(Aizenman ve Diğerleri, 2010; Aizenman ve Ito, 2011 ve 2012). 2000 sonrası dönemde rezerv varlıklarındaki artışlar ise daha çok merkantilist politikalar izleyen Uzak Doğu Asya ülkelerinde görülmüştür (Dooley ve Diğerleri, 2004; Jeanne, 2007; Delatte ve Fouquau 2012).

2015 yılına gelindiğinde, Çin'den sonra en fazla uluslararası rezerv biriktiren ülkelerin sırasıyla Japonya, Suudi Arabistan ve İsviçre olduğu anlaşılmaktadır. Çok uzun zamandır yaşamakta olduğu deflasyonist baskılardan kurtulmak için Japonya'nın, küresel finansal kriz sonrası Franktaki değerlenmenin önüne geçebilmek için İsviçre'nin ve 2000 sonrası dönemde aşırı değerlenen petrolün Riyalde neden olduğu yukarı yönlü baskıları azaltabilmek için Suudi Arabistan'ın döviz piyasalarına müdahalede bulunmaları bu ülkelerde rezerv varlık artışlarına neden olmuştur. Bu bağlamda, döviz piyasalarına müdahale gerekçesi her bir ülke için farklı olsa da rezerv varlık artışları merkantilist politika güden ülkelere benzer bir sonuç ortaya çıkarmıştır.

Ancak, rezerv varlıklardaki artışlar bazı sorunları da beraberinde getirmektedir. Ülkelerin rezerv varlık biriktirerek piyasalardaki reel faizleri düşürmesi bir yandan piyasalarda kaldıraç araçlarının kullanımını yaygınlaştırarak finansal kırılganlığa yol açarken, diğer yandan risk iştahını artırarak emtia ve konut gibi varlık piyasalarında spekülasyon balonlarının oluşmasına sebebiyet vermektedir (Farhi ve Diğerleri, 2011). Bu bağlamda, tüm ülkelerin rezerv varlık biriktirmeleri gerçekte makroekonomik istikrarsızlıklara neden olmakta, bölgesel ve küresel düzeyde yaşanacak muhtemel krizlere yol açabilmektedir. 2007 yılında ABD konut piyasasında başlayan ve tüm dünyayı saran küresel finansal kriz örnek olarak verilebilir.

Ayrıca, küresel ekonominin rezerv talebinin ABD Doları cinsinden karşılanıyor olması (IMF, 2017), küresel ekonominin likiditesini ABD'nin bütçe açığına bağladığından, bu durum uluslararası para sistemini yeni bir Triffin İkilemi'ne sürüklenmesi riskini ortaya çıkarmıştır (Farhi ve Diğerleri, 2011; Obstfeld, 2011). Bilindiği gibi, Bretton-Woods sisteminin en önemli eksikliklerden biri ekonomik büyümeye paralel bir şekilde altın rezervlerinin artmaması durumuna yönelik sistematik bir politika önerisinin olmayışıdır (Triffin, 1960). Bu nedenle, ABD cari dengesindeki bozulmanın süreklilik kazanması ABD'nin \$35/ons vaadini yerine getirememesine sebebiyet vererek bir Dolar-Altın krizine neden olmuştur. Literatüre "Triffin İkilemi" olarak geçen bu kriz, Bretton-Woods sisteminin yıkılmasına sebebiyet vererek ülkeleri sabit kur sisteminden dalgalı kur rejimine geçiş yapmak durumunda bırakmıştır. Günümüzde ise artan belirsizlik ve yaşanan krizlerin yanı sıra son dönemdeki cari dengesizlikler ABD Doları cinsinden rezerv varlık talebini sürekli olarak artırmaktadır. Ancak, ABD ekonomisinin küresel ekonomi içerisindeki aldığı payın azalıyor olması, tıpkı Triffin İkilemi'ne benzer şekilde, güvenli olarak bilinen ABD Doları cinsinden varlıkların değerini koruyamamasıyla (Obstfeld, 2011) ve küresel ekonomiye kriz zamanlarında yeteri kadar likidite verememesiyle (Farhi ve Diğerleri, 2011; Obstfeld, 2011) sonlanabile ihtimalini doğurmaktadır.

Tam da bu tür endişelerin ortaya çıktığı dönemde, ABD dolarının gelecekte rezerv para olarak kalıp kalamayacağı konusunun araştırılması ekonomi literatürün gündemine girmeye başlamıştır. 1999 yılında Avro'nun yürürlüğe girmesi ve 2000 sonrası dönemde Çin ekonomisinin gösterdiği hızlı ekonomik büyüme, Avro'nun ve Yuan'ın lider rezerv para olma senaryolarını güçlendirerek, bu alanda akademik çalışmalar yapılmaya başlanmıştır.

Chinn ve Frankel (2005), Avro'nun ABD Dolarını geçerek lider rezerv para birimi olabilmesini sorguladıkları çalışmalarında, 1973-1998 yılları arasında rezerv para statüsünü belirleyen değişkenleri ampirik olarak test etmişlerdir. Çalışmada merkez bankası uluslararası rezerv varlıklar ile ülke ekonomisinin küresel ekonomi içerisinde aldığı pay, enflasyon oranı, kur oynaklığı ve döviz işlem hacmi arasında %99 gibi yüksek bir istatistiksel anlamlılık düzeyinde ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Çalışmada ayrıca uluslararası rezerv paraların rezerv varlıklar içerisinde aldığı payların nasıl bir eğilim göstereceği araştırılmış olup, kur oynaklıklarının ve kurlardaki değer kayıplarının aynı seviyede olacağı varsayımı altında ABD Doları'nın lider rezerv para birimi olma statüsünü koruyacağı öngörülmüştür. Çalışmada son olarak, Avrupa ülkelerinin ve özellikle İngiltere'nin Avro Bölgesi'ne katılmaları durumunda ABD Doları'nın ve Avro'nun rezerv varlıklar içerisindeki paylarının nasıl bir trend izleyeceği dört farklı senaryo altında incelemiştir. Gelişmiş bir mali piyasaya sahip İngiltere'nin ve diğer Avrupa bölgesi ülkelerinin 2020'de Avro Bölgesi'ne katılması ve ABD Doları'ndaki değer kayıplarının sürmesi durumunda, 2022 yılında Avronun lider rezerv para birimi olarak ABD Doları'nın yerini alabileceği sonucuna ulaşmışlardır. Ancak, 2016 yılında gerçekleştirilen Brexit sürecinin söz konusu senaryonun gerçekleşme ihtimalini büyük oranda ortadan kaldırdığı görülmektedir.

Submariman (2011), Yuan'ın uluslararası rezerv varlıklar içerisinde aldığı payı artırarak lider rezerv para birimine gelmesini tartıştığı çalışmasında, 1900-2010 yılları arasında rezerv paraya sahip ülkeler için uluslararası rezerv varlık statüsünü belirleyen değişkenleri ampirik olarak test etmiştir. Çalışmada; para birimlerindeki değer kayıpları ve finansal gelişmişlik seviyesi yeterli veri olmaması nedeniyle kapsam dışında bırakılmış olup, merkez bankası uluslararası rezerv varlıklar ile diğer belirleyici unsurlar olan ülke ekonomisinin küresel ekonomi içerisinde aldığı pay, küresel ticaretten aldığı pay ve küresel sermaye fazlalığından aldığı pay arasında %67 oranında istatistiksel anlamlılık ilişkisi olduğu saptanmıştır. Çalışmada, ABD Doları'nın uluslararası rezerv varlıklar içerisindeki payının olması gerekenden yüksek olduğu sonucuna varılmış olup, ABD Doları için oluşan bu fazlalığın Yuan tarafından alınabileceği öne sürülmüştür. 2010 – 2030 döneminde ABD ve Avro Bölgesi ekonomilerinin küresel ekonomiden alacakları payların 5,5 ve küresel ticaretten alacakları payların 2-3 puan azalacağı öngörüsü çerçevesinde, ABD Doları'nın ve Avro'nun uluslararası rezerv varlıklar içerisindeki paylarının % 20-25 seviyelerine ineceği, dolayısıyla da bu azalışın hali hazırda en güçlü rezerv para adayı olan Yuan tarafından telafi edileceği, böylelikle Yuan'ın uluslararası rezerv varlıklar içerisinde alacağı payın 2030 yılına gelindiğinde %40-45 seviyelerine çıkabileceği iddia edilmiştir.

Dünyada finansal istikrarsızlıkların yaşandığı, kur dalgalanmalarının devam ettiği ve ticaret savaşlarının boy gösterdiği bir dönemde rezerv paraların öneminin giderek arttığı dikkate alınarak, bu alandaki sınırlı literatüre de katkı sağlamak amacıyla, rezerv paraların geleceğine ilişkin bir çalışmanın yararlı olacağı düşünülmüştür. Bu çerçevede, çalışmamızda, uluslararası rezerv para olmanın belirleyicileri ampirik olarak belirlendikten sonra, bu belirleyiciler çerçevesinde gelecek 15 yılda Dolar, Avro ve Yuan'ın lider rezerv para olma potansiyellerinin araştırılması amaçlanmıştır.

Bu kapsamda, çalışmamız dört bölümden oluşmaktadır. Bundan sonraki ikinci bölümde, araştırmada kullanılan veri seti ve araştırmanın metodolojisi açıklanmıştır. Üçüncü bölümde, araştırma sonucunda elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Son bölümde ise çalışmanın sonuçları özetlenmiştir.

2. VERİ SETİ VE METODOLOJİ

Rezerv paraların geleceğinin analiz edilebilmesi için öncelikle uluslararası rezerv para statüsünde olmanın belirleyicilerinin modellenmesi gerekmektedir. Ekonomi yazınında uluslararası rezerv para statüsünün temel belirleyici unsurları, esas olarak; (i) ekonomik büyüklük, (ii) finansal sistemin gelişmişlik düzeyi, (iii) ulusal paraya olan güven ve (iv) network dışsallıkları şeklinde ortaya konulmaktadır (Chinn ve Frankel, 2005; Subramanian, 2011; Prasad ve Ye, 2013).

Ekonomik büyüklük, rezerv para için önemli bir unsurdur. Zira bir ülkenin küresel ekonomi içerisinde üretimden, ticaretten ve finansal işlemlerden aldığı pay, o ülkenin parasının kullanılabilirliğini artırmaktadır. Araştırmamızda ekonomik büyüklük göstergesi olarak, gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYİH) küresel ekonomi içerisindeki payı alınmıştır. Araştırmamızda "GDP" olarak adlandırılan bu değişkene ilişkin veri, Dünya Bankası veri setlerinden elde edilmiştir (WB, 2018). İkinci olarak, rezerv para için açık, gelişmiş ve derinleşmiş bir finans sistemine gereksinim vardır. Finansal sistemin gelişmişlik göstergesi olarak, sermaye piyasaları kapitalizasyonunun GSYİH'ya oranı seçilmiştir. Araştırmamızda "StockCap" olarak ifade edilen bu veri, Federal Reserve Bank of St. Louis veri setlerinden temin edilmiştir (FRED, 2018a ve 2018b). Rezerv para olmanın üçüncü belirleyici unsuru, paranın değerinde ciddi dalgalanmaların olmaması ve değerini koruyabilmesidir. Zira gelecekte paranın değerini yitireceği beklentisi varsa, söz konusu paradan kaçışlar hızlanacaktır. Bu unsurun göstergesi olarak da tüketici fiyat endeksi baz alınmıştır. 1979 – 1999 yıllarını kapsayan dönemde tüketici fiyat endeksi, bu döneme ait İngiltere hariç ECU ülkelerinin tüketici fiyat endeksi verilerinin ortalaması olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte çalışma kapsamına sadece ABD Doları ve Avro para birimlerinin dahil edilmesinden dolayı, para birimlerindeki değer kaybını gösteren salt enflasyon verisi yerine, diğer rezerv paraya sahip ülkelerin enflasyon verilerinin ortalamasından yüzdesel olarak ne kadar saptığı dikkate alınmıştır. Böylelikle, çalışmada tüm rezerv paralarda yaşanan değer kayıplarının birlikte dikkate alınması sağlanmıştır. Araştırmamızda "Inflation" olarak ifade edilen bu veri, Dünya Bankası veri setlerinden elde edilmiştir (WB, 2018). Son olarak, network dışsallıkları olarak bilinen ulusal ticaretin küresel ticaret içindeki payının da rezerv para olmada etkili olduğu ekonomi yazınında kabul edilmektedir. Ancak, Chinn ve Frankel (2005) çalışmasında, bu unsurun etkisinin istatistiksel olarak anlamlı çıkmadığı ve diğer önemli belirleyici unsur olan GSYİH'nin içerisinde zaten yer aldığı dikkate alınarak araştırmamızda kapsam dışında bırakılmıştır.

Araştırmanın belirleyici değişkenleri arasındaki korelasyon sayıları, değişkenler arasında çoklu bağlantı sorunu olmadığını göstermektedir (Tablo 1).

	GDP	Inflation	StockCap
GDP	1		
Inflation	-0,3095	1	
StockCap	0,3240	0,4758	1

Tablo 1. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

Kurulacak olan modelin bağımlı değişkeni olan rezerv para olma statüsü (COFER) ise, rezerv paranın merkez bankalarındaki tüm uluslararası döviz rezerv varlıkları içerisinde aldığı pay ile ifade edilmiştir. Araştırma

1979-2015 dönemini kapsadığından, 1979-1998 döneminde Avro için ECU'nun, Frank'ın, Guilder'in ve Mark'ın ilgili yıllara ait rezerv varlıklar içerisinde aldığı payların toplamı dikkate alınmıştır. Bu değişkene ilişkin veriler ise Uluslararası Para Fonunun veri setinden sağlanmıştır.

Rezerv varlık statüsü göstergesi olarak kullanılan merkez bankalarındaki döviz rezerv varlık oranları 1978'den 1979 yılına geçişte Dolar için yüzde 20 gibi bir düşüş gösterdiğinden, çalışmanın güvenilirliği açısından, çalışma 1979 yılından başlatılmış ve araştırmanın dönemi 1979-2015 olarak belirlenmiştir. Söz konusu 37 yıllık dönemde ABD ve Avrupa Birliği için ayrı ayrı olmak üzere rezerv varlık payı, ekonomik büyüklük, enflasyon ve sermaye piyasaları kapitalizasyonu değişkenleri için panel veri elde edilmiştir.

Merkez bankalarındaki uluslararası döviz rezerv varlıkları (*COFER*) ile ekonomik büyüklük (*GDP*), finansal sistemin gelişmişlik düzeyi (*StockCap*) ve ulusal paraya olan güven (*Inflation*) arasındaki ilişkinin tahmini amacıyla (1) numaralı regresyon modeli oluşturulmuştur.

$$COFER = \alpha + \beta_1 GDP + \beta_2 Inflation + \beta_3 StockCap + \varepsilon \quad (1)$$

Söz konusu model tahmininde panel en küçük kareler modelinin mi yoksa klasik küçük kareler modelinin mi uygun olduğunu tespit etmek amacıyla Lagrange Çarpanı (LM) testleri uygulanmıştır. Tablo 2'de yer alan test sonuçlarına göre "Panel etki yoktur." şeklindeki temel hipotez reddedildiğinden, panel en küçük kareler yöntemi ile tahmin yapılmasının daha uygun olduğu anlaşılmıştır. Bu nedenle, model tahmini, panel en küçük kareler yöntemiyle gerçekleştirilmiştir.

	Yatay kesit	Dönem	Her İkisi
Breusch-Pagan	47,70603 (0.0000)	2,07570 (0.1497)	49,78173 (0.0000)
Honda	6,90696 (0.0000)	1,44073 (0.0748)	5,90271 (0.0000)
King-Wu	6,90696 (0.0000)	1,44073 (0.0748)	7,04983 (0.0000)
SLM	37,85974 (0.0000)	1,48290 (0.0690)	-- --
GHM	-- --	-- --	49,78173 (0.0000)

H₀: Panel etki yoktur (klasik en küçük kareler modeli uygundur).

Parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.

Tablo 2. Lagrange Çarpanı (LM) Testi Sonuçları

Araştırmanın ikinci aşamasında ise halen lider uluslararası rezerv para olan Dolar, önemli rezerv para olan Euro ile rezerv para olma potansiyeli bulunan Yuan'ın gelecek 15 yılda nasıl bir gelişme kaydedebileceği tahmin edilmiştir. Araştırmanın bu kısmında, 1979-2015 dönemi için yapılan panel regresyon analizi sonucunda elde edilen katsayılar, Model (1)'de yerlerine koyularak merkez bankalarındaki döviz rezerv varlık oranlarının gelecekteki değerleri tahmin edilmiştir.

Bu kapsamda, model değişkenlerinden ekonomik büyüklük (GDP) değişkeni için OECD'nin gelecekteki ekonomik büyüme tahminleri kullanılmış (OECD, 2018), piyasa kapitalizasyonu (StockCap) ve enflasyon (Inflation) değişkenleri ise en uygun tahmin metodu olan trend analizi yoluyla elde edilmiştir. Ancak, finansal gelişmişlik göstergesi olarak kullanılan piyasa kapitalizasyonu verisi için trend analizi yapılırken yıl başlangıcının farklılaştırılması gereği doğmuştur. Zira 1980'lerde başlayan finansal serbestleşme hareketleri ve 1990 sonrası dönemde bilgi teknolojilerindeki ilerlemeler, özellikle ABD ekonomisinin hızlı bir finansal gelişmişlik düzeyine ulaşmasını sağlayarak ABD dolarının lider rezerv para statüsünde kalmasında önemli katkıları olmuştur. Dolayısıyla gelecekte de buna benzer farklı gelişmelerin olması veya olmaması durumunun uluslararası rezerv varlıklardaki trendi Dolar ve Avro için nasıl etkileyeceğini görmek amacıyla, piyasa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı için yapılan trend analizinde 1979-2015, 1990-2015 ve 2000-2015 olmak üzere üç farklı dönem esas alınmıştır. Benzer şekilde, enflasyonun Yuan üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla Çin'in enflasyon verisi için trend analizi 1986-2015 ve 2000-2015 şeklinde iki farklı dönem esas alınarak gerçekleştirilmiştir.

3. BULGULAR

Araştırmada, panel veri analizi öncesinde, modelde yer alan değişkenlerin zaman serisi niteliği taşımalarından dolayı birim kök içerip içermediğinin tespit edilmesi gerekmektedir. Panel veride, uygulanacak birim kök testleri, yatay kesitler arasında bağımlılık bulunup bulunmadığına göre farklılaşmaktadır. Eğer yatay kesitler arasında bağımlılık varsa, ikinci nesil birim kök testlerinin uygulanması daha doğrudur.

Tablo 3'de yer alan yatay bağımlılık testlerinin sonuçlarına göre "*Yatay kesitler arasında bağımlılık yoktur.*" temel hipotezi reddedilmiş olup, birimler arasında bağımlılık bulunduğu anlaşılmıştır. Bu nedenle ikinci nesil birim kök testleri uygulanmalıdır.

Test	İstatistik	d.f.	P-değeri
Breusch-Pagan LM	12,05835	1	0.0005
Pesaran scaled LM	7,81943		0.0000
Pesaran CD	3,47251		0.0005

H_0 : Yatay kesitler arasında bağımlılık yoktur.

Tablo 3. Yatay Kesit Bağımlılık Testi Sonuçları

Regresyonda kullanılan veriler için uygulanan ikinci nesil Pesaran (CIPS) panel birim kök test sonuçları Tablo 4'de verilmiştir. Test sonuçlarına göre tüm değişkenlerin düzeylerinde durağan olmadıkları (birim kök içerdikleri), birinci farkları alındığından %95 güven aralığında I(1) durağan hale geldikleri anlaşılmıştır. Bu kapsamda, model tahmininde değişkenlerin birinci farkları alınmıştır.

Seviye		Sabit		Sabit ve Trend	
		chi_sq	p-değeri	chi_sq	p-değeri
Seviye	COFER	2.128	0.983	1.680	0.954
	GDP	-0.431	0.333	1.013	0.844
	Inflation	0.598	0.725	-0.241	0.405
	StockCap	1.378	0.916	1.397	0.919
Birinci Fark	COFER	-5.575	0.000	-4.885	0.000
	GDP	-2.507	0.006	-1.709	0.044
	Inflation	-3.747	0.000	-2.684	0.004
	StockCap	-5.283	0.000	-4.690	0.000

Tablo 4. Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Modelde kullanılan verilerin durağan olmaları sağlandıktan sonra, araştırmanın birinci aşamasını oluşturan rezerv para belirleyicilerine ilişkin Model (1) tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçlarına göre ekonomik büyüklük ve finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi değişkenleri ile rezerv para olma statüsü arasında pozitif, ulusal paraya olan güvensizlik ile rezerv para olma statüsü arasında negatif ilişki mevcuttur. Tespit edilen bu ilişkiler, sırasıyla %95, %99 ve %90 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlıdır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü ise %21 düzeyinde olup, sınırlı kaldığı gözlenmektedir.

Bağımlı Değişken: COFER

Yatay kesit: Sabit etkili model

Değişken	Katsayı	t-İstatistiği	P-değeri
GDP	0.484098	2,440106	0.0173**
Inflation	-0.154034	-3,192599	0.0021*
StockCap	0.061347	1,895858	0.0622***
Sabit Terim	0.000410	0,134005	0.8938
R2	0,211883		
F-statistic	6,349801		
Prob(F-statistic)	0.000736		

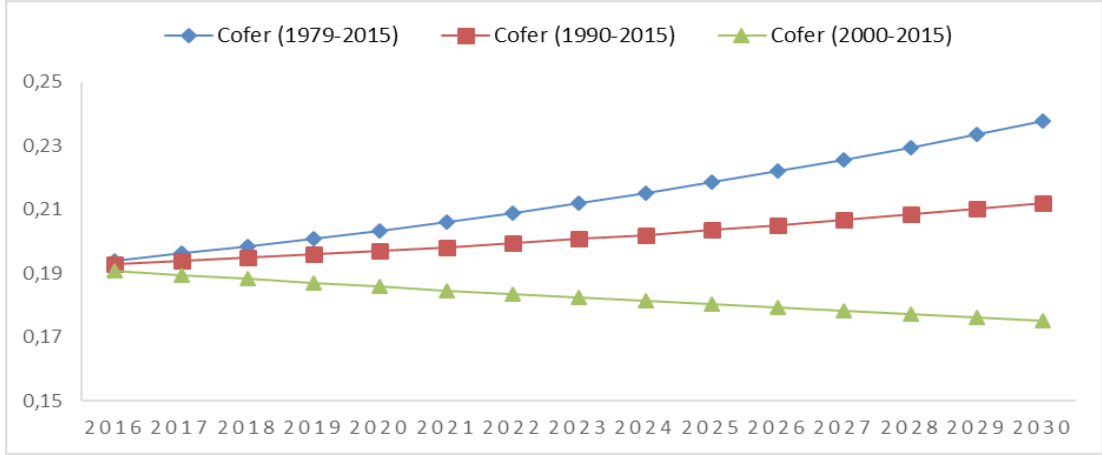
(*), (**) ve (***) sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlıdır.

Tablo 5. Panel Regresyon Sonuçları

Bu kapsamda, modelin tahmin sonuçları çerçevesinde hesaplanan katsayılara göre aşağıda yer alan eşitlik oluşturulmuştur:

$$COFER_t = 0,484098GDP_t - 0,154034Inflation_t + 0,005489StockCap_t$$

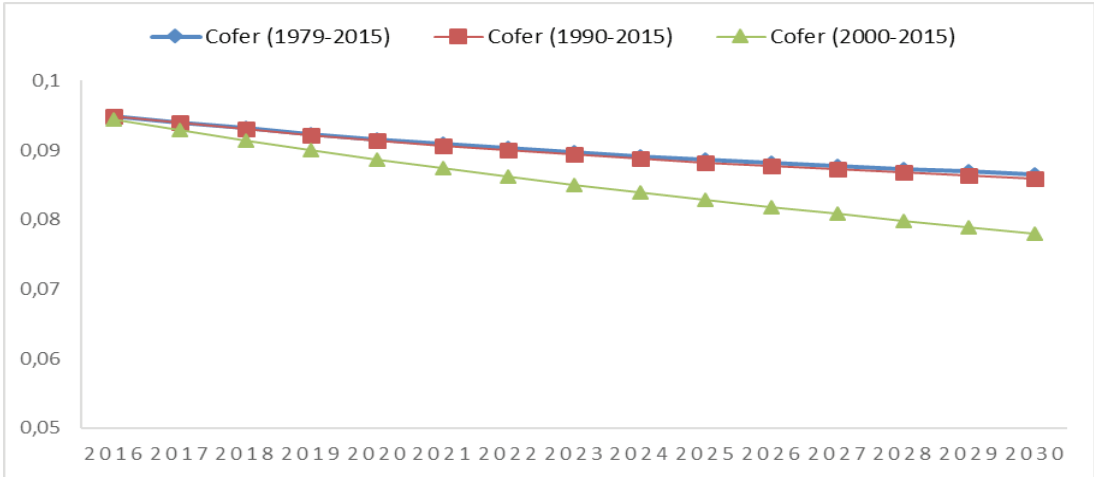
Araştırmanın ikinci aşamasında, metodoloji kısmında açıklandığı üzere, geleceğe ilişkin OECD tahminleri ve trend analizi yoluyla elde edilen açıklayıcı değişken verileri söz konusu eşitlikte yerlerine koyularak farklı senaryolarla gelecek 15 yıla ilişkin COFER değerleri elde edilmiştir. Bu şekilde elde edilen COFER değerlerinin Dolar için nasıl bir trend izleyeceği Grafik 1'de gösterilmektedir.



Grafik 1. ABD Doları'na İlişkin Gelecek Tahmin Sonuçları

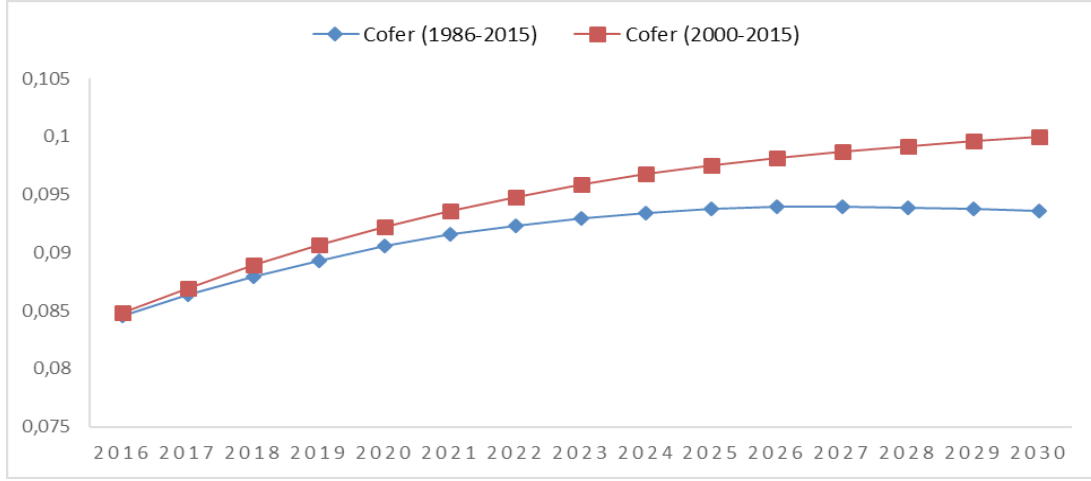
Dolar için yapılan tahmin sonuçları, ABD'nin finans piyasalarına yönelik talep artırıcı yenilikleri küresel ekonominin hizmetine sunmasının rezerv para olmasında belirleyici rol oynadığını göstermektedir. Finansal gelişmelerde 2000-2015 döneminde görülen yavaşlamanın COFER değerlerini aşağı yönde etkilediği grafikten açıkça anlaşılmaktadır. Dolayısıyla finansal piyasalardaki gelişme zayıf kalmaya devam ettiği takdirde, ABD ekonomisinin küresel ekonomi içerisinde aldığı payın azalması ve ABD Doları'ndaki değer kayıplarının sürmesiyle birlikte, kısa ve orta vadede olmasa da uzun vadede ABD Doları'nın lider rezerv para statüsünden çıkma olasılığı bulunmaktadır.

ABD Doları'nın yerine lider rezerv para pozisyonunu alabilecek en güçlü aday olan Avro için farklı senaryolar altında yapılan gelecek tahminleri Grafik 2'de gösterilmiş olup, Avro'nun uluslararası rezerv varlıkları içerisinde payının zaman içerisinde azalma trendi ortaya koyduğundan, Avro'nun yakın gelecekte ABD Doları'nın yerini almasının beklenemeyeceğine işaret etmektedir.



Grafik 2. Avro'ya İlişkin Gelecek Tahmin Sonuçları

Son olarak, rezerv para adayı olma potansiyeli bulunan Yuan için yapılan tahminler; Yuan'daki değer kaybı ne kadar az olursa, rezerv varlıklar içerisinde alacağı paydaki artışın o kadar hızlı olacağını, aksi takdirde rezerv para statüsü için GDP'nin sağladığı pozitif katkının enflasyonda yaşanacak olası bir artış (Yuan'da değer kaybı) ile ortadan kaybolacağını göstermektedir. Dolayısıyla, kısa ve orta vadede olmasa uzun vadede, Yuan'daki değer kaybının az olması ile birlikte hızlı büyümenin devam etmesi ve finansal piyasaların açılmasına bağlı olarak, merkez bankalarındaki rezerv varlıklar içinde Yuan'ın zamanla yer alması muhtemel görülmektedir.



Grafik 3: Yuan'a İlişkin Gelecek Tahmin Sonuçları

4. SONUÇ

Finansal serbestleşme ile birlikte artan belirsizlik ve yaşanan krizlerin yanı sıra son dönemde küresel ekonomide ortaya çıkan cari dengesizlikler beklenmedik rezerv artışlarına neden olmuştur. Öte yandan, küresel rezerv varlıklardaki yoğunlaşmanın sürekli olarak cari açığı büyüyen ve kamu borcu gayri safi yurtiçi hasılasının yüzde 97'sine ulaşan ABD ekonomisine bağlı olmasının, küresel ekonomiyi yeni bir "Triffin İkilemi"ne sürüklemeye olası olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bu gelişmeler, çok da uzak olmayan gelecekte küresel ekonominin yeni bir lider rezerv para talep etmesini muhtemel kılmaktadır.

Bu çalışmada, ABD Doları'nın gelecekte lider rezerv para konumunu koruyabilmesi ve dolayısıyla da küresel ekonominin yeni bir lider rezerv paralar talep etme senaryosu ele alınmıştır. Bu amaçla, öncelikle ABD Doları ve Avro esas alınarak rezerv para olmanın belirleyici unsurları araştırılmıştır. Araştırmanın sonuçlarına göre, önceki çalışmalara paralel olarak, rezerv para statüsüne sahip olmanın belirleyici unsurlarının; ülkenin küresel ekonomi içerisinde aldığı pay, finansal gelişmişlik düzeyi ve ulusal paranın değerini koruyabilmesi olduğu güçlü bir şekilde tespit edilmiştir.

Daha sonra çalışmada ABD Doları, Avro ve Yuan'ın gelecek 15 yılda rezerv para olma bakımından nasıl bir trend izleyebileceği analiz edilmiştir. ABD Doları halen uluslararası ticarete lider faturalandırma ve aracı para birimi olup, rezerv para olmasının devamı diğer ülkelerden ziyade ABD ekonomisinin gidişatına

bağlıdır. Araştırmamızda gerçekleştirilen ampirik çalışmadan yola çıkarak yürütülen tahminlerde ABD ekonomisinin, finans piyasalarına yönelik talep artırıcı yenilikleri küresel ekonominin hizmetine sunması durumunda ABD Doları'nın lider rezerv para statüsünü koruyabileceğini göstermektedir. Bu olmadığı takdirde, ABD ekonomisinin küresel ekonomi içerisinde aldığı pay azaldığında ve ABD Doları'ndaki değer kaybının sürdüğünde, kısa ve orta vadede olmasa da uzun vadede ABD Doları'nı lider rezerv para statüsünden çıkarma olasılığı ortaya çıkabilecektir.

ABD Doları'ndan sonra uluslararası para sistemi içerisinde en güçlü para birimi Avro'dur. Neredeyse ABD ekonomisi kadar büyüklükte bir ekonomiye sahip Avro Bölgesi'nin de likit ve açık bir finansal sistemi vardır. Fakat Avro'nun kullanımının sadece Avro Bölgesi ile sınırlı kalması, bölgeler arasındaki aşırı ekonomik farklılıklar ve son dönemde yaşanan borç krizi, Avro'nun tam anlamıyla uluslararası rezerv para statüsüne çıkışını engellemiştir. Ayrıca, Avro Bölgesi'nin bankacılık ve sermaye piyasalarındaki parçalı yapısı bölgenin ölçek ekonomisinden ve network dışsallıklarından yararlanmasını zorlaştırmaktadır. Bu durum Avro Bölgesi'nin finans piyasalarının derinlik kazanmasını olumsuz yönde etkilemektedir. Nitekim Avro'nun 1999 yılında ortaya çıkışından beri merkez bankalarındaki rezerv varlıklar içerisinde aldığı payın neredeyse hiç değişmediği görülmektedir (BIS, 2016). Çalışmamızın sonuçlarına göre, Avro Bölgesi'nin finans piyasalarına yönelik derinlik kazandırıcı önlemler almaması durumunda Avro'nun rezerv varlıklar içerisindeki payın azalacağını göstermektedir.

ABD Dolarının lider rezerv para pozisyonunu alabilme potansiyeline aday diğer para birimi Yuan'dır. Dünyanın en büyük ikinci ekonomisine sahip olan Çin, ABD ve Avro Bölgesi'nden sonra en fazla ticaret hacmine sahip ülke konumundadır. Ayrıca, Çin ekonomisindeki büyüme trendinin gelecekte de sürdürüleceği öngörülmektedir. Ancak, Yuan hali hazırda bir rezerv para birimi değildir ve Yuanın rezerv para birimi olabilmesi için Çin'in bazı önemli adımlar atması gerekmektedir. Bu kapsamda, finansal sistemin uluslararası piyasalara açılması, Yuan'ın çevrilebilir (konvertibl) hale getirilmesi ve Yuan'a bağlı finansal varlıkların piyasaya sürülmesi önem arz etmektedir. Yine, finansal piyasaların gerektirdiği istikrarlı ve güçlü bir Yuan için Çin'in, ülkenin zayıf bir Yuan isteyen üretim sektörünün ağırlığından kurtulması gereklidir. Nitekim araştırma kapsamında yürütülen tahminler, Yuan'daki değer kaybı ne kadar az olursa, rezerv varlıklar içerisinde alacağı paydaki artışın o kadar fazla olabileceğini göstermektedir. Aksi halde, rezerv para statüsü için GDP'nin sağladığı pozitif katkı, enflasyonda yaşanacak olası bir artış ile ortadan kaybolabilecektir.

Sonuç olarak, yakın bir gelecekte küresel ekonominin ABD Doları'na alternatif olarak Avro'yu veya Yuan'ı lider rezerv para birimi olarak talep etmesi, bu para birimine sahip ekonomilerin durumu göz önüne alındığında olası görülmemektedir. ABD Doları'nın kısa ve orta vadede rezerv para statüsünü koruyacağına yönelik öngörü, bu durumdan kaynaklanan sorunlara yönelik alternatif çözüm önerilerini gerekli kılmaktadır. Özellikle uluslararası finansal sistemin küresel çapta düzenlenmesi ve denetlenmesi, uluslararası swap anlaşmalarının kapsamının genişletilmesi, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarının izlenmesi gibi uluslararası rezerv varlıklara yönelik talep kısıcı önlemlerin, bir yandan rezerv biriktiren ülkelerin katlanmak zorunda oldukları maliyeti azaltması diğer yandan uluslararası finansal piyasaların istikrarını desteklemesi beklenmektedir.

5. KAYNAKÇA

Aizenman, Joshua and Hiro Ito. 2011. "The "Impossible Trinity," the International Monetary Framework, and the Pacific Rim," Forthcoming in I. N. Kaur and N. Singh ed., *Handbook of the Economics of the Pacific Rim* (Oxford University Press).

Aizenman, Joshua and Hiro Ito. 2012. "Trilemma policy convergence patterns and output volatility", *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol 23 (3), 269-285

Aizenman, Joshua, Menzie D. Chinn, and Hiro Ito. 2010. "The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating New Patterns of the Trilemma Configuration", *Journal of International Money and Finance*, Vol 29 (4), 615-641

BIS. 2016. "Triennial Central Bank Survey – Foreign Exchange Turnover in April 2016".

Caballero Ricardo J., Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas. 2008. "An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates." *American Economic Review*, 98(1), 358-393.

Chinn, Menzie and Jeffery Frankel. 2005. "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?" *National Bureau of Economic Research, Working Paper* 11510

Delatte, Anne-Laure and Julien, Fouquau. 2012. "What Drove the Massive Hoarding of International Reserves in Emerging Countries? A Time-Varying Approach" *Review of International Economics*, Vol 20 (1), 164-176

Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau and Peter Garber. 2004. "The Revived Bretton Woods System," *International Journal of Finance and Economics*, Vol 9(4), 307-313

Durdu, Ceyhan Bora, Enrique G. Mendoza, and Marco E. Terrones. 2009. "Precautionary demand for foreign assets in Sudden Stop economies: An assessment of the New Mercantilism," *Journal of Development Economics*, Vol 89(2), 194-209

Emanuel, Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas, and Helene Rey. 2011. "Reforming the International Monetary System" *Center for Economic Policy Research*, 76

IMF. 2017. "World Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves" Erişim Tarihi: 15 Ocak 2018. <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>

Jeanne, Olivier. 2007. International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing? *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1-79.

Ju, Jiandong and Shang-Jin Wei. 2010. "Domestic Institutions and the Bypass Effect of Financial Globalization" *American Economic Journal: Economic Policy*, 173-305

Mendoza, G. Enrique, Vincenzo Quadrini, and Jose´ -Victor Rios-Rull. 2009. "Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances" *Journal of Political Economy*, Vol 117 (3)

- Obstfeld, Maurice.** 2011. "International Liquidity: The Fiscal Dimension." *NBER Working Paper No.17379*
- OECD.** 2018. "Long-term baseline projections - Gross domestic product, volume in USD, at constant 2010 purchasing power parities" Erişim Tarihi: 24.11.2018. https://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=EO103_LTB&lang=en#
- Prasad, Eswar and Lei Ye.** 2013. "The Renminbi's Prospects as a Global Reserve Currency". *Cato Journal*, Vol 33(3)
- Sandri, Damiano.** 2014. "Growth and Capital Flows with Risky Entrepreneurship" *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol 6 (3), 102-123.
- Subramanian, Arvind.** 2011. "Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition" *Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 11-14*
- Triffin, Robert.** 1960. The International Role and Fate of the Dollar, *Foreign Affairs*, Vol 57 (2), 269-286
- Wen, Yi.** 2011. "Making Sense of China's Excessive Foreign Reserves" *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series No. 2011-006A*
- FRED,** 2018a. "Stock Market Capitalization to GDP for Euro Area". Erişim Tarihi: 24 Kasım 2018. <https://fred.stlouisfed.org/series/DDDM01EZA156NWDB>
- FRED,** 2018b. "Stock Market Capitalization to GDP for United States". Erişim Tarihi: 24 Kasım 2018. <https://fred.stlouisfed.org/series/DDDM01USA156NWDB>
- WB,** 2017. "Uluslararası Rezervler". Erişim Tarihi: 28 Haziran 2017. <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>
- WB,** 2018."GSYH (Current \$)".Erişim Tarihi: 06 Şubat 2018.
<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>
- WB,** 2018."Consumer Price Index (2010=100)". Erişim Tarihi: 06 Şubat 2018.
<https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL>

