

REZERV BİRİKTİRME VE
ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNE YÖNELİK BEKLENTİLER

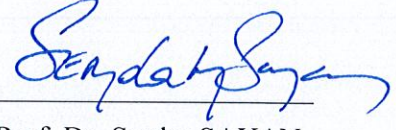
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TOBB EKONOMİ VE TEKNOLOJİ ÜNİVERSİTESİ

MUHAMMED HADİ GÖNÜLALÇAK

İŞLETME
YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZİRAN 2018

Bu tezin Yüksek Lisans derecesi için gereken tüm koşulları yerine getirdiğini onaylarım.



Prof. Dr. Serdar SAYAN

Sosyal Bilimler Enstitüsü

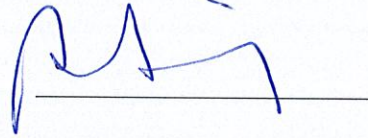
Müdürü

Bu çalışmayı okuduğumu ve çalışmanın kapsam ve içerik olarak Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı'nda bir Yüksek Lisans tezi olabilecek yeterlilikte olduğuna kanaat getirdiğimi onaylıyorum.

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Ali ALP

(TOBB ETÜ, İşletme)



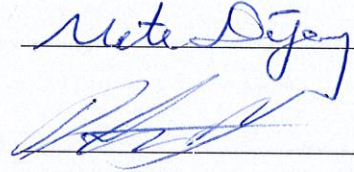
Tez Jürisi Üyeleri

Prof. Dr. M. Mete DOĞANAY

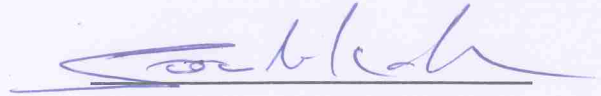
(Çankaya Üniversitesi, İşletme)

Dr. Öğr. Üyesi Atılım MURAT

(TOBB ETÜ, İşletme)



Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını bildiririm.



Muhammed Hadi GÖNÜLALÇAK

ÖZET

REZERV BİRİKTİRME VE ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNE YÖNELİK BEKLENTİLER

GÖNÜLALÇAK, Muhammed Hadi

Yüksek Lisans, İşletme

Danışman: Prof. Dr. Ali ALP

Finansal serbestleşme ile birlikte artan belirsizlik ve yaşanan krizlerin yanı sıra son dönemde küresel ekonomide ortaya çıkan cari dengesizlikler beklenmedik rezerv artışlarına neden olmuştur. Diğer yandan rezerv varlıklardaki yoğunlaşmanın sürekli olarak cari açığı büyüyen ve kamu borcu GSYH'sinin yüzde 97'sine ulaşan ABD ekonomisine bağlı olmasının, küresel ekonomiyi yeni bir "Triffin Çıkmazı"na sürüklediği görülmektedir. Bu kapsamda tez çalışmasının amacı, ABD dolarının lider rezerv para olarak statüsünü koruyabilmesi veya küresel ekonominin yeni bir lider rezerv para talep etme olasılıklarını araştırmaktır. Çalışmada, rezerv varlık statüsünü tanımlayıcı değişkenler 1979-2015 dönemi için panel veri yöntemi ile modellenmiş, rezerv varlıkların zaman içerisindeki trendi olası senaryolar altında incelenmiştir. ABD'nin geçmiş yıllarda gözlemlenen finansal gelişimini devam ettirdiği takdirde ABD dolarının lider rezerv para statüsünü koruyabileceği öngörülmektedir. Aksi takdirde, ABD ekonomisinin küresel ekonomi içerisinde aldığı payın azalması ve ABD dolarındaki değer kaybının sürmesi durumunda, ABD dolarının lider rezerv para statüsünü kaybedeceği beklenmektedir. Tezde ayrıca, avronun tüm olası senaryolar altında rezerv varlıklar içerisindeki payının azalacağı öngörüldüğünden, avronun lider rezerv para olarak talep edilemeyeceği beklenmektedir. Yakın ve orta vadede olmasa bile, Çin'in finans piyasalarını açması, yuanı çevrilebilir (konvertibl) kılması ve yuan cinsinden varlıkları piyasaya sürmesi durumunda, yuanın uzun vadede lider rezerv para birimi için güçlü bir aday olabilme kapasitesinin olduğu görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Rezerv Biriktirme, Triffin Çıkmazı, Uluslararası Para Sistemi

ABSTRACT

RESERVE ACCUMULATION AND PROSPECTS FOR INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM

GÖNÜLALÇAK, Muhammed Hadi

Master of Art, Business Administration

Supervisor: Prof. Dr. Ali ALP

Increased frequency and intensity of financial crises after the financial liberalization along with recent current account imbalances in the global economy caused unprecedented reserve accumulation. On the other hand, concentration in the reserve assets depending on the US economy, of whose current account deficit continuously growing and whose public debt reaches to 97 percent of its GDP, is driving the global economy to a new “Triffin Paradox”. In this context, the aim of this thesis is to seek the possibilities whether US dollar can retain its leading reserve currency status or global economy will demand a new leading reserve currency. In the study, descriptive variables for status of reserve assets modelled by panel data method for the period of 1979 – 2015 and trend of reserve assets is analyzed under possible scenarios. The US dollar may stay as leading reserve currency if US can maintain its financial development progress as observed in previous decades. Otherwise, decline of the US GDP share in global economy and devaluation in the US dollar continue, it is expected that the US dollar will lost its leading position in reserve assets. In the thesis, it is also envisaged that the share of the Euro to decline under each possible scenario, euro is not expected to be demanded as a leading reserve currency. And, even it is not expected in the short and medium term; yuan has the potential to be a strong candidate for leading reserve currency in the long term if China opens its financial markets, makes the yuan convertible, issues yuan-denominated assets, etc.

Keywords: Reserve Accumulation, Triffin Paradox, International Monetary System

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLOLAR LİSTESİ	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ	x

BÖLÜM I

GİRİŞ.....	1
------------	---

BÖLÜM II

REZERV VARLIK TALEBİ VE ULUSLARARASI PARA VE FİNANS SİSTEMİ İÇERİSİNDE YARATTIĞI SORUNLAR.....	3
2.1. Uluslararası Rezervler	3
2.2. Uluslararası Rezerv Varlık Talebi.....	6
2.2.a. İmkansız Üçleme Hipotezi ve Makroekonomik Politikalar	7
2.2.b. İhtiyati Tasarruflar	11
2.2.c. Merkantilist Politikalar	14
2.2.d. Finansal Azgelişmişlik	20
2.3. Uluslararası Rezerv Varlık Talebi Artışının Uluslararası Para ve Finans Sistemi İçerisinde Yarattığı Sorunlar.....	26
2.3.a. Kısa Vadedeki Problemler	27
2.3.b. Uzun Vadedeki Problem.....	29

BÖLÜM III

ULUSLARARASI REZERV VARLIK STATÜSÜNÜ BELİRLEMeye YÖNELİK EKONOMETRİK BİR UYGULAMA	32
3.1. Literatür.....	33
3.2. Veri Seti ve Yöntem	35
3.3. Panel Veri Analizi	38
3.4. Trend Analizi.....	40

BÖLÜM IV

SONUÇ	43
KAYNAKÇA	47

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 2.1. Ülke Grupları Bazında Sermaye Hareketleri Yapısı, 1990 - 2004	25
Tablo 2.2. Dolar Varlıkların Kümülatif Tüketim Getirisi.....	29
Tablo 3.1. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler	36
Tablo 3.2. Panel Birim Kök Testi Sonuçları	39
Tablo 3.3. Panel Veri Analiz Sonuçları	39



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1. Uluslararası Rezerv Varlık Artışı	6
Şekil 2.2. İmkansız Üçleme	8
Şekil 2.3. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Uluslararası Rezervleri	10
Şekil 2.4. Çin Tüketim, Kamu Harcamaları ve Tasarruf Oranları	13
Şekil 2.5. Avrupa Birliği ve Çin Altın Hariç Uluslararası Rezerv Varlıkları	17
Şekil 2.6. Amerika Cari Açığı/Küresel GSYH	21
Şekil 2.7. ABD Uzun Vadeli Reel Faizleri	21
Şekil 2.8. ABD Varlıklarının Dünya Üretimi ve Mali Servet'inin İçerisindeki Payı	21
Şekil 2.9. ABD Net Dış varlıkları.....	23
Şekil 2.10. ABD Kamu Borcu/GSYH	23
Şekil 2.11. Net Dış Varlıkların Borçlanma ve Riskli Varlıklardaki Pozisyonları	24
Şekil 2.12. En Fazla Rezerv Sahibi 20 Ülkenin Uluslararası Rezervleri/ GSYH.....	26
Şekil 2.13. Gelişmiş Ülkeler Uzun Dönemli Faiz Oranları	28
Şekil 2.14. Uluslararası Resmi Döviz Rezerv Varlıkları	30
Şekil 3.1. Birim Kök Testi Trend Tespiti	38
Şekil 3.2. ABD Doları Tahmin Sonuçları.....	41
Şekil 3.3. Avro Tahmin Sonuçları	41
Şekil 3.4. Yuan Tahmin Sonuçları.....	41

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BIS	Uluslararası Ödemeler Bankası
CPI	Tüketici Fiyat Endeksi
COFER	Resmi Döviz Rezervlerin Bileşimi
ECU	Avrupa Para Birimi
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
WB	Dünya Bankası



BÖLÜM I

GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkeler, finansal serbestleşme sonrası sayısı ve şiddeti artan finansal krizlerden korunmak veya en azından finansal krizlerin etkisini azaltmak için uluslararası rezerv varlıklarında önemli düzeylerde artışa gitmişlerdir. Diğer yandan 2000 sonrası dönemde daha da ivmelenen uluslararası rezerv varlık artışlarındaki yoğunlaşmanın daha çok merkantilist politika güden gelişmekte olan uzak doğu Asya ülkelerinde, deflasyonist baskılardan kurtulmak isteyen Japonya’da, kriz zamanlarında güvenli liman olarak görülen İsviçre’de ve son olarak cari fazla veren petrol zengini ülkelerde olduğu görülmektedir.

Rezervlerde meydana gelen bu artışlar, gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerini muhtemel bir finansal krize karşı daha dayanıklı hale getirirken, rezervlerin yüksek miktarlarda tutulması aynı zamanda bu ülkelere ani sermaye çıkışlarının önüne geçebilme potansiyelini kazandırmıştır. Uluslararası rezerv varlıklarını merkantilist politikaların bir sonucu olarak artıran gelişmekte olan Asya ülkeleri, üretimlerini artırmak suretiyle yüksek ekonomik büyüme oranlarını yakalayabilmişlerdir. Benzer şekilde cari dengesizlikler yaşayan ülkeler de döviz piyasalarına müdahalelerle finansal istikrarı sağlamaya çalışmışlardır. Fakat rezerv artış politikaları kısa vadede rezerv biriktiren ülkelere önemli yükler getirirken, aynı zamanda aslında yeni mali istikrarsızlıkların kaynağını da oluşturmaktadır. Bunun da ötesinde, uluslararası rezerv varlıklardaki bu sınır tanımayan artışların küresel ekonomiyi yeni bir “Triffin Çıkmazı”na sürüklediği görülmektedir.

II. Dünya savaşı sonrası kurulan Bretton-Woods sistemi içerisinde ABD ekonomisinin küresel ekonomideki payının hızla düşmeye başlamasının yanı sıra ABD’nin 1950 yılından itibaren başlayan ve sürekli olarak büyüyen ödemeler dengesi açığı, ABD dolarının altına olan konvertibilitesinin sorgulanmasına neden olmuştu. Sonraları “Triffin Çıkmazı” olarak adlandırılacak teorisinde Robert Triffin, o dönemde ortaya çıkmakta olan problemi “ABD cari açığı devam ettiği takdirde dış borç stoklarının altın olarak talebi vaat edilen \$35/ons ile karşılanamayacağı ve

bunun da bir altın ve dolar krizine neden olacağını” söyleyerek tanımlamıştı. Kriz, Bretton-Woods sisteminin terk edilerek ulusal paraların dalgalanmaya bırakılmasıyla sonlanmıştı.

Günümüzde de benzer bir şekilde küresel ekonomide artan belirsizlik ve yaşanan krizler ile birlikte son dönemde yaşanan cari dengesizlikler beklenmedik rezerv varlık artışlarına neden olmuştur. Diğer yandan rezerv varlıklardaki yoğunlaşmanın, sürekli olarak cari açığı büyüyen ve kamu borcunun gayri safi yurtiçi hasılasının yüzde 97’sine ulaşan ABD ekonomisine bağlı olması uluslararası para sistemini yeni bir “Triffin Çıkmazı”na sürüklemektedir. Dolayısıyla, çok da uzak olmayan gelecekte küresel ekonominin yeni bir lider rezerv parayı talep etmesi muhtemeldir.

Bu kapsamda tez çalışmasında, ABD dolarının lider rezerv para olarak küresel ekonomi içerisindeki yerini koruyabilmesi veya küresel ekonominin yeni bir lider rezerv para talep etme senaryoları ABD dolarına alternatif olacak para birimleri çerçevesinde ele alınmıştır. Dört bölümden oluşan bu tez çalışmasının ikinci bölümünde uluslararası rezerv varlıklara ilişkin kısa bir tanım yapılmasının ardından, rezerv varlıklara yönelik talep artışının nedenleri ve rezerv artışının uluslararası para ve finansal sistem içerisinde yarattığı sorunların detayları sunulacaktır. Üçüncü bölümde uluslararası döviz rezerv varlıklarının statüsünü tanımlayan değişkenler, 1979-2015 dönemini kapsayan ekonometrik bir çalışma ile tespit edilecek ve uluslararası döviz rezerv varlıklarının zaman içerisinde aldığı payın trendi, olası senaryolar altında incelenecektir. Çalışma genel bir değerlendirmenin yapıldığı dördüncü bölümle sonlandırılacaktır.

BÖLÜM II

REZERV VARLIK TALEBİ VE ULUSLARARASI PARA VE FİNANS SİSTEMİ İÇERİSİNDE YARATTIĞI SORUNLAR

Finansal serbestleşme sonrası küresel ekonomide yaşanan krizlerden önemli ölçüde etkilenen gelişmekte olan ülkelerin, uluslararası rezerv varlıklarında önemli oranlarda artışa gittikleri görülmektedir. Bununla birlikte 2000 sonrası dönemde daha da ivmelenen uluslararası rezerv varlıklardaki artışın daha çok gelişmekte olan Asya ülkelerinde, gelişmiş Japonya'da ve İsviçre'de ve petrol zengini ülkelerde yoğunlaştığı görülmektedir. Bu kapsamda bu bölümde ilk olarak uluslararası rezerv varlık tanımlaması yapılarak uluslararası rezerv varlıklara yönelik talep artışlarının nedenlerinin incelendiği akademik çalışmaların detayları sunulacaktır. Sonrasında ise rezerv varlıklara yönelik talep artışının uluslararası para ve finans sistemi içerisinde yarattığı sorunlara değinilecektir.

2.1. Uluslararası Rezervler

Uluslararası rezerv varlıklar, bir ülkenin ödemeler dengesi finansmanı ihtiyacını karşılamak, döviz piyasalarına gerektiğinde müdahalede bulunabilmek, dış borçlanmaya temel olarak kullanabilmek ve ulusal para birimine ve ekonomiye güven tesis edebilmek için ulusal para otoritesinin kullanıma hazır tuttuğu yabancı para cinsinden kaynaklardır. Tüm bu işlevlerin yanı sıra, ulusal otoriteler muhtemel bir ekonomik krize veya acil duruma karşı da hazırda uluslararası rezerv varlık bulundurmak istemektedirler. Nitekim uluslararası rezerv varlıkların beklenenin altında kalması ülke risk primlerinin artmasına neden olabilmektedir. Bunun da

ötesinde, özellikle yetersiz sermaye yabancıların yatırımlardan kaçınmasına sebebiyet verebileceğinden, ülkeler geçmişten beri ellerinde rezerv varlık bulundurmamak istemektedirler.

Rezerv varlık bulundurma beraberinde yeterlilik sorusunu da gündeme getirmiştir. Özellikle kriz zamanlarında yeterli seviyede rezerv bulundurmamayan ülkelerin katlanmak zorunda oldukları maliyetler rezerv yeterlilik konusunu ekonomik yazında önemli düzeyde tartışma ve araştırma konusu yapmıştır. Tutulması gereken rezerv miktarı her ülkenin ekonomik koşuluna göre değişse de, rezerv seviyelerinin yeterliliğinin belirlenmesine ilişkin geleneksel olarak kabul görmüş oranlar basit ve anlaşılabilir olduğundan halen yaygın olarak kullanılmaktadır (IMF, 2011).¹

Uluslararası rezerv varlıkların yeterliliğine ilişkin geleneksel göstergelerden ilki rezerv varlıkların ithalatı karşılama oranıdır. Bu oran ekonomik yazında ay olarak tanımlanmıştır ve temel olarak bir ülkenin tüm ihracat gelirlerinin ve dış finansman kaynaklarının akışının durduğu bir ortamda ülke rezervlerinin üç aylık ithalatı karşılayacak düzeyde olması olarak öngörülmüştür. Böyle bir yaklaşımın özellikle yabancı sermaye hareketliliğinin az olduğu ülkeler için faydalı olduğu düşünülmektedir.

¹ Son zamanlarda rezerv yeterliliğine ilişkin fayda ve maliyet konularını birlikte dikkate alan modeller ekonomik yazında yer edinmektedir. Bu modellerde rezerv biriktirme bir optimizasyon problemi olarak değerlendirilmekte ve rezerv tutma maliyeti göz önüne alınarak sermaye akımlarındaki ani durmalara karşı optimum teminatı sağlayan oran bulunmaya çalışılmaktadır. Fakat finansal sistemlerin deregülasyonu ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi rezerv seviyesini belirlemede kullanılan parametreleri belirleme ve kalibrasyonu bu modellerin işlevselliğini sınırlandırmaktadır (IMF, 2011).

Rezerv yeterliliğine ilişkin geleneksel göstergelerden bir diğeri kısa vadeli borçların uluslararası rezerv varlıklara oranıdır. Söz konusu oran özellikle sınırlı sermayeye sahip gelişmekte olan ülkelerin, uluslararası likiditenin daraldığı ve risk algılarının değiştiği dönemlerde ülkenin risk durumunu göstermesi açısından önemlidir. Sonraları ekonomi yazınına Guidotti – Greenspan kuralı olarak geçen orana göre rezervlerin kısa vadeli borca oranı gelişmekte olan ülkeler için 1 olmalıdır.

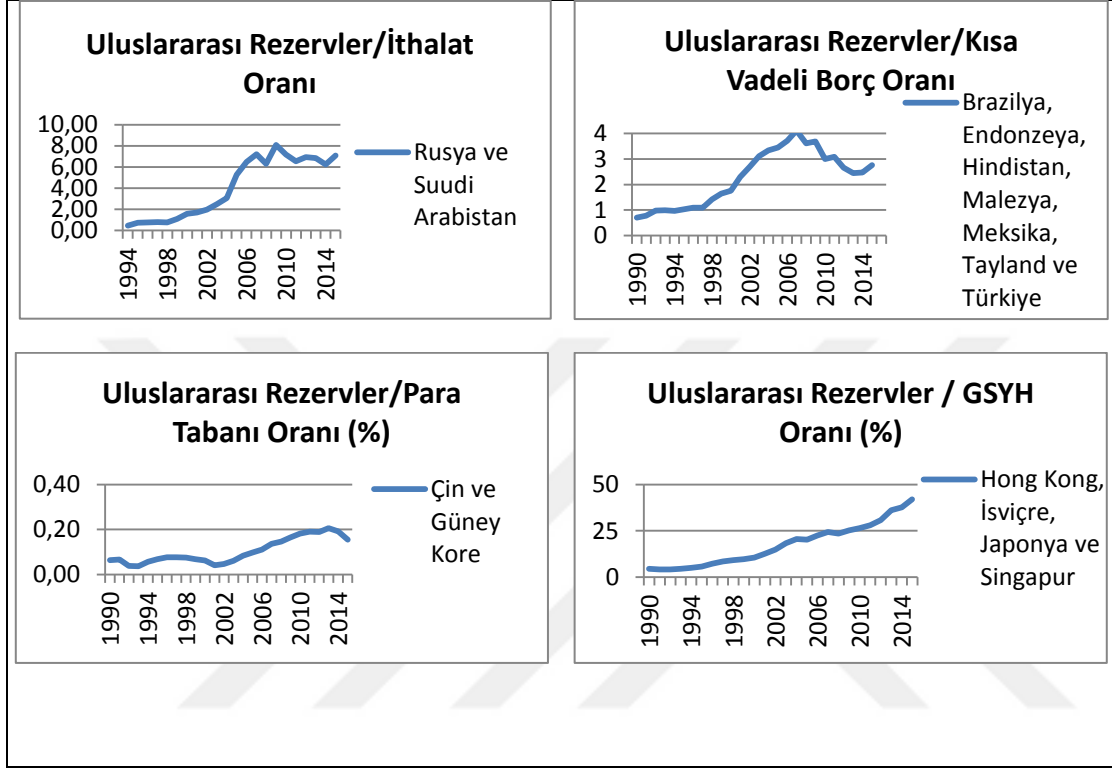
Rezerv yeterliliğine ilişkin diğeri bir gösterge rezervlerin parasal taban büyüklüğüne oranıdır. Bu oran belirlenirken genelde M2 para tabanı ülke rezerv seviyesiyle karşılaştırılmaktadır ve yeterlilik ölçülmeye çalışılmaktadır. Böylelikle sermaye kaçışının riski ölçülmek istenmektedir. Nitekim bankacılık sisteminin zayıf olduğu veya para talebinin dalgalı olduğu ülkelerde sermaye kaçış oranı daha yüksektir (IMF, 2000).

Rezerv yeterliliğinin ölçümüne ilişkin geleneksel yöntemlerden sonuncusu uluslararası rezerv varlıkların gayri safi yurtiçi hasılaya oranıdır. Özellikle ülkeler arası çapraz kontrolde rezerv yeterliliğine ilişkin bir ön bilgi sunması bakımından bu oranın, fayda getireceği düşünülmektedir.

Finansal serbestleşmenin zirveye ulaştığı 1990 sonrası dönemde uluslararası rezerv varlıklar çok hızlı bir şekilde artış göstermiş ve bu artış 2000 yılından sonra daha da ivmelenerek yukarıda bahsedilen geleneksel kaidelerdeki rezerv yeterlilik oranlarının çok üstüne çıkmıştır. Şekil 2.1'de elinde en fazla uluslararası rezerv

varlık bulunduran 20 ülkenin 1990 sonrası dönemdeki altın hariç rezerv varlık artışları görülmektedir.²

Şekil 2.1. Uluslararası Rezerv Varlık Artışı (WB a, 2017)



2.2. Uluslararası Rezerv Varlık Talebi

Uluslararası rezerv varlıkların 1990 sonrası dönemde önemli düzeyde artış gösterdiği görülmektedir. Finansal serbestleşme ile birlikte sıklığı ve şiddeti artan finansal krizlerin olumsuz etkilerinden kaçınmak ve tüketimdeki dalgalanmaları en aza indirebilmek için cari açık veren gelişmekte olan ülkeler, geleneksel oranları aşan miktarlarda rezerv varlık tutmaya başlamışlardır. 2000 sonrası dönemde ise rezerv artışlardaki yoğunlaşmanın; daha çok merkantilist politika güden gelişmekte

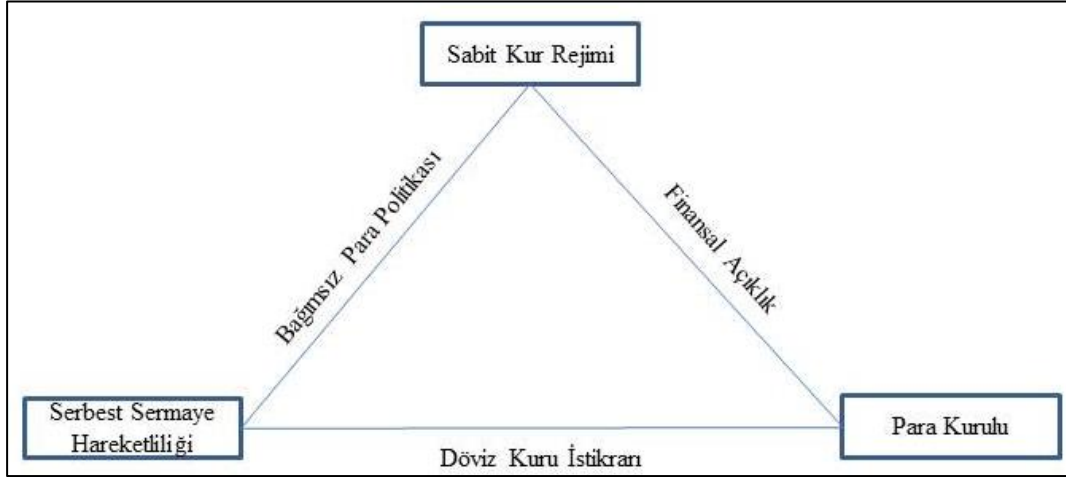
² Çalışmada 2015 yılı itibarı ile en fazla rezerv bulunduran 20 ülke ele alınmış, bunlardan veri eksikliğinden dolayı Cezayir, Birleşik Arap Emirlikleri ve Polonya ve rezerv para sahibi ülkelerden sınırlı düzeyde uluslararası rezerv varlığa sahip ABD ve İngiltere kapsam dışında tutulmuştur.

olan uzak doğu Asya ÷lkelerinde, deflasyonist baskılardan kurtulmak isteyen Japonya'da, kriz zamanlarında güvenli liman olarak gör÷len İsviçre'de ve son olarak cari fazla veren petrol zengini ÷lkelerde olduğu gör÷lmektedir. Bu kapsamda bu bölümde uluslararası rezerv varlık talep artışının sebeplerinin irdelendiği akademik düzeyde gerçekleştirilen teorik ve ampirik çalışmaların detayları sunulacaktır.

2.2.a. İmkansız Üçleme Hipotezi ve Makroekonomik Politikalar

Fleming (1962) sabit kur ve değişken kur rejimleri altında para ve maliye politikalarının farklılık göstermesi gerektirdiğini ifade etmiştir. Ardından Mundell (1963) 2. Dünya Savaşı sonrası küreselleşme hareketlerine paralel olarak artış gösteren malların serbest dolaşımı ve sermaye hareketliliğinin döviz kurlarında oynaklığı artırdığını ifade ederek tam sermaye serbestisi altında istikrar politikalarının sabit ve esnek kur sistemleri altında birbirinden farklı uygulamalara gidilmesi gerektiği tespitinde bulunmuştur. Küresel ekonominin finansal entegrasyona doğru yönelişinin getirdiği faiz oranlarındaki yaklaşmanın ekonomi politikaları üzerinde önemli değişikliklere yol açacağı saptandığı ve sonraları Mundell-Fleming modeli olarak anılacak bu çalışmalarda, özetle açık ekonomilerin bağımsız para politikası, finansal entegrasyon ve döviz kuru istikrarı politikalarından sadece ikisinin aynı anda amaçlanabileceği ortaya konulmuştur. İlk defa 1999 yılında J. Frankel tarafından imkansız üçlü olarak adlandırılan bu politika çıkmazı hipotezi Şekil 2.2'de gösterilmiştir.

Şekil 2.2. İmkansız Üçleme (Aizenman and Ito, 2011)



İmkansız üçleme hipotezine göre açık bir ekonomide ülke (1) serbest sermaye hareketliliği ve bağımsız para politikalarını uygular fakat kur istikrarından vazgeçer; (2) sabit kur rejimi ve bağımsız para politikalarını uygular fakat sermaye hareketliliğini kısıtlar; (3) serbest sermaye hareketliliği ve kur istikrarı politikalarını uygular fakat bağımsız para politikasını terk eder.

Üçlü açmazda seçilen her bir politika ikilisi tercihi üçüncü bir politika amacından vazgeçme anlamına gelmektedir ve uygulanan makroekonomi politikaları açısından bu durum üç saç ayağından birinin eksik olması gibi, ülke ekonomisi üzerinde olumsuz etkiler oluşturmaktadır. Nitekim bağımsız para politikasından vazgeçildiği takdirde istikrarlı ve sürdürülebilir ekonomik büyümeye yönelik ulusal hedefler para politikası araçlarıyla gerçekleştirilemeyecektir. Yunanistan'ın içinde bulunduğu borç krizini aşamaması bu duruma çok iyi bir örnektir. Diğer yandan döviz kuru istikrarından vazgeçildiği bir durumda kur riskinin neden olduğu belirsizliklerin maliyetleri artırmasından dolayı yatırım ve ticaret olumsuz yönde etkilenecektir. Finansal entegrasyondan vazgeçildiği diğer bir durumda ise yurtdışı tasarruflardan yararlanamama, yurtdışı piyasalarda portföy ve risk paylaşımı yoluna

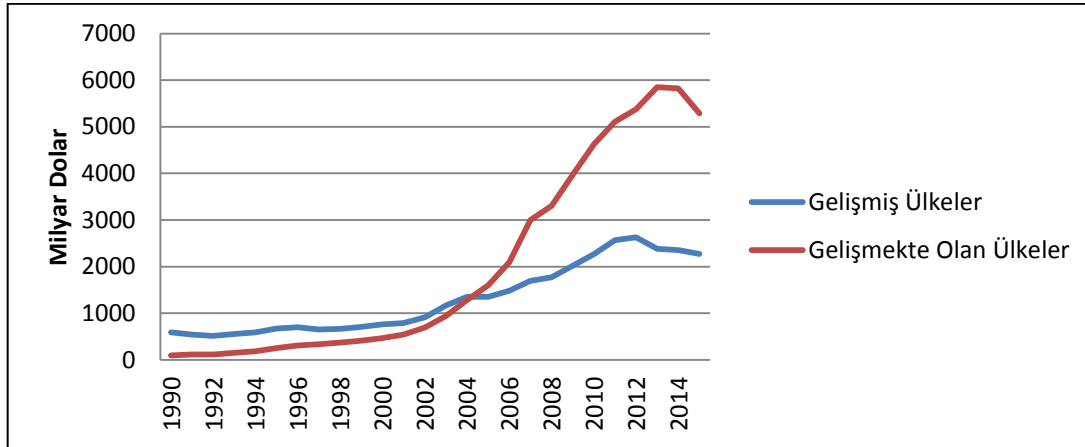
giderek finansal istikrarı sağlayamama gibi finansal piyasaların etkin bir şekilde kullanılmaması ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etki bırakacaktır.

Aizenman, Chinn ve Ito (2010) gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin 1970 – 2006 yılları arasında uyguladıkları üçlü çıkmaz hipotezindeki her bir politika tercihini çıktı oynaklığı, enflasyon oynaklığı ve orta vadeli enflasyon oranları çerçevesinde ele aldıkları ampirik çalışmalarında incelemişlerdir. Bağımsız bir para politikası uygulamasını tercih eden ülkelerde çıktı oynaklığının düşük kaldığını, fakat bu durumu gelişmekte olan ülkeler kapsamında ele aldıklarında çıktı oynaklığında göreceli bir artış olduğunu gözlemlemişlerdir. Yürütülen çalışmada gelişmekte olan ülkelerin uluslararası rezervlerini gayri safi yurtiçi hasıllarının yüzde 21-24'ü gibi bir oranda tuttukları takdirde çıktı oynaklığını azaltabildiklerini tespit etmişlerdir.

Aizenman ve Ito (2011), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin 1970-2009 yıllarını kapsayan makroekonomi politikalarını üçlü açmaz hipotezi çerçevesinde ele aldıkları çalışmalarında incelemişlerdir. İkili çalışmalarında, gelişmekte olan ülkelerin üçlü açmaz hipotezindeki her bir politikayı aynı anda amaçlayarak yüksek oranda tuttukları uluslararası rezerv ile destekledikleri yönetimli döviz kuru esnekliği, orta düzeyde para politikası bağımsızlığı ve finansal entegrasyonu aynı anda yürütmeye çalıştıklarını gözlemlemişlerdir. Gelişmiş ülkelerde ise özellikle avronun yürürlüğe girmesi ile birlikte döviz kuru istikrarı ve finansal açıklıkla birlikte düşük düzeyde para politikası bağımsızlığının tercih edildiği tespitinde bulunmuşlardır.

Aizenman ve Ito (2012), yürüttükleri diğer bir çalışmalarında küresel ekonominin hızla finansal entegrasyona yöneldiği bir ortamda finansal serbestliğin gelişmekte olan ülkeler için risk taşıdığını ve yüksek oranda rezerv tutma zorunluluğunun önemini artırdığını söyleyerek yüksek oranda rezerv tutmanın gelişmekte olan ülkeler için üretimdeki çıktı oynaklığını azaltarak imkansız üçlemedeki her bir politika kombinasyonu için daha fazla olanak tanıdığı tespitinde bulunmuşlardır. Nitekim gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme politikalarına paralel olarak sıklığı ve şiddeti artan finansal krizlerle baş edebilmek ve ekonomilerindeki çıktı oynaklığını en aza indirebilmek için tuttıkları döviz rezervlerinde 1990 sonrasında muazzam bir ölçüde artışa gittiği gözlemlenmektedir. Tüm bu tespitler Şekil 2.3'te net bir şekilde görüldüğü üzere 1990 sonrası dönemde gelişmiş ülkelerde göreceli olarak sınırlı düzeyde artış gösteren uluslararası rezervlerin, aynı dönemde gelişmekte olan ülkelerde önemli miktarlarda artış gösterdiği görülmektedir.

Şekil 2.3. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Uluslararası Rezervleri³ (WB a, 2017)



³ Gelişmiş Ülkeler: ABD, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Japonya, Kanada; Gelişmekte Olan Ülkeler: Brezilya, Çin, Endonezya, Güney Afrika, Güney Kore, Hindistan, Meksika, Rusya, Türkiye

2.2.b. İhtiyati Tasarruflar

Gelişmekte olan ülkelerde büyüme hızındaki artışların getirdiği cari hesaptaki iyileşmelerin Sürekli Gelir Hipotezinde yer alan gelir artışının yatırımları artıracakı önermesinin aksine tasarrufları artırmasının eksik piyasa koşullarının ve riskli yatırımlardan kaynaklandığını iddia ettiği ampirik çalışmasında Sandri (2014), girişimcilerin yatırım sermayelerini kaybetme riskinden dolayı kendi kendini finanse edebilmek için tasarruflarını yatırımlardan daha fazla artırdığını ifade etmiştir. Nitekim gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının riskli yatırımlardan veya doğrudan yabancı yatırımlardan ziyade varlık alımı olarak gerçekleştiğini söyleyerek bunun da önerisiyle tamamen uyumlu olduğunu ifade etmiştir. Yazar, kurduğu model simülasyonunun da büyüme, tasarruf ve cari hesabın pozitif korelasyon gösterdiğini tespit etmiştir.

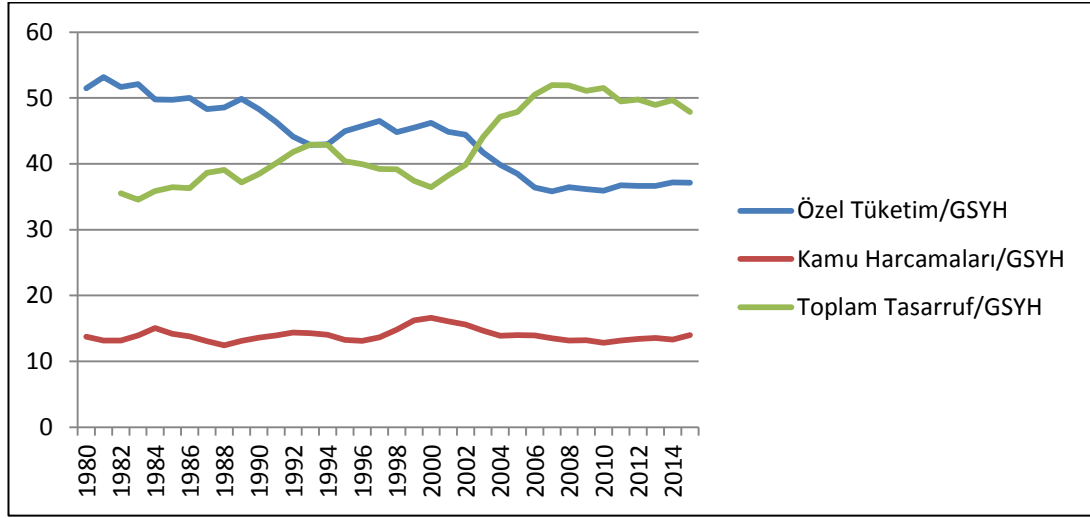
Diğer bir ampirik çalışmada Durdu, Mendoza ve Terrones (2007), eksik rekabet piyasasına sahip ve sermaye akımlarında ani durma yaşayan dışa açık ekonomilerde yabancı varlıklara yönelik ihtiyati talepleri (1) iş döngüsünün yarattığı çıktı oynaklığındaki değişim (2) finansal serbestleşme ve (3) ekonomideki ani durmalara karşı alınan dahili sigorta kapsamında incelemişlerdir. Çalışma sonucunda her üç mekanizmanın da bu ülkeleri yüksek miktarda yabancı varlık tutmaya yönlendirebildiği tespit edilmiştir. Bununla birlikte finansal entegrasyon ve ani durma riskinin yabancı varlık alımının artışında önemli bir rol oynadığı gözlemlenirken, bu ülkelerde sermaye akımlarında ani durmaların iş döngüsü üzerinde yarattığı çıktı oynaklığı artış göstermediğinden bunun rezerv artışlarına yönelik bir açıklama getiremediği tespitinde bulunmuşlardır.

Wen (2011), Çin'in son yıllarda artış gösteren uluslararası rezervlerinin ulusal parası Renminbi (RMB)'yi düşük tutacak hükümet politikalarının bir sonucu olmasından ziyade ülkenin hızlı bir büyüme sürecine girmesiyle birlikte gelişmemiş bir finansal sisteme sahip olmasının doğal bir sonucunun olduğu iddiasında bulunmuştur. Çalışmasını açıklarken verdiği örnekte Wen, bir Çin portakalı ve bir Amerikan elmasının döviz kuru ne olursa olsun ABD ile Çin arasında bir ticaret dengesi yaratacağını ifade etmiştir. Ticaret dengesizliğinin (yani sermaye hesabı fazlasının) ise ancak ABD'nin Çin'den bir portakal almasına karşılık, Çin'in ABD'den bir elma yerine yarım elma alarak geriye kalan yarım elmayı tasarruf ettiği durumda ortaya çıkacağını söylemiştir.⁴

Nitekim yazarın çalışmasında belirttiği gibi bu tespitin 1980 sonrası istatistiki verilere yansıdığını Şekil 2.4'te görebilmekteyiz. 1980 sonrası dönemde Çin hızlı bir ekonomik büyüme göstermesine rağmen, 1980 yılında yüzde 50 olan özel kesim harcamalarının gayri safi yurtiçi hasılaya oranı 2016 yılına gelindiğinde yüzde 37'ye düşerken hükümet harcamalarının GSYH'ye oranı hemen hemen aynı düzeyde kalmıştır. Çinli tüketiciler, artan gelirlerine rağmen tasarruf oranlarını 1982 yılında yüzde 35'ten 2017 yılına gelindiğinde yüzde 47'ye çıkması Çin'in ulusal tasarruflarında artış göstermesinde önemli bir faktör olarak ortaya çıkmıştır.

⁴Ben S. Bernanke Virginia'da 2005 yılında yaptığı konuşmasında ABD'nin artan cari açığını etkileyen temel faktörlerin ABD vatandaşlarının ve yabancıların gelir düzeylerinin, varlık fiyatlarının, faiz oranlarının ve döviz kurlarının olduğunu, dolayısıyla son dönemde önemli düzeyde artış gösteren bu açığın sadece ticaret dengesiyle açıklanamayacağını ifade etmiştir.

Şekil 2.4. Çin Tüketim, Kamu Harcamaları ve Tasarruf Oranları (WB e, f ve g, 2017)



Diğer taraftan yazar, gelişmekte olan bir ülkenin yatırımları artırması yerine neden tasarruf yoluna gittiğini ise eksik rekabet piyasası ve ihtiyati tasarruflar teorisiyle açıklama yoluna gitmiştir. Sigortalandırılmamış risklerin ve borçlanma üzerine getirilen sınırlamaların hızlı büyüme ile bir araya geldiği takdirde gelişmekte olan ülkelerin hane halkı tasarruflarının önemli bir artış göstereceği ve böylelikle sermaye hesabı fazlasına yol açacağı tespitinde bulunmuştur. Özellikle Çin'in son yıllarda muazzam bir şekilde artan tasarruflarının sebebini, Çin'in 30 yılda gösterdiği hızlı ekonomik büyümesine ve küreselleşme sürecine girmesine rağmen finansal piyasalarındaki reformları gerçekleştirememiş olmasına bağlamıştır. Sosyal güvenlik ağının ve gelişmiş sigortacılık ve finansal piyasaların olmayışının Çinli çalışanları; gelir şokları, işsizlik riskleri, kazalar ve beklenmeyen giderler gibi özel durumlara karşı aşırı derecede tasarruf yoluna ittiğini söylemiştir.

2.2.c. Merkantilist Politikalar

Dooley, Falkerts-Landau ve Garber 2004 yılındaki çalışmalarında uluslararası para sisteminin gelişiminin Bretton-Woods sisteminin ortaya çıkışından beri tek bir dinamik yapıyla gelişimini sürdürdüğünü ileri sürerek bu sistem içerisinde Amerika'nın sermaye ve mal piyasalarının serbest olduğu merkez ülke, Avrupa'nın ve Japonya'nın ise ortaya çıkmakta olan çevre ülkeler olduğu tespitinde bulunmuşlardır. Yazarlar, bu sistem içerisinde çevre ülkelerin düşük kur, sermaye akımı ve mal piyasaları kontrolünü, rezerv varlık birikimini ve merkez ülkeyi finansal aracı olarak kullanan bir kalkınma stratejisini seçtiğini iddia etmişlerdir. Yine bu sistem içerisinde merkez ülke konumundaki Amerika'nın ise çevre ülkelere doğrudan yabancı yatırım yolu ile uzun dönemli borçlanma olanağı tanıdığı tespitinde bulunmuştur.

Çevre ülkelerin gelişimlerini tamamlamasının ardından merkeze doğru kaydığını öne süren yazarlar, bundan sonra bu ülkelerin döviz kurunu sabitlemelerine ve kontrollü bir büyüme stratejisini uygulamalarına gerek kalmadığını ifade etmişlerdir. Avrupa'nın kalkınma stratejisinin serbest piyasa ekonomisine doğru kaymasının ardından finansal kontroller kaldırılmış ve sabit döviz kuru sisteminin 1970'li yıllarda çöküşü ile dalgalı kur rejimine geçiş sağlanmıştır. Yazarlar, ortaya çıkan serbest dalgalı kur rejiminin ve açık sermaye piyasalarının önemli bir çevre ülkenin olmadığı bir ortamda sadece geçiş dönemi olduğunu öne sürerek, aslında ekonomik ihracat odaklı büyüme stratejisinin olmadığı bir ortamda çevre ülkenin olamayacağını iddia etmişlerdir.

1980'li yıllarda sosyalist modelin çöküşü ve ardından 1989-1991 yıllarında komünizmin çöküşü ile yeni bir çevrenin ABD-Avrupa-Japonya merkezine eklemlendiğini ifade eden yazarlar, bu yeni çevre ülkelerinin ekonomilerini ticarete ve sermaye piyasalarını yabancı sermayeye açmaya istekli olduklarını söylemişlerdir. Özellikle Washington Uzlaşısı'nın bu ülkeleri, sermaye piyasalarını hemen açarak merkez ülkelere eklemlenmek suretiyle ekonomik büyüme yolunu izlemeleri yönünde cesaretlendirdiği tespitinde bulunmuşlardır. Bu yeni çevre ülkeler, savaş sonrası dönemde Avrupa'nın ve Japonya'nın izlediği düşük kur politikası, kontrollü döviz kuru müdahaleleri, finansal kontrolleri tatbik etme, uluslararası rezerv varlık biriktirme ve ihracat odaklı büyüme strateji izlediklerini ileri sürmüşlerdir.

Hali hazırda dünyada, temelde üç ekonomik ve para bölgesi olduğunu öne süren yazarlar, her bir bölgenin, coğrafi olarak birbirinden ayrı olsalar da işlevselliğe göre sınıflandırılmasının büyük resmi görmede faydalı olacağını ifade etmişlerdir. Yazarlar çalışmalarında öngördükleri işlevsel yapıda Asya'yı ticaret bölgesi, Amerika'yı merkez ülke ve Avrupa, Kanada ve Latin Amerika'yı ise sermaye bölgesi olarak tanımlamışlardır.

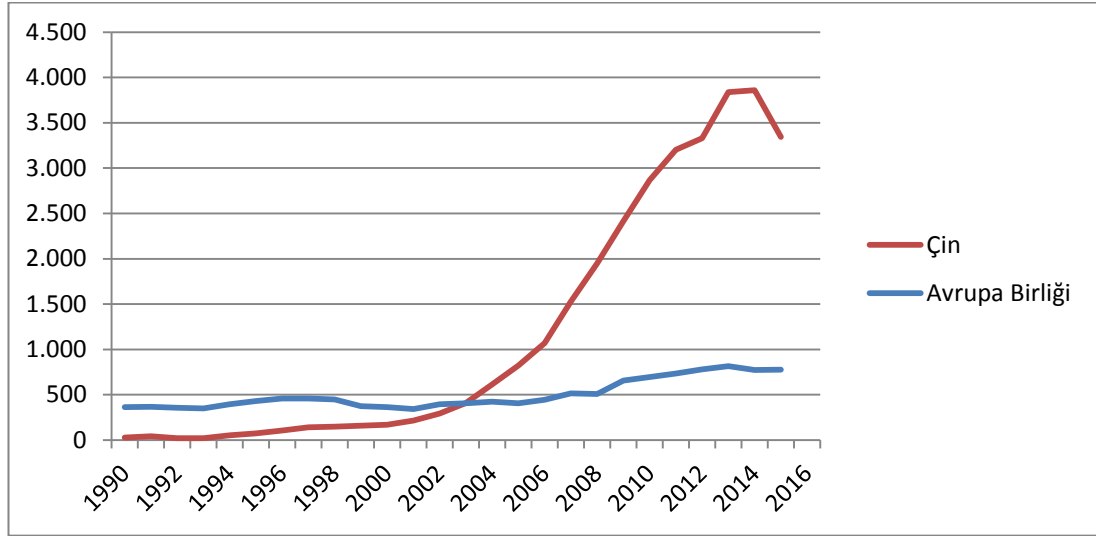
Ticaret bölgesi olarak Asya'nın temel probleminin Amerika'ya ihracat yapmak olduğunu öne süren yazarlar, ihracatın beklenenin altında kaldığı durumlarda kamunun ABD'den seve seve tahvil alacağını ileri sürmüşlerdir. Asya'nın yakın gelecekte büyüme sınırının olmamasından ötürü böyle yatırımlar için isteklerinin sınırsız olacağı iddiasında bulunmuşlardır.

Avrupa'yı, Kanada'yı, Avustralya'yı ve diğer çoğu Latin Amerika ülkelerini ise sermaye ülkeleri olarak tanımlayan yazarlar, bu bölgelerde özel yatırımcıların uluslararası yatırım pozisyonlarında risk/getiriye dikkat ettiklerini ve son zamanlarda ABD'den kaynaklanan risklere karşı endişeli olduklarını ileri sürmüşlerdir. Bu ülkelerdeki hükümetlerin ise uluslararası sermaye piyasalarından uzakta durduklarını ve resmi rezervlerde son zamanlarda neredeyse hiç bir değişiklik olmadığını iddia etmişlerdir.

ABD'nin ise bu yapı içerisinde merkez ülke ve sistemin aracısı konumunda olduğunu ifade eden yazarlar, ABD'nin döviz kurunu yönetmek gibi bir derdi olmadığını ileri sürmüşlerdir. ABD'nin resmi rezerv biriktirmediğini ve dolayısıyla yatırım motivasyonunun ABD'yi bir sermaye ülkesi haline getirdiği tespitinde bulunan yazarlar, aynı zaman ABD'nin büyüme motivasyonu ile kendisini bir ticaret ülkesi konumuna getirdiği iddiasında bulunmuşlardır.

Yazarlar yürüttükleri çalışmalarında sermaye ülkeleri ile ticaret ülkeleri arasındaki zıt tutumun istatistiksel verilere de yansıdığını söylemişlerdir. Şekil 2.5'te AB ülkelerinin uluslararası rezerv varlıklarının 1990-2015 döneminde göreceli olarak arttığı gözlemlenirken sadece Çin'in rezerv varlıkları aynı dönemde 113 kat arttığı gözlemlenmektedir. Yazarlar ticaret ülkelerinin dolar kurunun değişmediği tespitinde bulunarak bu ülkelerin ulusal otoritelerin rezerv varlık biriktirerek ABD cari açığını finanse ettiğini söylemişlerdir.

Şekil 2.5. Avrupa Birliği ve Çin Altın Hariç Uluslararası Rezerv Varlıkları (WB a, 2017)



Jeanne (2007) geliştirmekte olan ülkelerin uluslararası rezerv varlıklarında son dönemdeki artışların geleneksel kurallara göre belirlenen yeterlilik seviyesinin çok üstüne çıktığını ve dolayısıyla bu artışların sadece ihtiyati politikalarla açıklanamayacağı iddiasında bulunmuştur. Nitekim yazar, sermaye hesabı krizlerinin yaşanma riskinin en az olduğu Asya bölgesinde rezerv varlık artışlarının en fazla olduğu tespitinde bulunmuştur. Bunun yerine, rezervlerin yurtdışı varlıkların bir parçası olarak vatandaşların yerine kamu sektörü tarafından yönetilmesi olarak görülmesi gerektiğini söylemiştir.

Dolayısıyla optimum uluslararası rezerv varlık seviyesinin tarihsel regresyonlardan ziyade fayda – maliyet açısından ele alınmasının daha aydınlatıcı olacağı tespitinde bulunan yazar, çalışmasında sermaye hesabı krizlerine karşı açık küçük bir ekonomide tutulması gereken optimum seviyedeki rezerv miktarını fayda – maliyet açısından ölçmek istemiştir. Yazar kurduğu modelin geliştirmekte olan

ülkelerin rezerv varlıklarındaki artışlarının ne kadarının fayda – maliyet açısından açıklanabildiği sorusunu araştırmıştır. Modelin optimum rezerv seviyesinin GSYH'nin yüzde 7.7'sini veya kısa dönemli dış borcun yüzde 77'sini açıkladığı tespitinde bulunmuştur. Modelde bulunan rezerv varlıkların GSHY oranının ülkelerin 1980 – 2000 yılları arasındaki rezerv varlık oranlarına yaklaşık olduğunu, fakat son zamanlarda özellikle Asya da gözlemlenen seviyelerin çok altında kaldığı tespitinde bulunmuştur. Yazar sonuç olarak Asya'daki gelişmekte olan ülkelerde gözlemlenen rezerv artışlarının, en azından 2000 sonrası dönemde sermaye akımı oynaklığıyla veya sermaye hesabı krizlerine karşı alınmış bir önlem olarak açıklanamayacağını, bunun yerine büyük orandaki cari fazlanın, yani merkantilist politikaların istenmeyen bir sonucu olduğu tespitinde bulunmuştur. Nitekim yazar, hükümetlerin merkez bankalarının ellerindeki rezervleri daha az likit ve yüksek getirisi olan ulusal varlık fonlarına yönlendirmelerinin de bu argümanı desteklediği iddiasında bulunmuştur. Çalışmasında yazar Kore'nin Haziran 2005'te rezerv varlıkların bir kısmını Kore Yatırım İşletmesine ve benzer şekilde Çin'in merkez bankası rezervlerini yakın bir zamanda Devlet Döviz Yatırım İşletmesine aktarmalarını örnek olarak göstermiştir.

Jeanne'nin çalışmasından yola çıkan Delatte ve Fouquau (2012), lineer bir yaklaşımın lineer olmayan dinamikleri açıklayamayacağını ve dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerdeki rezerv artış hızını ölçebilmek için tanımlayıcı değişkenlerin ve katsayılarının gelişiminin dikkate alınması gerektiği iddiasında bulunmuşlardır. Çalışmalarında yazarlar 2005 yılında ilk defa Gonzalez, Ter`asvista and van Dijk tarafından geliştirilen “Zaman Değişkenli Düz Eşikli Regresyon Modeli” kullanarak merkantilist ve ihtiyati gerekçelerle tutulan uluslararası rezerv varlık talebinin zaman içerisinde tanımlayıcı ağırlıklarının değişip değişmediğini test etmişlerdir.

İlk olarak, kurdukları lineer modelde yazarlar, merkantilist ve ihtiyati gerekçelerle rezerv varlık artışının diğer çalışmalarda (Aizenman and Lee, 2007 ve Bastouure, Carrera and Ibarlucia, 2009) olduğu gibi olumlu yönde etkilediğini, fakat lineer bir modelin rezerv varlık artış hızını açıklamada yetersiz kaldığı tespitinde bulunmuşlardır. Hızlı rezerv artışının son on yıllık dönemlerde değişkenlerin ağırlıklarının artmasından da kaynaklanabileceği iddiasında bulunarak, bunun için ise lineer panel bir modelde eşik değer etkisinin tanımlandığı “Zaman Değişkenli Düz Eşikli Regresyon Modelini” kullanarak söylemişlerdir.

Çalışmalarının sonucunda yazarlar, değişken katsayı değerlerinin 2000 yılına kadar aynı kaldığı, bu tarihten sonra değişkenlerin katsayılarının zaman içerisinde değiştiği tespitinde bulunmuşlardır. Kurdukları yeni modelde gelişmekte olan ülkeler için ihtiyati gerekçelerle rezerv tutmanın önemli bir yer tuttuğu görseler de bu modelin rezerv varlık artış hızını açıklamadığını söyleyen yazarlar, hükümetlerin rekabetçi kalabilmek için yüksek miktarda dolar alarak ulusal paralarının değerini düşürdüklerini iddia etmişlerdir. Nitekim modellerinde de yazarlar, teoride öngörüldüğü gibi merkantilist yaklaşımın rezerv varlık artış hızını açıklamada ağırlığının arttığı tespitinde bulunmuşlardır.

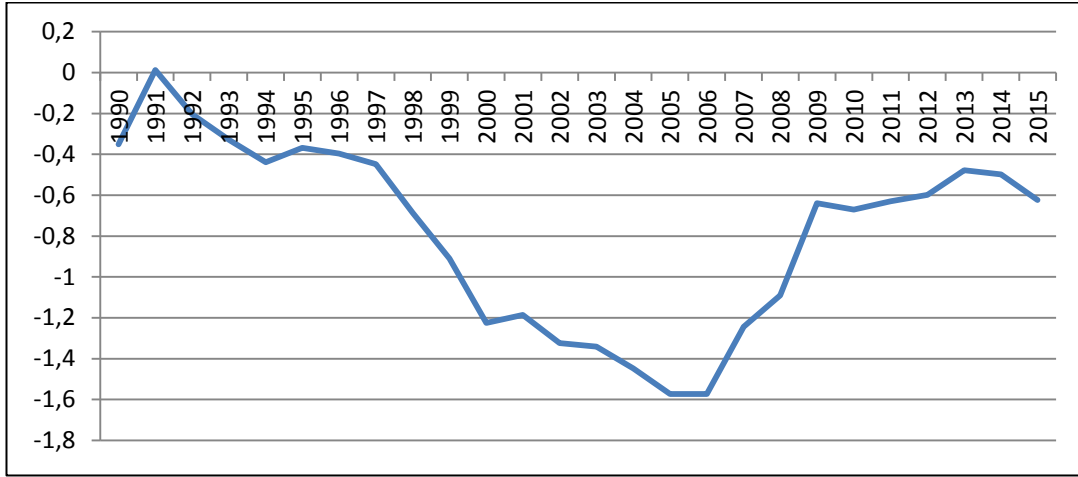
Uluslararası rezerv varlık artışı her ne kadar gelişmekte olan ülkelere yoğunlaşsa da, 2015 yılı sonu itibariyle Çin’den sonra elinde en fazla uluslararası rezerv varlık biriktiren gelişmiş ülkelerden Japonya ve İsviçre ikinci ve dördüncü sırayı almış ve yine emtia zengini Suudi Arabistan ise üçüncü sırada yer almıştır. Bu ülkelerde özellikle 2000 sonrası rezerv varlık artışının hızlanması, bu ülkelerin ulusal

paralarının değerlenmesini sınırlandırmak için döviz piyasalarına sürekli olarak müdahale etmek zorunda kalmış olmalarından kaynaklanmaktadır. Japonya'nın uzun süreden beri yaşamakta olduğu deflasyonist baskıdan kurtulabilmek için döviz piyasalarına müdahalede bulunması, İsviçre'nin küresel finansal kriz sonrası franktaki aşırı değerlenmenin önüne geçebilmek için müdahalede bulunması ve 2000 sonrası dönemde aşırı değerlenen petrolün riyal ve rublede ki yukarı yönlü baskıları azaltabilmek için Rusya'nın ve Suudi Arabistan'ın döviz piyasalarına müdahalede bulunmaları, bu ülkelerde uluslararası rezerv varlık artışına neden olmuştur. Bu kapsamda her bir ülkenin döviz piyasalarına müdahale gerekçesi farklı olsa da rezerv varlık artışları gelişmekte olan Asya ülkelerine benzer bir sonuç ortaya çıkarmıştır.

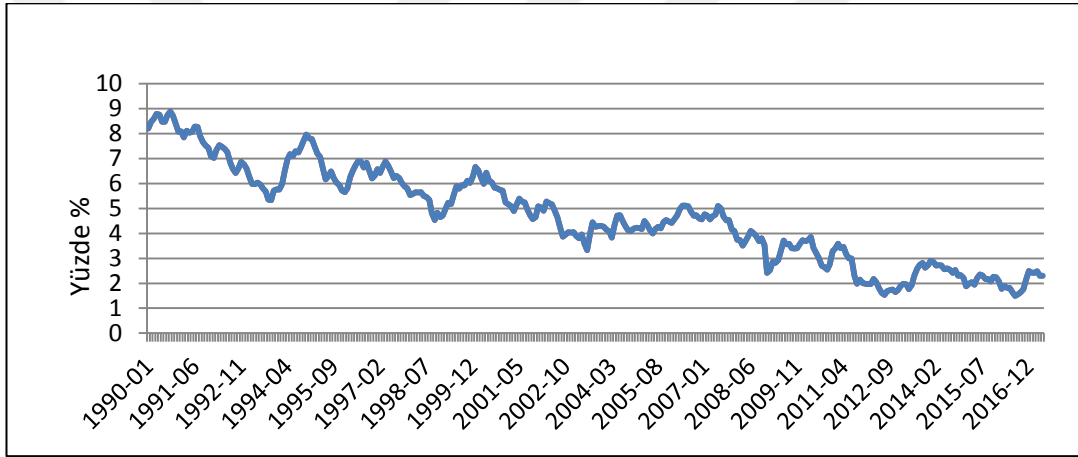
2.2.d. Finansal Azgelişmişlik

Caballero, Farhi ve Gourinchas (2008), yürüttükleri ampirik çalışmalarında 1990 sonrası ortaya çıkan ekonomik şokların makroekonomik düzeyde meydana getirdiği (1) Amerikan cari açığının hızlı bir artış göstermesinin, (2) Amerikan uzun vadeli reel faizlerin düşüşünü sürdürmesinin ve (3) Amerikan varlıklarının küresel portföy yatırımları içerisindeki payının sürekli olarak bir artış göstermesinin bölgeler arasındaki ekonomik büyüme farklılıklarından ve bölgelerin küresel tasarruf sahipleri için finansal varlık üretmede heterojen bir yapı göstermesinden kaynaklandığını tespitinde bulunmuşlardır. Nitekim bu tespitler verilere de yansımıştır.

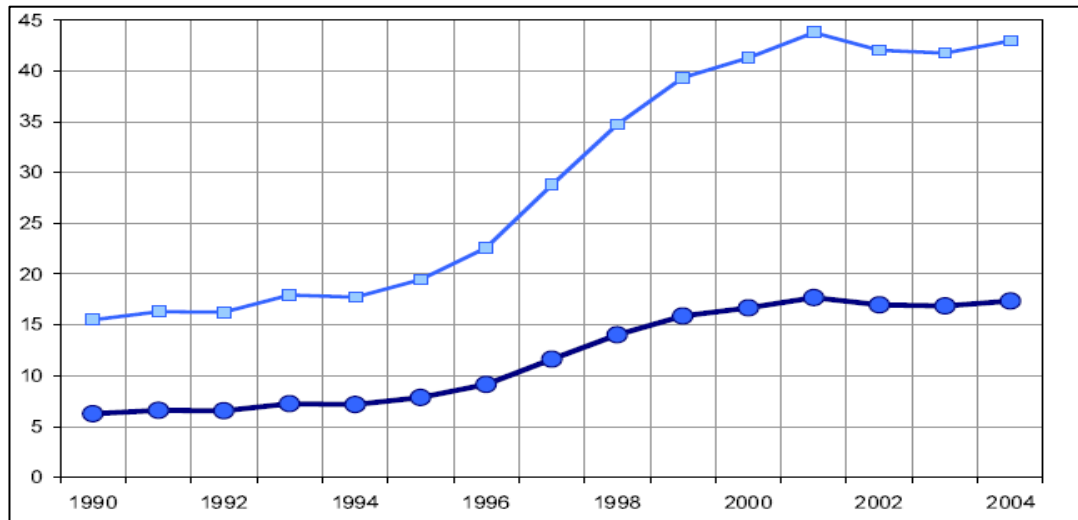
Şekil 2.6. Amerika Cari Açığı/Küresel GSYH (WB b, 2017)



Şekil 2.7. ABD Uzun Vadeli Reel Faizleri (OECD, 2017)



Şekil 2.8. ABD Varlıklarının Dünya Üretimi ve Mali Servet'inin İçerisindeki Payı (Caballero vd., 2008)



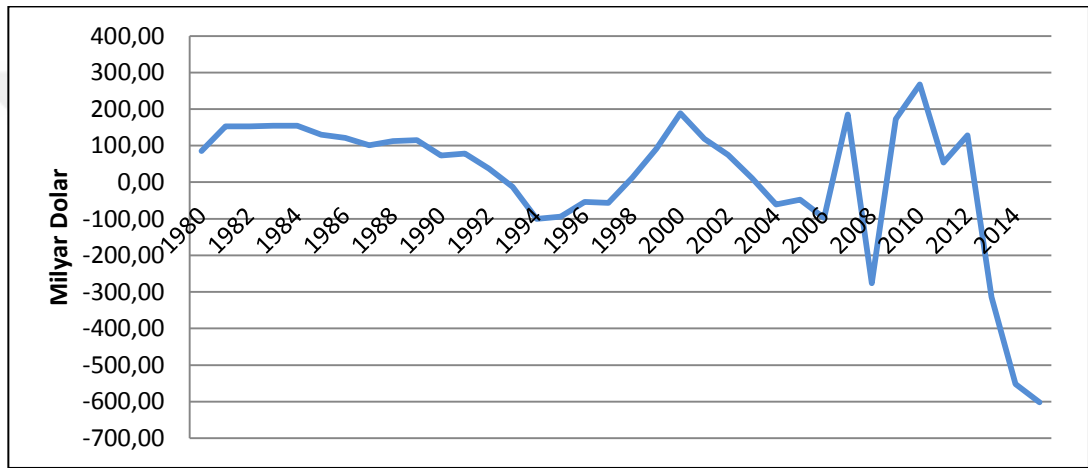
Yazarlar çalışmalarında da küresel ekonomiyi ABD, İngiltere ve benzerleri (U), Euro bölgesi ve Japonya (E) ve geriye kalanlar olarak geliştirmekte olan ülkeler, petrol üreten ülkeler ve Hong-Kong, Singapur ve Güney Kore gibi yeni endüstrileşmiş ülkelere (R) olmak üzere üç gruba ayırmışlardır. U ve E bölgelerinin nitelikli finansal varlık üretiminde birbirleriyle yarıştığını ifade etmişler, R bölgesini ise finansal varlık talep eden bölge olarak tanımlamışlardır. R bölgesinin hızlı bir büyüme göstermesine rağmen yeterli düzeyde finansal varlık üretememesinin U ve E bölgelerinden finansal varlık talep edeceğini ifade ettikleri çalışmalarında yazarlar, U bölgesinin E bölgesinden daha fazla büyüme potansiyeli göstermesinden dolayı U bölgesinin küresel tasarruflardan daha fazla pay alacağı iddiasında bulunmuşlardır. Özellikle 1990'larda Japonya'daki varlık balonunun patlamasının ve ardından gelen Asya ve Rusya krizlerinin tasarrufları U bölgesine yönlendirerek bu bölgede uzun vadeli faizlerin düşmesine sebebiyet verdiğini tespitinde bulunmuşlardır.⁵

Diğer bir ampirik çalışmada Mendoza, Quadrini ve Rios-Rull (2009), farklı finansal gelişmişlik düzeyine sahip ülkelerin finansal piyasalar yoluyla uluslararası entegrasyon sürecine girmesinin küresel düzeyde mali dengesizliklere yol açacağı tespitinde bulunarak böyle bir ortamda derinleşmiş finansal piyasalara sahip ülkelerin tasarruflarını azaltacağını ve büyük oranda sermaye akımı çekeceğini söylemişlerdir. Yazarlar ayrıca uluslararası finansal sistemin heterojen yapısının net yabancı yatırımlarının portföy kompozisyonunu da etkileyeceğini ifade ederek gelişmiş finansal sisteme sahip ülkelerin kendilerine çektikleri tasarrufları yüksek getirisi olan riskli varlıklara yatıracağı iddiasında bulunmuşlardır. Nitekim çalışmalarında ortaya koydukları bu modelin 1980'li yıllardan itibaren başlayan finansal serbestleşme

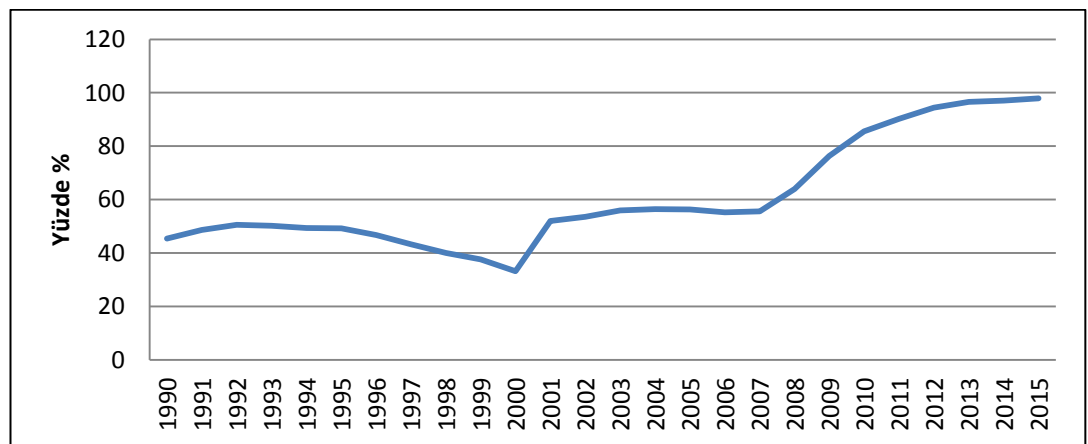
⁵Küresel ekonomideki tasarruf sahiplerinin Amerikan finansal varlıklarını seçmelerinde doların ana rezerv para olmasının da önemli etkisi vardır.

sürecine paralel bir şekilde artış gösteren küresel ölçekteki dış dengesizliklerle uyduğu tespitinde bulunan yazarlar, bu durumun ABD'nin net yabancı varlık pozisyonunun sürekli olarak düşmesi, ABD'nin artan dış borç stoku ve net yabancı varlıklarının portföyündeki riskli varlıkların artışıyla tamamen uyduğunu ifade etmişlerdir.

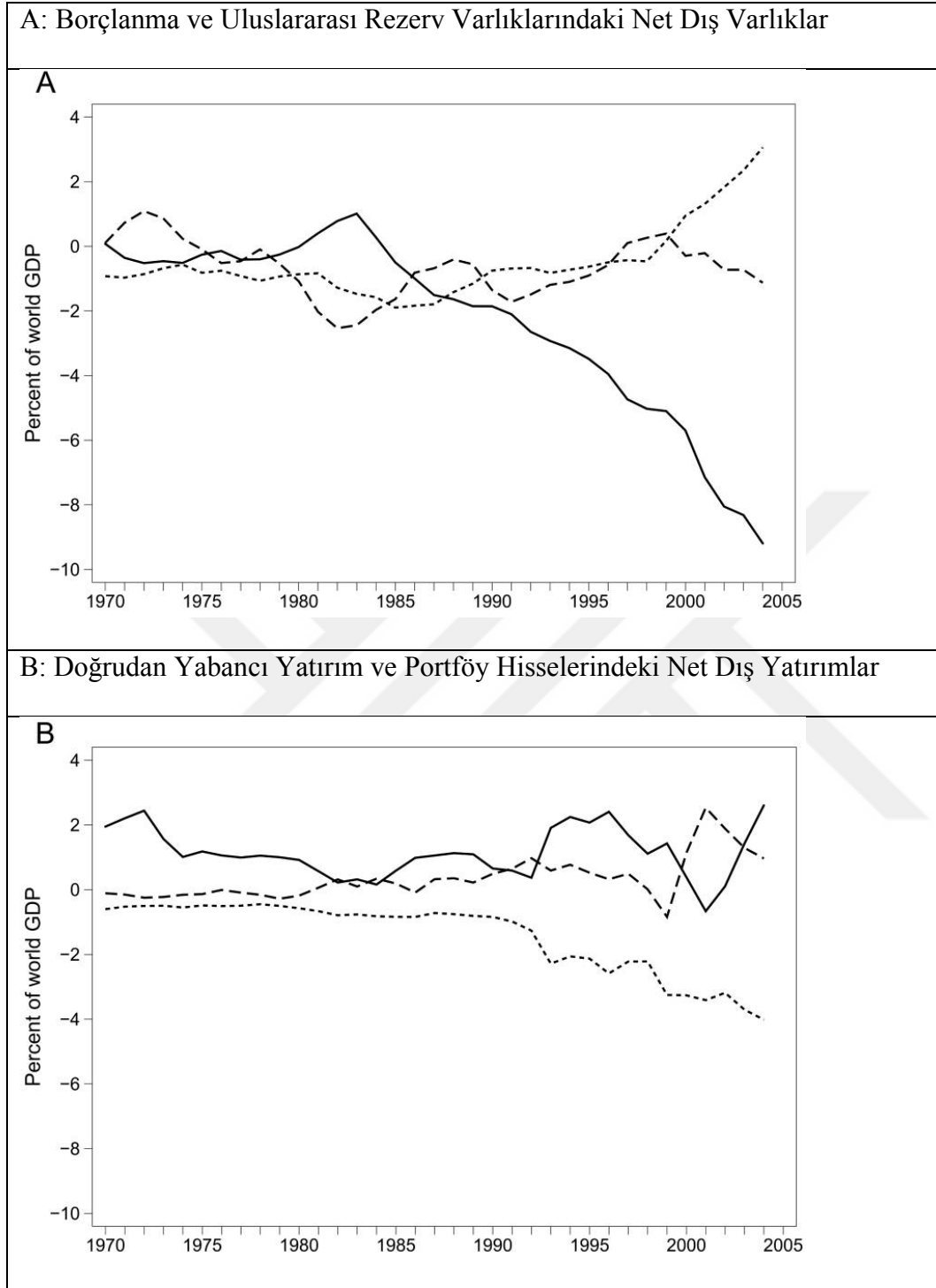
Şekil 2.9. ABD Net Dış varlıkları (WB c, 2017)



Şekil 2.10. ABD Kamu Borcu/GSYH (WB d, 2017)



Şekil 2.11. Net Dış Varlıkların Borçlanma ve Riskli Varlıklardaki Pozisyonları (Mendoza vd, 2009)⁶



Yine yetersiz bir finansal sistemin iki yönlü sermaye hareketiyle bypass edilebileceğini iddia ettikleri çalışmalarında Ju ve Wei (2010), finansal piyasaların serbestleşmesi ile birlikte gelişmekte olan ülkelerin yurtiçi tasarruflarını sermaye

⁶ Kalın Çizgi: ABD; Kesikli Çizgi: Amerika hariç OECD Ülkeleri; Noktalı Çizgi: Gelişmekte Olan Ülkeler

hareketleriyle yurtdışına çıkarttıklarını ve yine aynı sermayenin doğrudan yabancı yatırım yoluyla da ülkeye giriş yaptığını, kurdukları basit modelde göstermişlerdir. Çift yönlü bu hareketin 1990 – 2004 yılları arasında küresel ekonomideki sermaye hareketleriyle uyduğunu iddiasında bulunan yazarlar, böylelikle gelişmiş bir finansal sisteme sahip ülkelerin tüm dünyada tasarrufları kendine çekeceğini ve bunları tekrardan yurtdışına doğrudan yatırım olarak yönlendirerek bir finansal merkez olarak ortaya çıkaracağı tespitinde bulunmuşlardır.

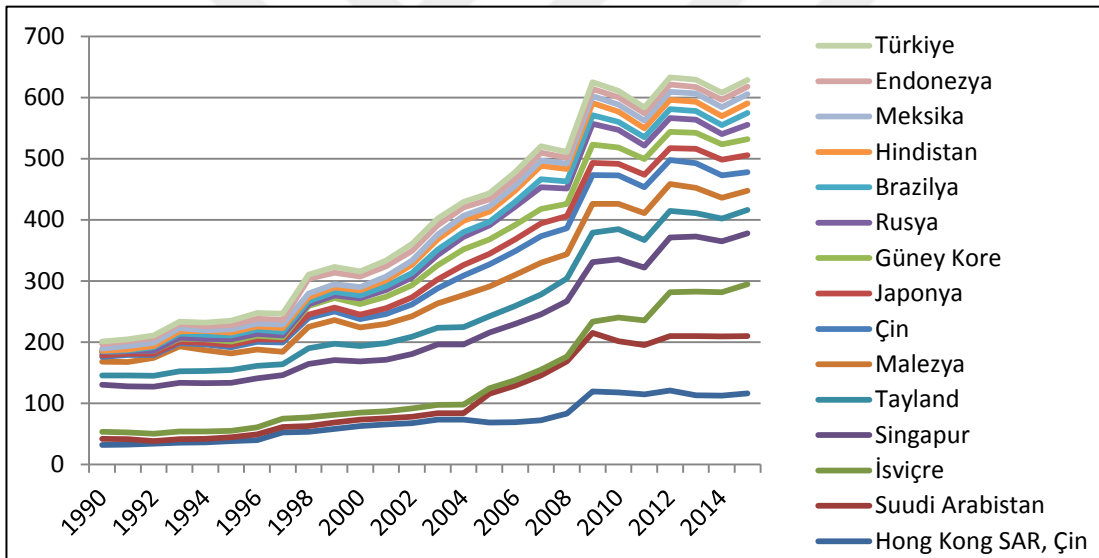
Yıllar	Ülke Grubu	Kişi başı net doğrudan yatırım çıkışı (Grup içi ortalama)	Kişi başı net finansal sermaye çıkışı (Grup içi ortalama)
1990	Gelişmiş Ülkeler	165	-1564
	Yükselen Piyasalar	-756	1541
	Gelişmekte olan ülkeler	-226	-483
1995	Gelişmiş Ülkeler	275	-1773
	Yükselen Piyasalar	-1462	2184
	Gelişmekte olan ülkeler	-273	-437
2000	Gelişmiş Ülkeler	1204	-2486
	Yükselen Piyasalar	-1668	3680
	Gelişmekte olan ülkeler	-406	-281
2004	Gelişmiş Ülkeler	1120	-1382
	Yükselen Piyasalar	-1671	5556
	Gelişmekte olan ülkeler	-569	-138

Tablo 2.1. Ülke Grupları Bazında Sermaye Hareketleri Yapısı, 1990 - 2004 (Jiandong and Wei, 2010)

2.3. Uluslararası Rezerv Varlık Talebi Artışının Uluslararası Para ve Finans Sistemi İçerisinde Yarattığı Sorunlar

Finansal serbestleşme ile birlikte küresel ekonomide artan belirsizlik ve yaşanan krizlerin yanı sıra 2000 sonrası dönemde küresel ekonomide ortaya çıkan cari dengesizlikler beklenmedik rezerv varlık artışlarına neden olmuştur. Nitekim 2015 yılı itibari ile elinde en fazla rezerv bulunduran yirmi ülkenin 1990 yılında gayri safi yurtiçi hasıllarının ortalama yüzde 4'ü seviyesinde olan uluslararası rezervler 2015 yılına gelindiğinde yüzde 30'un üzerine çıktığı görülmektedir.

Şekil 2.12. En Fazla Rezerv Sahibi 20 Ülkenin Uluslararası Rezervleri/ GSYH (WB e,f, ve g, 2017)



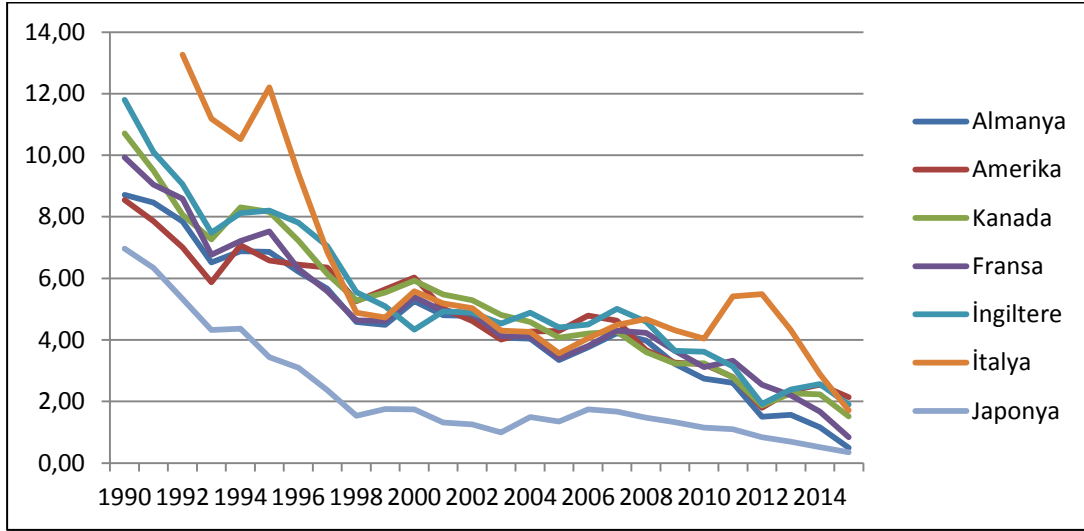
Rezervlerde meydana gelen bu artışlar, gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerini muhtemel bir finansal krize karşı daha dayanıklı hale getirirken, rezervlerin yüksek miktarlarda tutulması aynı zamanda bu ülkelere ani sermaye çıkışlarının önüne geçebilme potansiyelini kazandırmıştır. Uluslararası rezerv varlıklarını merkantilist politikaların bir sonucu olarak artırmak zorunda kalan gelişmekte olan Asya ülkelerinde ise üretimlerini artırmak suretiyle yüksek

ekonomik büyüme oranlarını yakalamışlardır. Benzer şekilde, cari dengesizlikler yaşayan ülkelerde ise döviz piyasalarına müdahalelerle finansal istikrarı sağlamaya çalışmışlardır. Fakat rezerv artış politikaları kısa vadede rezerv biriktiren ülkelere önemli yükler getirirken, aynı zamanda aslında yeni mali istikrarsızlıkların kaynağı olmaktadır. Bunun da ötesinde, uluslararası rezerv varlıklarındaki bu sınır tanımayan artışlar küresel ekonomiyi yeni bir “Triffin Çıkmazı”na sürüklediği görülmektedir. Bu kapsamda bu bölümde uluslararası rezerv varlıklarına yönelik talep artışlarının küresel ekonomi içerisinde yarattığı sorunlar kısa ve uzun vadede olmak üzere aşağıda ayrı ayrı ele alınacaktır.

2.3.a. Kısa Vadedeki Problemler

Keynes’in (1937) tasarruf paradoksu argümanına göre, bir kişinin daha fazla tasarruf etmesi kişinin zenginleşmesine tüm kişilerin daha fazla tasarruf yapmaları ise toplumun daha az mal üretmesi anlamına geleceğinden fakirleşmesine yol açar (Ünsal, 2010). Mikro düzeyde geçerli olan bir olgunun makro düzeyde geçerli olmasının gerektirmediğini açık bir örnekle ifade eden bu durum rezerv artışları içinde geçerli olabilecektir. Nitekim tüm kişilerin veya ülkelerin tasarrufa yönelmesi toplam tasarruf seviyesinin önemli ölçüde artmasına ve buna paralel olarak faiz oranların da düşmesine yol açacaktır. Gelişmiş ülkelerin uzun vadeli faiz oranlarının, 1990 sonrası dönemdeki rezerv varlık artışlarına paralel olarak sürekli bir düşüş trendi içerisinde olması bu durumu açıkça göstermektedir.

Şekil 2.13. Gelişmiş Ülkeler Uzun Dönemli Faiz Oranları (OECD, 2017)



Ülkelerin hep birlikte uluslararası piyasalardan aşırı rezerv talebinde bulunarak piyasalardaki reel faizleri düşürmesi bir yandan piyasalardaki kaldıraç araçlarının kullanımını teşvik ederek finansal kırılganlığa yol açarken diğer yandan, risk iştahını kabartarak konut ve emtia gibi varlık piyasalarında spekülasyon balonlarının oluşmasına sebep olmaktadır (Farhi, Gourinchas, and Rey (2011)). Dolayısıyla tüm ülkelerin rezerv varlık artışlarına gitmeleri aslında makroekonomik istikrarsızlıklar yaratarak bölgesel ve küresel düzeyde hissedilecek yeni krizleri tetiklemektedirler. Özellikle 2007 yılında Amerikan emlak piyasasında başlayan ve tüm piyasalarda hissedilen küresel finansal kriz bunun en çarpıcı örneğidir.

Diğer yandan rezerv biriktiren ülkeler, ulusal piyasalarında istikrarı koruyabilmek için yatırımcıların “düşükten al, yüksek sat” ilkesinin aksine “yüksekten al, düşükten sat” şeklinde hareket ederek aslında bekledikleri getiri oranını da elde edemedikleri tespitinde bulunmuştur (Jeanne, 2011). Nitekim yazar çalışmasında güvenli liman olarak görülen dolar varlıklarının yeterli seviye kazanç sağlayıp sağlamadığını tespit etmek için petrol ihraç etmeyen gelişmekte olan

ülkelerden 2000 – 2010 yılları arasında en fazla uluslararası rezerv biriktiren üç ülkenin (Çin, Hindistan ve Brezilya) dönem başında yüz birimlik ulusal tüketim miktarının dönem içerisinde dolar varlıklarından elde ettikleri gelirler ile dönem sonunda ne kadar alabileceğini karşılaştırmasını yaptığı çalışmanın sonuçları Tablo 2.2’de sunulmuştur. Yazar, dolar varlıklarının alım gücünü hesaplarken dolar varlıklarındaki faiz oranını, ulusal paralarının dolar karşısındaki değer kaybını ve tüketici fiyat endeksini (CPI) kullanmıştır.

Ülke	Toplam Rezerv Artışı (2000-2010)	Dolar Varlıklarının Kümülatif Tüketim Getirisi
Çin	\$ 2,337 Milyar	- % 4.9
Hindistan	\$ 236.5 Milyar	- % 21.4
Brezilya	\$ 191.5 Milyar	- % 27.8

Tablo 2.2. Dolar Varlıkların Kümülatif Tüketim Getirisi (Jeanne, 2011)

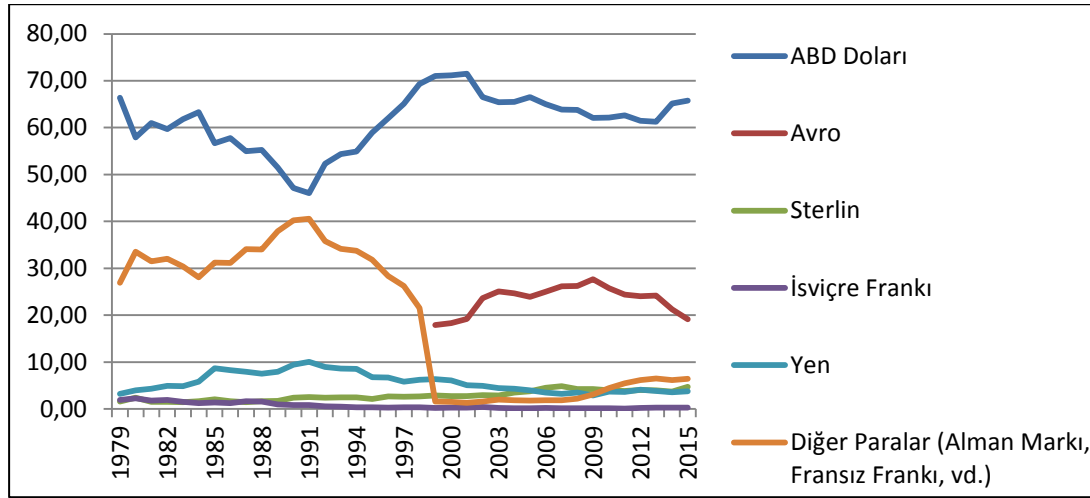
Sonuç olarak her üç ülkenin de dolar varlıklarından negatif gelir elde ettikleri sonucuna varan yazar, çalışmasında bu sonuçlarda döviz kurlarındaki oynaklığın önemli bir rol üstlendiği tespitinde bulunmuştur. Özellikle Çin’in diğer ülkelere göre dolar varlıklarındaki kümülatif tüketim getirisindeki en az kaybı yaşamasını ulusal parasının dolar karşısında değerlenmesine izin vermemesine bağlamıştır.

2.3.b. Uzun Vadeli Problem

Klasik rezerv birimi olarak altının bugünkü küreselleşmenin yarattığı ekonomik koşullarda dünyanın rezerv varlık talebini karşılayamıyor olması, ülkeleri uluslararası döviz rezervlerine yönlendirmiş ve böylelikle bu ülkelerin rezerv

varlıkları içerisinde döviz rezervleri önemli bir yer edinmiştir.⁷ Diğer yandan II. Dünya Savaşı sonrasında ticaret ve finansal işlemlerde temel para birimi olarak Amerikan dolarının kullanılması, doları lider uluslararası para birimi statüsüne getirmiş ve tüm dünya ekonomilerinin döviz varlıkları içerisinde dolar önemli bir yer tutmuştur (Şekil 2.14).

Şekil 2.14. Uluslararası Resmi Döviz Rezerv Varlıkları (IMF, 2016)



Amerikan dolarının küresel ekonominin rezerv talebini karşılıyor olması küresel ekonominin likiditesini ABD'nin bütçe açığı vermesine bağlamaktadır ki bu durum uluslararası para sistemini yeni bir Triffin Çıkmazı'na sürüklemektedir (Farhi, Gourinchas, and Rey, 2011; Obstfeld, 2011).

Bretton-Woods sabit kur sisteminin getirdiği önemli bir eksiklik, küresel ekonomideki büyümeye paralel olarak altın rezervlerinin artmaması durumunda ne olacağına dair sistematik bir politika önermesinin olmayışdır (Triffin, 1960). Nitekim ABD cari açığının sürekli olarak artması ABD'nin \$35/ons vaadini yerine getirememesiyle sonuçlanarak bir dolar-altın krizine neden olmuştur. Literatüre

⁷ IMF (2015) verilerine göre tüm dünya genelinde bu oran 2015 yılı için yüzde 97'dir.

“Triffin ıkmaı” olarak geçen Kriz 1973 yılında patlak vermesi ile Bretton-Woods sistemi yıkılmış ve ülkeler sabit kur rejimini terk ederek dalgalı kur rejimine geçiş yapmışlardır.

Günümüzde ise finansal serbestleşme ile birlikte küresel ekonomide artan belirsizlik ve yaşanan krizlerin yanı sıra küresel ekonomideki cari dengesizliklerin beklenmedik rezerv varlık artışlarına neden olması küresel ekonominin dolar cinsinden rezerv varlık talebini devamlı olarak artırmaktadır. Fakat Amerikan mali kapasitesinin küresel ekonomi içerisinde aldığı payın zaman içerisinde azalıyor olması güvenli liman olarak görülen dolar cinsinden finansal varlıkların değerini koruyamamasıyla (Obstfeld, 2011) ve kriz zamanlarında küresel ekonomiye yeterli seviyede likidite sağlayamamasıyla sonlanacaktır (Farhi, Gourinchas, and Rey, 2011).

BÖLÜM III

ULUSLARARASI REZERV VARLIK STATÜSÜNÜ BELİRLEMeye YÖNELİK EKONOMETRİK BİR UYGULAMA

Uluslararası rezerv para statüsünü belirlemeye yönelik temel özellikler ekonomik büyüklük, gelişmiş bir finansal sistem, ulusal paraya olan güven ve network dışsallıkları olarak ekonomi yazınında net bir şekilde tanımlanmıştır (Chinn and Frankel, 2005; Subramanian, 2011; Prasad and Ye, 2013).

Ekonomik büyüklük rezerv para için önemli bir avantaj sağlamaktadır. Nitekim bir ülkenin küresel ekonomi içerisinde üretimden, ticaretten ve finansal işlemlerden aldığı pay paranın kullanılabilirliğini artıracaktır. Yine rezerv para için para ve sermaye piyasalarının açık olmasının yanı sıra gelişmiş ve derinleşmiş bir finans sistemine gereksinim vardır. Rezerv parada aranacak özelliklerden bir diğeri, paranın değerinde ciddi dalgalanmaların olmaması ve değerini koruyabilmesidir. Özellikle gelecekte paranın değerini yitirme beklentisi paradan kaçışları hızlandırır. Son olarak rezerv para, değerini diğer herkesin rezerv parayı kullanmasından alır. Bu her bir göstergedeki küçük değişiklik rezerv statüsündeki paraların sayısında kısa vadede bir değişiklik yapmasa da uzun vadede değişiklik yapması kaçınılmazdır.

Bu kapsamda, çalışmanın bu kısmında ilk olarak rezerv para statüsünü belirlemeye yönelik literatürde yer alan ekonometrik çalışmalara değinilecektir. Sonrasında uluslararası döviz rezerv varlıkların statüsünü tanımlayıcı değişkenler, 1979-2015 dönemini kapsayan ekonometrik bir çalışma ile tespit edilecek ve

uluslararası döviz rezerv varlıklarının zaman içerisinde aldığı payın trendi olası senaryolar altında incelenecektir.

3.1. Literatür

Avronun ABD dolarını geçerek lider rezerv para statüsüne yükselebilmek için imkânını sorguladıkları çalışmalarında Chinn ve Frankel (2005), ilk olarak 1973-1998 arası dönemde rezerv paraya sahip ülkeler için uluslararası rezerv varlık statüsünü belirleyen değişkenleri ekonometrik bir çalışma ile belirlemek istemişlerdir. Çalışmalarında merkez bankalarındaki uluslararası rezerv varlıklar ile ülkenin küresel ekonomi içerisinde aldığı pay⁸, enflasyon oranı, kur oynaklığı ve döviz işlem hacmi arasındaki istatistiksel anlamlılık düzeyinin yüzde 99 gibi yüksek bir oranda gerçekleştiği tespitinde bulunmuşlardır.⁹

ABD doları, avro ve diğer rezerv paraların uluslararası rezerv varlıklar içerisinde aldığı payların geleceğe yönelik nasıl bir trend izleyeceğini araştırdıkları çalışmalarında yazarlar, kur oynaklığının ve kurlardaki değer kaybının aynı kalacağı varsayımı altında, ABD dolarının lider rezerv para olma statüsünü koruyacağını vurgulamışlardır. Analizlerini bir adım ileri götüren yazarlar, diğer Avrupa ülkelerinin ve özellikle Birleşik Krallığın Avro Bölgesi'ne katılmaları durumunda bu iki rezerv paranın uluslararası rezerv varlıklar içerisinde aldığı payların nasıl bir trend izleyeceğini dört farklı senaryo altında incelemişlerdir. Sonuç olarak, özellikle

⁸ Buradaki ekonomik büyüklükten kasıt sadece GSYH olmayıp, ülkenin ticaret hacmi ve finansal pozisyonu da göz önünde bulundurulmaktadır.

⁹ Panel veri analizinde anlamlılık düzeyinin bu kadar yüksek çıkmasında modelde gecikmeli bağımlı değişkenin kullanılmasının önemli etkisi vardır.

çok gelişmiş bir finansal sisteme sahip Birleşik Krallığın ve diğer Avrupa ülkelerinin 2020 gibi Avro Bölgesi'ne katılması ile birlikte ABD dolarındaki değer kayıplarının sürmesi durumunda, 2022 yılı içerisinde avronun ABD dolarını geçerek lider rezerv para statüsüne gelebileceği sonucuna ulaşmışlardır.

Submariman (2011) yuanın ABD dolarının uluslararası rezerv varlıklar içerisinde aldığı payı aşarak lider rezerv para statüsüne gelmesini tartıştığı çalışmasında, 1900 – 2010 arası dönemde rezerv paraya sahip ülkeler için uluslararası rezerv varlık statüsünü belirleyen değişkenleri ekonometrik bir analiz ile belirlemek istemiştir. Yazar para birimlerindeki değer kaybını ve finansal piyasaların gelişmişlik düzeyini veri eksikliğinden dolayı kapsam dışında tutmuştur. Çalışmada, merkez bankalarındaki uluslararası rezerv varlıklar ile ülkenin küresel ekonomi içerisinde aldığı pay, küresel ticaret içerisinde aldığı pay ve küresel sermaye fazlası içerisinde aldığı pay arasında yüzde 67 gibi yüksek oranda istatistiksel anlamlılık ilişkisi olduğu tespitinde bulunulmuştur.

2010 yılından itibaren ABD verisi için etkisiz değişken modele dahil edildiğinde, sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve dolayısıyla ABD dolarının uluslararası rezerv varlıklar içerisinde aldığı payın fazla olduğu tespitinde bulunan yazar, ABD dolarının uluslararası rezerv varlıklar içerisinde aldığı fazla payın yerini ise yuanın alacağını ileri sürmüştür. Çalışmasındaki iddiasını desteklemek için yazar, ABD doları ve avronun 2010 – 2030 yılları arasında rezerv paralar içerisinde alacakları payların tahmin etmiştir. Bu dönem içerisinde ABD ve Avro Bölgesi ekonomilerinin küresel ekonomi içerisinde alacakları payların yüzde 5,5; küresel

ticaretten aldıkları payların ise yüzde 2 ile 3 puan arasında azalacağını ön gören yazar, ABD dolarının ve avronun uluslararası rezerv varlıklar içerisinde aldığı payın yüzde 20-25 düzeyinde olacağı tahmininde bulunmuştur. Bu düşünün diğer rezerv paralar ile karşılanması gerektiğini ve hali hazırda en kuvvetli adayın yuan olmasından dolayı, yuanın 2030 gibi uluslararası rezerv varlık içerisinde aldığı payın yüzde 45 – 50 oranında olacağını ileri sürmüştür. Yazar çalışmasında ayrıca tüm bu değişimin ABD’den çok Çin’e bağlı olduğunu ve Çin’in ABD’den bağımsız bir şekilde finansal sistemini açarak yuanı konvertibl kılması ve küresel ekonomi ve dış ticarete aldığı payı artırabilmesi durumunda, ABD’nin yuanın lider rezerv para olmasını engelleyemeyeceği iddiasında bulunmuştur.

3.2. Veri Seti ve Yöntem

Çalışmada, 1979 – 2015 yılları arasında merkez bankalarındaki uluslararası döviz rezerv varlıkları ile ekonomik büyüklük¹⁰, finansal sistemin gelişmişlik düzeyi ve ulusal paraya olan güven arasındaki ilişki panel model en küçük kareler yöntemi ile araştırılmıştır. Değişkenlere ilişkin detaylı açıklamalar Tablo-3.1’de sunulmuştur.

Değişkenler	Açıklama
Cofer	Rezerv paranın, merkez bankalarındaki tüm uluslararası döviz rezerv varlıkları içerisinde aldığı pay alınmıştır. Çalışma 1979-2015 dönemini kapsadığından, 1979 - 1998 yıllarını kapsayan dönemde avro için ECU’nun, frankın, guilderin ve markın ilgili yıllara ait rezerv varlıklar içerisinde aldığı payların toplamı dikkate alınmıştır.

¹⁰ Network dışsallıkları olarak ele alınabilecek ulusal ticaretin küresel ticaret içerisindeki payı Chinn ve Frankel’in çalışmasında olduğu gibi kurulan panel modelde istatistiksel olarak anlamlı çıkmadığından, GSYH’nin içerisinde olacağı düşüncesiyle kapsam dışında bırakılmıştır.

GDP	GSYH'nin küresel ekonomi içerisinde aldığı pay alınmıştır.
Inflation	Rezerv para birimlerinde enflasyondan kaynaklanan değer kayıpları için tüketici fiyat endeksi baz alınmıştır. Çalışma 1979-2015 dönemini kapsadığından, Avro Bölgesi için 1979 - 1994 yıllarını kapsayan dönemde tüketici fiyat endeksi, bu döneme ait verisi olan Avro Bölgesi ülkelerinden Almanya, Danimarka, İspanya, Fransa, İtalya, Hollanda, Portekiz ve Yunanistan'ın tüketici fiyat endeksi verilerinin ortalaması alınmıştır.
StockCap	IMF'nin finansal gelişmişlik göstergesi olarak tanımladığı sermaye piyasaları kapitalizasyonunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranı seçilmiştir. Avro bölgesi için eksik olan 1979 yılına ait veri ekstrapolasyon ile tahmin edilmiştir.

Tablo 3.1. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Çalışmada rezerv varlık statüsü göstergesi olarak kullanılan merkez bankalarındaki döviz rezerv varlık oranları 1978'den 1979 yılına geçişte ABD doları için yüzde 20 gibi bir düşüş gösterdiğinden, çalışmanın güvenilirliği açısından, çalışma 1979 yılından başlatılmıştır. Yine çalışmada kullanılan finansal gelişmişlik düzeyi göstergesi olarak kullanılan sermaye piyasalarının kapitalizasyonu verisi en son 2015 yılı için var olduğundan, çalışma bu yıl itibari ile sonlandırılmıştır.

Tez kapsamında yürütülen bu çalışma literatürde yer alan diğer ekonometrik çalışmalardan iki yönüyle farklıdır. Bunlardan birincisi ABD doları veya avronun uluslararası rezerv varlık olma gerekçesinin frank, sterlin veya yen gibi para birimlerinin rezerv varlık olma gerekçelerinden ayrı olması gerektiği düşünüldüğünden, çalışma kapsamına sadece ABD doları ve avro dahil edilmiştir.

Nitekim rezerv para sahibi diğer ülkeler modele dahil edildiğinde, beklenildiği gibi model istatistiksel olarak anlamsız çıkmaktadır.

Çalışmanın diğer bir farklı yönü ise, 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.

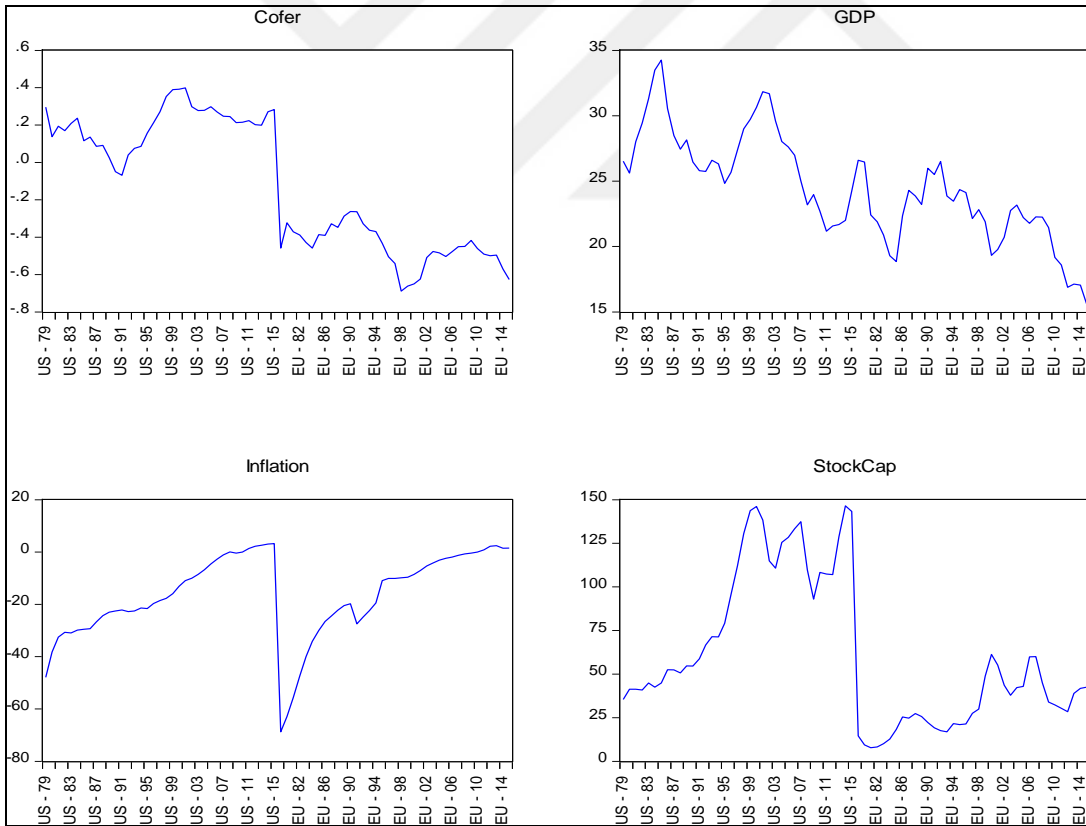
Diğer yandan, literatürde yer alan diğer çalışmalardaki teknik bir yaklaşım bu çalışmada da benimsenmiştir. Bağımlı değişkenin değeri 0 ile 1 arasında olacağından, bağımlı değişkenin lojistik regresyonu alınmıştır. Böylelikle bağımlı değişkenin değeri $\log(\text{rezerv varlık oranı} / (1 - \text{rezerv varlık oranı}))$ formülü ile dönüştürülmüştür.

Panel veri analizinin verdiği sonuçlar çerçevesinde uluslararası döviz rezerv varlıklarındaki payların gelecek 15 yıl içerisinde nasıl bir seyir izleyeceği trend analizi ile izlenmiştir. Çalışmaya ilişkin veri setleri Uluslararası Para Fonu veri tabanından elde edilirken; panel veri analizi için E-Views programından, trend analizi için ise Minitab programından yararlanılmıştır.

3.3. Panel Veri Analizi

Panel veri analizine başlamadan önce, modelde yer alan değişkenlerin zaman serisi niteliği taşımalarından dolayı durağanlık durumları literatürde yaygın olarak kullanılan Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi ile araştırılmıştır. Bunun için ilk olarak verilerin sabitli mi yoksa sabitli ve trendli mi oldukları gözlemlenmek istenmiştir. Şekil 3.1’de sunulan değişkenlerin grafiklerine göre sadece GDP verisinde belirli bir trend olduğu sonucuna varılmış ve verilere ilişkin birim kök testi bu gözleme göre gerçekleştirilmiştir.

Şekil 3.1. Birim Kök Testi Trend Tespiti



Birim kök testi için ayrıca gecikme uzunluğunun t-statistic %5 anlamlık kriterine göre otomatik belirlenmesi seçilmiştir. Test sonuçları Tablo 3.2’de

sunulmuştur. Çalışmada salt makro veriler kullanılmadığından, beklenildiği gibi test sonuçlarına göre hiçbir veride birim kök olmadığı görülmüştür.

	COFER	GDP	Inflation	StockCap
ADF - Fisher Chi-square (p - değeri)	0.2461	0.0574	0.2461	0.3826

Tablo 3.2. Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Birim kök testinden sonra, model panel veri regresyonu en küçük kareler yöntemi ile elde edilmiş ve sonuçlar Tablo 3.3’de sunulmuştur.¹¹ Çıkan sonuçlara göre merkez bankalarındaki uluslararası döviz rezerv varlıkları ile rezerv para statüsüne sahip ülkenin küresel ekonomi içerisinde aldığı pay, ulusal parasına olan güven ve finansal gelişmişlik düzeyi arasında yüzde 82 gibi güçlü bir ilişki olduğu görülmüştür. Regresyon sonucuna göre, tanımlayıcı değişkenler istatistiksel anlamlı çıkarken, beklenildiği gibi GSYH’nin büyüklüğü ile gelişmiş bir finansal sistemin merkez bankalarındaki rezerv varlık payını pozitif yönde, enflasyon verisini ise negatif yönde etkilediği görülmüştür.

Değişkenler	Katsayılar	P – Değeri*	Modele İlişkin İstatistikler	
Sabit	-1.362547	0.0000	Ayarlı R2	0.818515
GDP	0.031515	0.0000	F	110.7459
Inflation	-0.005202	0.0015	F (prob.)	0.00000
StockCap	0.006244	0.0000	DW	0.288274

*Prob.<0.05

Tablo 3.3. Panel Veri Analiz Sonuçları

¹¹ Modele rassal etki (Breusch-Pagan Langrange Multiplier) testi yapılmış ve varyansın sıfır olduğuna dair hipotez reddedilmediğinden (Prob. : 0.3239 > 0.05), rassal etkinin havuzlanmış model ile çözülebildiği ve dolayısıyla klasik modelin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.4. Trend Analizi

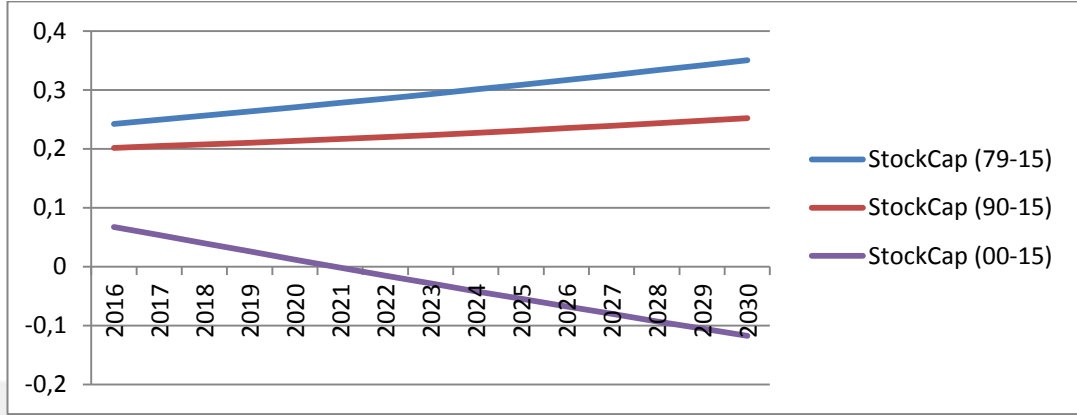
Çalışmanın bu kısmında 1979-2015 verilerinden elde edilen model üzerinden merkez bankalarındaki döviz rezerv varlık oranlarının geleceğe yönelik tahmini için trend analizi yapılmıştır. Bu kapsamda model değişkenlerinden ekonomik büyüklük için OECD'nin ekonomik büyüme tahmini kullanılırken, piyasa kapitalizasyonu ve enflasyon verileri için ise en uygun tahmin metodu olan trend analizi yapılmıştır.

Çalışmada finansal gelişmişlik göstergesi olarak kullanılan piyasa kapitalizasyonu verisi için trend analizi yapılırken yıl başlangıcının farklılaştırılması gerekmektedir. Nitekim 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 için piyasa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı için yapılan trend analizi üç farklı dönemi (79-15; 90-15; 00-15) kapsayacak şekilde ele alınmıştır. Kısa ve orta vadede olmasa da, uzun vadede lider rezerv para birimi olarak talep edilebilecek diğer bir para birimi olan yuan için ise enflasyon verisi trend analizi iki farklı dönemi (90-15; 00-15) kapsayacak şekilde yapılmıştır.

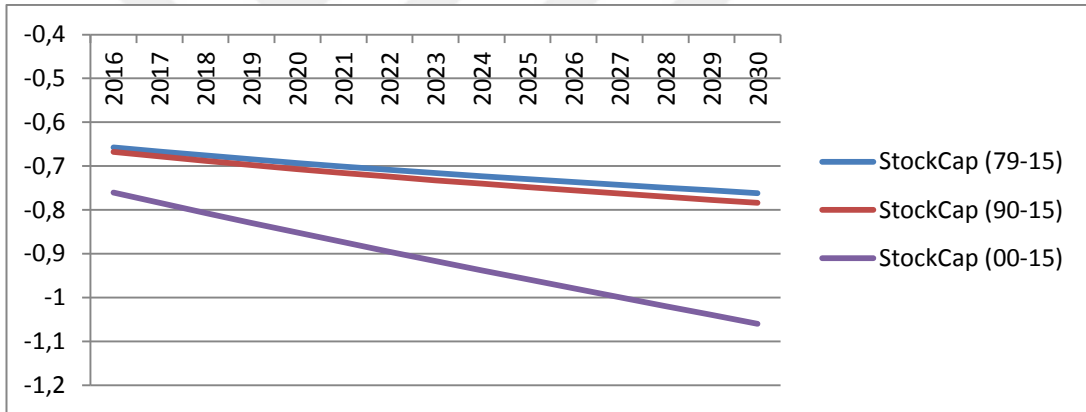
Uluslararası rezerv varlıklar içerisinde döviz varlıklarının gelecek 15 yıl içerisinde nasıl bir trend izleyeceği, muhtemel lider rezerv para statüsüne sahip

olabilecek ülkeler için aşağıdaki Şekil 3.2, 3.3 ve 3.4'te sunulmuş ve şu sonuçlara ulaşılmıştır:

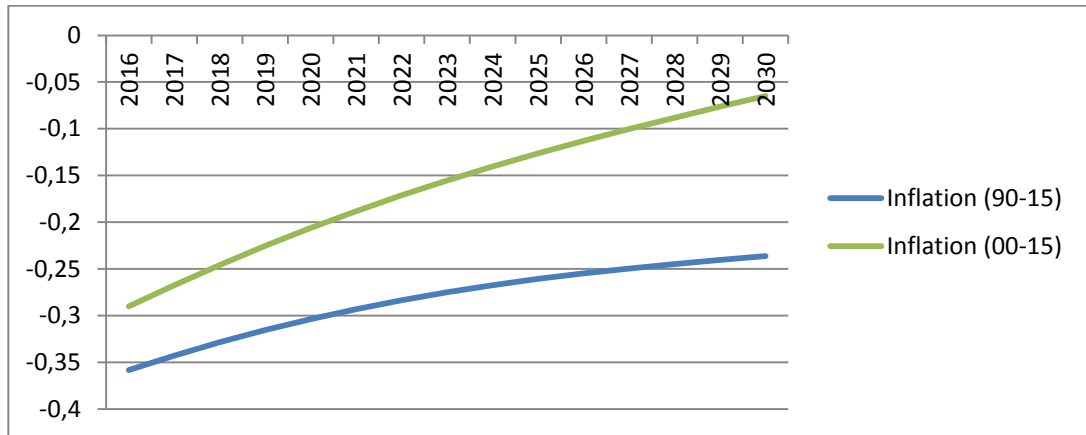
Şekil 3.2. ABD Doları Tahmin Sonuçları



Şekil 3.3. Avro Tahmin Sonuçları



Şekil 3.4. Yuan Tahmin Sonuçları



- 1- ABD ekonomisinin, finans piyasalarına yönelik talep artırıcı yenilikleri küresel ekonominin hizmetine sunamaması varsayımı altında gerçekleştirilen trend analizi, ABD ekonomisinin küresel ekonomi içerisinde aldığı payın azalması ve ABD dolarındaki değer kayıplarının sürmesi durumunda, kısa ve orta vadede olmasa da uzun vadede ABD dolarını lider rezerv para statüsünden çıkacağını göstermektedir.
- 2- ABD dolarının yerine lider rezerv para pozisyonunu alabilecek en güçlü aday olan avro için farklı senaryolar altında yapılan trend analizleri, avro'nun uluslararası rezerv varlıkları içerisinde payının zaman içerisinde azalacağını ve dolayısıyla ABD dolarının yerini alabilmesi beklenmemektedir.
- 3- Yakın ve orta vadede olmasa bile, uzun vadede ABD dolarına alternatif olabilecek diğer bir para birimi olan yuan için yapılan trend analizleri ise, yuanın rezerv para olması durumunda merkez bankalarındaki yuan rezerv varlık oranının zaman içerisinde artacağını göstermiştir.

BÖLÜM IV

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. Diğer 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 Çıkmazı”na sürüklediği görülmektedir. Dolayısıyla, çok da uzak olmayan gelecekte küresel ekonominin yeni bir lider rezerv parayı talep etmesi muhtemeldir.¹² Bu kapsamda tez çalışmasında, ABD dolarının lider rezerv para olarak küresel ekonomi içerisindeki yerini koruyabilmesi veya küresel ekonominin yeni bir lider rezerv para talep etme senaryoları ABD dolarına alternatif olacak para birimleri çerçevesinde ele alınmıştır.

Amerikan doları hali hazırda lider rezerv para statüsünü korumaktadır. Dolar halen uluslararası ticarete lider faturalandırma ve aracı para birimidir ve bu sürecin devam edebilmesi diğer ülkelerden ziyade Amerikan ekonomisinin gidişatına bağlıdır. Nitekim II. Dünya Savaşı sonrası dönemde ABD'nin uluslararası piyasalara sürdüğü dolar varlıklarının zaman içerisinde altın rezervlerinin çok üstüne çıkması, ABD'nin uluslararası topluma verdiği 35\$/1 ons altın taahhüdünü yerine getirememesine sebebiyet vererek küresel ekonomiyi “Triffin Çıkmazına” sürüklemiş ve böylelikle 1971 yılında Bretton-Woods sisteminin çöküşüne neden

¹² II. Dünya savaşı sonrası dönemde doların yükselişi sterlinin rezerv para statüsünü kaybetmesi anlamına gelmediği gibi, başarılı bir yeni çıkışın da doların rezerv para statüsünü kaybetmesi anlamına gelmeyecektir (Eichengreen, 2010).

olmuştur. Fakat 1980'lerde başlayan finansal serbestleşme hareketleri ve 1990 sonrası dönemde bilgi ve iletişim teknolojilerindeki ilerlemeler, ABD ekonomisinin hızlı bir finansal gelişmişlik düzeyine ulaşmasını sağlayarak küresel ekonominin ABD dolar talebini artırmış ve ABD dolarının lider rezerv para statüsünü korumasına önemli katkıları olmuştur. Bu tez kapsamında gerçekleştirilen ekonometrik çalışmadan yola çıkarak yürütülen tahminler de ABD ekonomisinin, finans piyasalarına yönelik talep artırıcı yenilikleri küresel ekonominin hizmetine sunması durumunda ABD dolarının lider rezerv para statüsünü koruyabileceğini göstermektedir. Aksi halde, ABD ekonomisinin küresel ekonomi içerisinde aldığı payın azalması ve ABD dolarındaki değer kaybının sürmesi, kısa ve orta vadede olmasa da uzun vadede ABD dolarını lider rezerv para statüsünden çıkaracağını göstermektedir.

ABD dolarından sonra uluslararası para sistemi içerisinde en güçlü para birimi avrodur. Neredeyse ABD ekonomisi kadar büyüklükte bir ekonomiye sahip Avro Bölgesi'nin de likit ve açık bir finansal sistemi vardır. Fakat avronun kullanımının sadece Avro Bölgesi ile sınırlı kalması, bölgeler arasındaki aşırı ekonomik farklılıklar ve son dönemde yaşanan borç krizi, avronun tam anlamıyla uluslararası rezerv para statüsüne çıkışını engellemiştir. Tüm bunların yanı sıra, Avro Bölgesi'nin bankacılık ve sermaye piyasalarındaki parçalı yapısı Bölge'nin ölçek ekonomisinden ve network dışsallıklarından yararlanmasını zorlaştırmaktadır. Bu durum Avro Bölgesi'nin finans piyasalarının derinlik kazanmasını olumsuz yönde etkilemektedir. Nitekim ABD ekonomisi ile benzer ekonomik özellikler taşımasına rağmen Avro Bölgesi'nin finans piyasalarının derinliğinin oluşmaması, avronun

rezerv varlıklar içerisinde aldığı payı sınırlandırmaktadır.¹³ Avronun 1999 yılında ortaya çıkışından beri merkez bankalarındaki rezerv varlıklar içerisinde aldığı payın neredeyse hiç değişmediği dikkate değer diğer bir göstergedir. Avro Bölgesi ekonomisinin küresel ekonomi içerisinde aldığı payın azalması ve avroda değer kayıplarının sürmesi öngörülmektedir. Tez kapsamında gerçekleştirilen ekonometrik çalışmadan yola çıkarak yürütülen tahminler de, Avro Bölgesi'nin finans piyasalarına yönelik derinlik kazandırıcı önlemler almaması durumunda avronun rezerv varlıklar içerisinde alacağı payın azalacağını göstermektedir.

Kısa ve orta vadede olmasa da uzun vadede ABD dolarının lider rezerv para pozisyonunu alabilecek diğer bir güçlü aday yuandır. Dünyanın en büyük ikinci ekonomisine sahip olan Çin, ABD ve Avro Bölgesi'nden sonra en fazla ticaret hacmine sahip ülke konumundadır. Tüm bunların yanı sıra, Çin ekonomisindeki büyüme trendinin gelecekte de sürdürüleceği öngörülmektedir. Fakat 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, yuanın çevrilebilir (konvertibl) hale getirilmesi ve yuana bağlı finansal varlıkların piyasaya sürülmesi gerekmektedir. Bunlarında ötesinde, finansal piyasaların gerektirdiği istikrarlı ve güçlü bir yuan için Çin'in, ülkenin zayıf bir yuan isteyen üretim sektörünün ağırlığından kurtulması gerekmektedir. Nitekim tez kapsamında yürütülen tahminler, yuandaki değer kaybı ne kadar az olursa, rezerv varlıklar içerisinde alacağı paydaki artışın o kadar hızlı artacağını göstermektedir.

¹³ BIS 2016 Nisan ayı verilerine göre Avro bölgesi ülkeleri döviz piyasalarının günlük işlem hacminin toplam döviz piyasaları günlük işlem hacmi içerisinde aldığı pay yüzde 8 iken, bu oran ABD için yüzde 19,5; İngiltere için ise yüzde 36,9'dur.

Sonuç olarak, yakın bir gelecekte küresel ekonominin ABD dolarına alternatif olarak avroyu veya yuani lider rezerv para birimi olarak talep etmesi, bu para birimine sahip ekonomilerin durumu göz önüne alındığında olası görülmemektedir. ABD dolarının 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 antlaşmalarının kapsamının genişletilmesi, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarının izlenmesi gibi uluslararası rezerv varlıklara yönelik talep kısıcı önlemlerin¹⁴, bir yandan rezerv biriktiren ülkelerin katlanmak zorunda oldukları maliyeti azaltması diğer yandan uluslararası finansal piyasaların istikrarını desteklemesi beklenmektedir.

¹⁴ Alternatif öneriler için bakınız: Reserve Accumulation and International Monetary Stability, IMF (2010); Reforming the International Monetary System, Farhi, Gourinchas, and Rey (2011).

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, Volume 23, Issue 3, Pages 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, No. 4, p. 615–641

Bernanke, Ben. 2005. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit"

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): 358-93.

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; Julien Fouquau. 2012. "What Drove the Massive Hoarding of International Reserves in Emerging Countries? A Time-Varying Approach" Review of International Economics, Volume 20, Issue 1, Pages 164–176

Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau and Peter Garber. 2004. "The Revived Bretton Woods System," International Journal of Finance and Economics 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*, Elsevier, vol. 89(2), pages 194-209
- Emanuel, Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas, and Helene Rey. 2011. "Reforming the International Monetary System" Center for Economic Policy Research, 76
- Eichengreen, Barry. 2010. "Managing a Multiple Reserve Currency World", *Insights of the Melbourne School of Business and Economics*, Volume 8.
- Fleming, J. Marcus. 1962. "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates" *Staff Papers (International Monetary Fund)*, Vol. 9, No. 3 (Nov., 1962), pp. 369-380
- IMF. 2000. "Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability", Washington D.C.
- IMF. 2010. "Reserve Accumulation and International Monetary Fund", *IMF Policy Papers*, Washington D.C.
- IMF. 2011. "Assessing the Reserve Adequacy", *IMF Policy Papers*, Washington D.C.
- IMF. 2016. "Official holdings of reserve assets", *IMF Annual Report*, Washington D.C.
- Jeanne, Olivier. 2007. *International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?* *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 1–79.
- Jeanne, Oliver. 2011. "The Triffin Dilemma and Saver's Curse", prepared for the 4th Santa Cruz Institute for International Economics (SCIIE) – *Journal of International Money and Finance Conference*, September 23 - 24, 2011

Jeffery, A. Frankel. 1999. "No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times" Essays in International Finance, No: 215

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, no. 3

Mundell, Robert A. 1963. "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates" The Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 29, No. 4 (Nov., 1963), pp. 475-485

Obstfeld, Maurice. 2011. "International Liquidity: The Fiscal Dimension." NBER Working Paper No.17379

OECD. 2017. "Uzun Vadeli Reel Faizler". Erişim Tarihi: 11 Haziran 2017.
<https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>

Prasad, Eswar and Lei Ye. 2013. "The Renminbi's Prospects as a Global Reserve Currency". Cato Journal, Vol. 33, No. 3

Sandri, Damiano. 2014. "Growth and Capital Flows with Risky Entrepreneurship" American Economic Journal: Macroeconomics, Vol. 6, No. 3, pp. 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, No: 2, pp. 269-286

Ünsal, Erdal. 2008. Mikro İktisat, 8.Baskı. Ankara: İmaj Yayınevi

Wen, Yi. 2011. “Making Sense of China’s Excessive Foreign Reserves” Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series No. 2011-006A

WB, a. 2017. “Uluslararası Rezervler”. Erişim Tarihi: 28 Haziran 2017.

<http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>

WB,b. 2017. “Amerika Cari İşlemler Dengesi”. Erişim Tarihi: 11 Haziran 2017.

<http://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.CD>

WB,c. 2017. “ABD Net Dış Varlıklar”. Erişim Tarihi: 11 Haziran 2017.

<http://data.worldbank.org/indicator/FM.AST.NFRG.CN>

WB,d. 2017. “ABD Kamu Borcu (% of GSYH)”. Erişim Tarihi: 11 Haziran 2017.

<http://data.worldbank.org/indicator/GC.DOD.TOTL.GD.ZS>

WB,e. 2017. “Hükümet Harcamaları (% of GDP)”. Erişim Tarihi: 11 Haziran 2017.

<http://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.GOVT.ZS>

WB,f. 2017. “Özel Tüketim Harcamaları (% of GDP)”. Erişim Tarihi: 11 Haziran

2017. <http://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.TETC.KD>

WB,g. 2017. “Ulusal Tasarruflar (% of GDP)”. Erişim Tarihi: 11 Haziran 2017.

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDS.TOTL.ZS>