



KÜRESEL EKONOMİDEKİ DENGESİZLİKLER

BARBAROS YALÇINER
BAŞUZMAN

ÖZET

Halihazırdaki global finans sisteminin en belirleyici özelliği ABD'nin verdiği cari işlemler açığının, büyük ölçüde cari işlemler fazlası veren Asya ülkeleri tarafından düşük faiz oranlarından finanse edilmesidir. Bu sistemin işleyişi ABD ekonomisinin canlı seyretmesinden, global piyasalarda faiz oranlarının düşük seyretmesine, Çin'in kurunu revalüe etmesine yönelik baskılara kadar birçok hususu etkilemektedir. Cari işlemler açığının büyük bir bölümünü özel sektör yatırımcıları değil, Asya Merkez Bankaları finanse etmektedir. Ancak buna rağmen ABD büyük cari işlemler açığını finanse etmede şimdilik bir problem yaşamamaktadır. ABD büyüyen cari işlemler açığını bu şekilde daha ne kadar finanse edebileceği ve dolarda büyük bir düzeltme hareketinin gerekli olup olmadığı yönünde değişik görüşler bulunmaktadır. Bu çalışmada bu görüşlere yer verilmiştir.

İÇİNDEKİLER

1. GİRİŞ	1
1.1. Küresel Dengesizliklerde Rol Oynayan Makroekonomik Politikalar	6
1.1.1. Özel ve Kamu Tasarruf-Yatırım Dengesizlikleri ve Verimlilik	6
1.1.2. Maliye Politikası	7
1.1.3. Küresel Tasarruf Fazlalığı	7
1.1.4. Döviz Kuru Politikaları	8
1.1.5. Yapısal Politikalar	8
2. BRETTON WOODS II GÖRÜŞÜ	9
2.1. Uluslar arası Para Sisteminin Gelişimi ve Bretton Woods I	10
2.2. Dooley, Folkerts-Landau, Garber'in Görüşleri	11
2.3. Doğu Asya-ABD Bağımlılığı Görüşü	18
3. ABD TASARRUFLARININ YETERSİZLİĞİ GÖRÜŞÜ	19
3.1. Roubini, Setser'in Görüşleri	20
4. YENİ EKONOMİ GÖRÜŞÜ	25
5. KÜRESEL TASARRUF BOLLUĞU GÖRÜŞÜ	27

6. RONALD McKINNON’IN GÖRÜŞLERİ	2
	9
KAYNAKÇA	3
	1

KÜRESEL EKONOMİDEKİ DENGESİZLİKLER

1. GİRİŞ

Hâlihazırdaki küresel finans sisteminin en belirleyici özelliği ABD'nin verdiği cari işlemler açığının büyük ölçüde cari işlemler fazlası veren Asya ülkeleri tarafından düşük faiz oranlarından finanse edilmesidir. Bu sistemin işleyişi ABD ekonomisinin canlı seyretmesinden küresel piyasalarda faiz oranlarının düşük seyretmesine, Çin'in kurunu revalüe etmesine yönelik baskılara kadar birçok hususu etkilemektedir. Cari işlemler açığının büyük bir bölümünü özel sektör yatırımcıları değil, Asya Merkez Bankaları finanse etmektedir.

2006 yılında ABD'nin 869.1 milyar dolar ve Gayri Safi yurt İçi Hasıla'nın yüzde 6.6'sı oranında bir cari işlemler açığı verdiği tahmin edilmektedir. ABD'nin cari işlemler açığı dünyanın başka bölgelerinde cari işlemler fazlası şeklinde karşılık buluyor. ABD, dünyadaki yurt dışına yatırılan tasarrufların büyük bir kısmını çekmektedir. Yani ABD ekonomisi yüksek hızda büyüdüğü zaman cari işlemler açığı artıyor, dolayısıyla da Avrupa'nın Japonya'nın, gelişmekte olan Asya ülkelerinin ise ABD'ye olan ihracatları artıyor ve bu çerçevede cari işlemler fazlası veriyorlar. Tabii olarak ABD ekonomisi durgunluğa girerse bu mekanizma tersi şekilde çalışıyor. Bu çerçevede ABD ekonomisi büyürse, küresel ekonomi de bu paralelde büyürken, ABD ekonomisi durgunluğa girdiği ölçüde küresel ekonomik büyüme yavaşlıyor. Ancak ABD açısından cari işlemler açığının ulaştığı seviye ve büyüme hızı sürdürülemez olarak görülüyor. Çünkü aynen herhangi bir gelişmekte olan ülkede de olduğu gibi Amerika'nın cari işlemler açığının bir şekilde finanse edilmesi gerekiyor¹.

Catherine Mann'a göre GSYİH'ye olan oranı yüzde 4.2'nin üzerinde olan cari işlemler açığı sürdürülemezdir. Ancak ABD'nin diğer ülkelere farklılıkları bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi ABD'nin bir süper güç

¹ Tek ve önemli bir fark ABD'nin cari işlemler açığını finanse etmede kendi bastığı parayı kullanabilmesi.

olarak dünya liderliğini elinde bulundurması, küresel finans sistemi içinde özel bir yerinin bulunması sayılabilir. Dolar halen dünyanın en önemli rezerv parası olup, dış ticarete ve emtia alım satımında kullanılan para birimidir. Bu çerçevede dolara olan talep Amerikan mal ve hizmetlerini satın almak için gerekenden çok daha fazladır.

Freund (2000) cari işlemler açıkları yüzde 5 seviyesine yaklaştığında geriye dönüş eğiliminin başladığını ve genelde döviz kurunun reel olarak yüzde 10-20 değer kaybettiğini ve 3 yıl boyunca reel gelirlerde yavaş büyüme yaşandığına dikkat çekmektedir.

Buna rağmen bazı yazarlar ABD'nin cari işlemler açığının büyüklüğü göz önüne alındığında doların önemli ölçüde değer kaybetme riski ile karşı karşıya olduğunu düşünmektedirler. Obstfeld, Rogoff (2004) ise ABD'nin cari işlemler açığının yavaş bir şekilde azalması durumunda doların tartılı efektif reel kurunun yüzde 20 değer kaybetmesi gerektiğini; eğer bu hızlı bir şekilde gerçekleşirse söz konusu kurun yüzde 40 veya daha fazla düşebileceğini savunmaktadırlar. Ancak bu düzeltmenin ne zaman gelebileceğini ve ani mi yoksa yavaş bir süreç mi olacağını tahmin etmenin zor olacağına dikkat çekilmektedir. Ancak düzeltme hareketi geciktikçe ödenecek faturanın miktarı artacaktır. Obstfeld, Rogoff ABD'nin ekonomisinde taşınmaz mallar² ağırlık taşıdıkça, ABD'nin cari işlemler açığında kayda değer bir düşüş olması için dolar kurunda önemli miktarda bir düzeltme olması gerektiğine dikkat çekmektedir.

Blanchard, Giavazzi, Sa (2005) örneğin ABD'de faiz oranlarının artması gibi yurtdışı yatırımcıların portföy tercihlerini dolardan yana kullanmalarını sağlayacak gelişmelerin doların geçici olarak değer kazanmasına yol açabileceğini, ancak daha sonra dengenin sağlanması için gerçekleşmesi gereken düzeltme hareketinin daha büyük olacağını savunmaktadırlar. Buna göre hem ABD'nin toplam borcu artacak, hem de yapması gereken faiz ödemeleri yükselecektir. Yeni bir dengeye geçilmesine yol açacak gelişme, Asya Merkez Bankalarının dolar satın almayı durdurmaları veya rezervlerinin yapısını değiştirme kararı almaları

² Non-tradable goods.

olabilecektir. Örneğin Çin'in kurunu sabit tutmaya çalışmaktan vazgeçerek dalgalı kur rejimine geçmesi, ABD açısından olumsuz bir gelişme olacaktır. Blanchard, Giavazzi, Sa (2005), doların önemli ölçüde değer kaybetmesinin ABD açısından bir felaket olmayacağını, hatta bunun etkilerinin Avrupa ve Japonya açısından daha olumsuz olacağını savunmaktadırlar.

Son 40 sene içinde doların değer kaybettiği 1971-73, 1978-79, 1985-87,1994-95 gibi başka dönemler de olmuştur. Ancak bu dönemlerden farklı olarak dolar karşısında euro gibi ciddi bir rakip bulunmamaktaydı. Bu çerçevede hem döviz rezervi olarak hem de uluslararası ticaret ve finans işlemlerinde, dolar yerine euro kullanılabilme ihtimali bulunmaktadır. Örneğin bazı petrol üreticileri, petrol satışlarını euro üzerinden de gerçekleştirmeyi planlamaktadırlar.

İssing'e (2005) göre cevaplandırılması gereken önemli bir soru; küresel dengesizlikler olarak adlandırılan ve ABD'nin büyük cari işlemler açığı verdiği, Asya ve petrol ihracatçısı ülkelerin ise cari işlemler fazlası verdiği düzenin kaynağının yanlış makroekonomik politikalar mı olduğu, yoksa piyasa koşullarından ve piyasa katılımcılarının özgür kararları mı olduğudur. Eğer bu küresel dengesizlikler ekonomik koşulların doğal sonucu ise, durumun düzelmesi için de piyasalardaki fiyatların ve miktarların değişmesi gerekmektedir. Buna göre, küresel dengesizlikler olarak adlandırılan durum bir piyasa dengesi olarak bile adlandırılabilir. Ancak piyasaların gerçekleştireceği bir düzeltme hareketinin yaratacağı en büyük risk, fiyatlarda gereğinden fazla düzeltme meydana gelmesi olasılığıdır. Bu çerçevede düzeltmenin piyasalara bırakılması durumunda, hareketin çok ani ve yüksek miktarda gerçekleşerek, küresel büyüme finansal istikrar üzerinde önemli olumsuz etkileri olabileceği endişesi bulunmaktadır. Ancak makroekonomik politikalar düzeltme sürecinin daha sakin gerçekleşmesine yardımcı olabilir.

Eğer küresel dengesizlikler yanlış makroekonomik politikalar sonucunda gerçekleştiyse, yapılması gereken makroekonomik politikalarda değişikliğe gidilmesidir. Bu çerçevede küresel dengesizlikler neden kaynaklanırsa kaynaklansın sorulması gereken soru, makroekonomik politikalarda ne gibi değişiklikler yapılacağıdır.

Geçmiş dönemlerde doğrudan yabancı yatırımların cari işlemler açığının finanse edilmesinde önemi büyük iken, son yıllarda, ABD'nin cari işlemler açığı büyük ölçüde portföy yatırımları ile finanse edilmektedir. Ancak buna rağmen, ABD büyük cari işlemler açığını finanse etmede şimdilik bir problem yaşamamaktadır. ABD, büyüyen cari işlemler açığını bu şekilde daha ne kadar finanse edebilir? Bu konuda değişik görüşler bulunuyor.

Bazı araştırmacılar (Michael Dooley, David Folkerts-Landau, Peter Garber) Asya ülkelerinin aslında fiilen yeni bir Bretton Woods sistemi kurduğunu savunuyorlar. Hatırlamak gerekirse; orijinal Bretton Woods sisteminde ABD, doları altına sabitlerken, diğer ülkeler de kendi para birimlerini dolara karşı sabitlemişlerdi. ABD dışındaki merkez bankaları bu çerçevede dolar üzerinden döviz rezervleri tutuyorlardı. Yeni Bretton Woods sisteminde ise Asya ülkeleri ABD'ye karşı dış ticaret fazlası verirken, ABD'nin de bu ülkelere karşı dış ticaret açığı vermesi çerçevesinde, ülkelere giren dolar fonları satın almaktadırlar. Asya merkez bankalarının, piyasalarına giren dolarları satın almalarının nedeni, Çin'in durumunda parasının dolar karşısındaki değerini sabit tutmak, diğer Asya ülkeleri açısından ise dolar kurunun belli bir değerin üzerine çıkmasını engellemek şeklinde tezahür etmektedir. Bu çerçevede fiiliyatta Asya ülkeleri para birimlerini ABD dolarına endekslemiş bulunuyorlar. Söz konusu araştırmacılar, bu sabit veya yönetilen kur rejimlerinin istikrarlı bir sistem olduğunu ve ABD'nin cari işlemler açığını finanse etmeye devam edeceğini savunmaktadırlar. Dooley ve Folkerts-Landau, Garber, bu sistemin bir kuşak devam edeceğini savunmuşlardır (Çin'de tarım kesimindeki aşırı istihdam sanayi sektörüne aktarılan dek). Öte yandan Peter Garber daha sonra bu sistemin 8 sene süreceğini savunmuştur. Michael Mussa ise 2. Bretton Woods'un 4 sene daha dayanacağını savunmuştur. Ancak diğer bir kısım araştırmacı ise (Roubini, Setser) Bretton Woods II'nin 2006'nın sonuna kadar çözüleceğini savunmuşlardır. Roubini ve Setser bu sistemin fazla dayanamayacağını nedenleri olarak, Asya ülkelerinde özellikle Çin'de rezervlerin artması çerçevesinde, likiditede gerçekleşen artışların sterilize edilmesinin gittikçe zorlaşmasını ve

Asya Merkez Bankalarının ABD'ye gerçekleştirdikleri artan ölçüdeki yatırımlardan zarar etme riskini göstermektedirler.

Yeni Bretton Woods sisteminin en önemli özelliklerinden biri de, ABD'nin cari işlemler açığını finanse etmekte olan ve paraları değerli olan ülkelerin dolardaki bir düşüşten en çok zarar görecektir.

Diğer bir grup araştırmacı ise ABD ekonomisindeki verimliliğin diğer belli başlı büyük ekonomilere göre yüksek olduğu için, kaynakların ABD'ye kaydığını savunmaktadır. Şu anda ABD Merkez Bankası Başkanı olan Ben Bernanke'nin başını çektiği araştırmacılar ise ABD'nin büyük cari işlemler fazlasının söz konusu ülkedeki tasarruf açığından değil, dünyadaki tasarruf fazlasından kaynaklandığını düşünmektedir.

Aslında tüm bu araştırmacıların görüşleri temel ekonomik denklemlerin bir yönüne dikkat çekmektedir. Cari işlemler açığı tasarruflar ile yatırımlar (S-I)³ arasındaki farka eşit olmaktadır. Öte yandan küresel ölçekte bakıldığında ABD'nin tasarruf açığı dünyanın geri kalanının tasarrufuna eşit olmak durumundadır. (S-I=I*-S*). Burada S ve I ABD'ye ait veriler, I* ile S* ise dünyanın geri kalanına ait verilerdir.

Bu çerçevede ABD'de tasarrufların yetersiz olduğu görüşü denklemden S'e odaklanırken, yeni ekonomi görüşü ABD'deki yatırımların cazibesine yani I'ya odaklanmaktadır. Küresel tasarruf fazlası görüşü ise S*'a yani dünyanın geri kalanındaki tasarrufların fazlalığına dikkat çekmektedir. Öte yandan ABD-Asya karşılıklı bağımlılığı görüşü de, 1997

³ CA= (T+G) + (S-I)

$$\Delta R = CA + CAP$$

T= Kamu gelirleri

G=Kamu harcamaları

S=Ulusal tasarruf

I=yatırım harcamaları

ΔR = Dış rezervlerdeki değişim.

CA= Cari işlemler dengesi

CAP = ödemeler dengesinin sermaye hesabının dengesi.

krizinden sonra Asya ülkelerinin daha dikkatli bir politika izleyerek ekonomilerini daha az talep baskısı altında tutmaya yönelik politikalar izlediklerini yani I^* 'de düşüş gerçekleştiğine dikkat çekmektedir⁴.

1.1. Küresel Dengesizliklerde Rol Oynayan Makroekonomik Politikalar

1.1.1. Özel ve Kamu Tasarruf-Yatırım Dengesizlikleri ve Verimlilik

Bir ülkenin cari işlemler açığı bir ülkedeki tasarruflar ve yatırımlar arasındaki farka eşittir. Bu çerçevede ABD'deki cari işlemler açığını değerlendirirken önemli unsurlardan biri de yatırım ve tasarrufların seyirindeki değişimi incelemekten geçmektedir. Örneğin ABD'de özel yatırımların GSYİH'ya oran oranı yıllar içinde yüzde 15-20 arasında dalgalanırken, 1980'lerin başında yüzde 8 olan tasarrufların GSYİH'ya olan oranı ise son yıllarda yüzde 2'nin altına düşmüştür. Bu çerçevede ABD'de cari işlemler açığının artmasında, yatırımlar ve tasarruflar arasında artan uçurumun rol oynadığı söylenebilir. Öte yandan cari işlemler açığının artması ABD'nin borçluluğunda da artışa yol açmış ve ABD'nin net yükümlülüklerinin GSYİH'sine olan oranı yüzde 20-25'lere ulaşmıştır.

Öte yandan bir ülke ticaret ortaklarından daha hızlı büyüyorsa, cari işlemler açığındaki bir miktar artış tolere edilebilir. Ülkede meydana gelebilecek bir verimlilik artışı hane halkının ve şirketlerin gelirlerini artırırken özel tüketimde artışa ve tasarruflarda ise düşüşe yol açmaktadır. Öte yandan bir ülkede meydana gelen verimlilik artışı, yatırımcılara daha yüksek getiri sağlama imkânı tanıdığından, ülkeye yabancı yatırım çekerek cari işlemler açığının finansmanını kolaylaştırmaktadır. Bu çerçevede ABD'de cari işlemler açığının bir kısmının verimlilikteki artıştan kaynaklandığı savunulmaktadır.

Tasarruf oranının düşüklüğüne yönelik ikinci bir açıklama reel faizlerin son yıllarda düşmüş olduğudur. Reel faizlerin düşmesinin

⁴ Eichengreen 2005.

tasarrufların düşmesine katkıda bulunduğu da savunulabilir. Öte yandan ABD’de 2000’li yıllarda hisse senedi piyasasında daha sonra da emlak piyasasında oluşan balonların da kişisel mal varlıklarının artmasını sağlayarak, tüketici harcamalarının artmasına ve tasarrufların da düşmesine yol açtığına işaret edilmektedir.

1.1.2. Maliye Politikası

ABD Federal Hükümetinin bütçe açığı vermesi de ülkenin cari işlemler açığı vermesine katkıda bulunan bir faktör olmaktadır. Ancak akademik bazı araştırmalarda bütçe açıkları ile cari işlemler açığı arasında zayıf bir ilişki olduğu savunulmuştur. Bu çerçevede ABD bütçe açığının cari işlemler açığındaki artışın küçük bir kısmını açıkladığı savunulabilir.

1.1.3. Küresel Tasarruf Fazlalığı

Özellikle ABD Merkez Bankası Başkanı Ben Bernanke’nin dile getirdiği bu görüşe, göre küresel dengesizlikler olarak adlandırılan ABD’nin cari işlemler açığı vermesi ve bunun diğer ülkeler tarafından finanse edildiği durum, ABD’de tüketimin ve yatırımların gereğinden fazla yapılmasından çok, fazla veren ülkelerdeki fazla tasarruflardan kaynaklanmaktadır. Bu hipotezi savunanlara göre dengesizliklerin giderilebilmesi için cari işlemler fazlası veren ülkelerin ithalatlarını artırıcı politikalar uygulaması gerekmektedir.

Cari işlemler fazlası veren Asya ülkelerine bakıldığında, tasarruf oranlarının çok yüksek olduğu görülmektedir. Asya krizinden sonra bu ülkelerin tasarrufları daha da artmış, ancak yatırımları aynı oranda artmamıştır. Bu çerçevede Asya bölgesindeki ülkelerin tasarrufları ile yatırımları arasındaki farkın açılması bölgede cari işlemler açığının artmasına yol açmıştır. Öte yandan tasarruf fazlası ülkelerin tasarruflarını başka ülkelere yönlendirebilmeleri için aşırı tüketen ülkeler de bulunması gerekmektedir. Öte yandan Asya Merkez Bankalarının ihracat sektörlerinin rekabet gücünü koruyabilmesi için kendi para birimlerinin değerini düşük tutmak amacıyla döviz piyasalarına gerçekleştirdikleri müdahaleler de, ABD’nin cari işlemler açığını finanse etmede katkıda bulunmuştur. Asya Merkez Bankaları dövize müdahale ettiklerinde dolar satın almışlar; satın

aldıkları dolarları da Amerikan Hazine tahvillerinde ve diğer Amerikan menkul kıymetlerinde değerlendirmişlerdir.

1.1.4. Döviz Kuru Politikaları

ABD cari işlemler açığının nedenlerinden biri olarak da Asya ülkelerinin düşük kur politikası izleyerek ABD'ye yaptıkları ihracatı artırma politikası olduğu gösterilmektedir. ABD'li yetkililer özellikle Çin'in para birimi olan yuanın olması gereken değer önemli ölçüde altında olduğunu savunmaktadırlar. Çin'in ABD ile olan dış ticaret fazlası yıllar içinde önemli ölçüde artarak ABD'nin en yüksek açık verdiği ülke olmakla birlikte, zaman içinde ABD'nin dış ticareti içindeki diğer Asya ülkelerinin payı azalmıştır. Bunda da, Asya ülkelerinin ihracatlarının bir bölümünü Çin'e kaydırmaları etkili olmuştur. Bu çerçevede Çin Asya ülkelerinin montaj üssü haline gelmiştir. Bu doğrultuda, Çin ABD'ye karşı önemli dış ticaret fazlası verirken, Asya ülkelerine karşı açık vermektedir. Öte yandan küresel dengesizliklerin çözümünün sadece döviz kurlarındaki değişime bırakılması durumunda, doların önemli ölçüde değer kaybetmesi gerekebilecektir.

1.1.5. Yapısal Politikalar

Özellikle istihdam piyasasında verimliliği artıracak yapısal reformların, cari işlemler açığında iyileşmeye yol açacağı savunulmaktadır. Bunun nedeni de istihdam piyasasının daha verimli çalışmasının ülkedeki ticarete konu mal sektörünün rekabet gücünü artırabilmesidir. Ancak mal piyasasındaki reformlar, cari işlemler açığında kötüleşmeye yol açmaktadır. Finans alanındaki reformlar da yabancı fon girişini teşvik ederek cari işlemler açığında kötüleşmeye yol açmaktadır. Eğer yabancı yatırımlar ülkedeki verimliliği ve rekabet gücünü artırıyorsa uzun vadede denge sağlanabilmektedir.

2. BRETTON WOODS II GÖRÜŞÜ

Bu görüşe göre cari işlemler fazlası veren Asya ülkeleri, son dönemde de petrol ihracatçısı ülkeler ABD'nin cari işlemler açığını finanse etmektedir. Aşağıdaki tablodan da görülebileceği gibi Dünya ekonomisi beş büyük gruba ayrıldığında, ABD'nin çok büyük bir cari işlemler açığı vermekte olduğu, buna karşılık euro bölgesinin hafif ekside olmakla birlikte neredeyse dengede olduğu görülmektedir. Buna karşılık gelişmekte olan ülkeler ve diğer gelişmiş ülkeler cari işlemler fazlası vermektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin verdiği cari işlemler fazlasının, ABD cari işlemler açığının yarısından biraz fazlasına denk geldiği görülmektedir. Bu oranın IMF'nin tahminlerine göre 2006 yılında yüzde 68'e ulaşması beklenmektedir. Bu çerçevede ABD'nin büyük cari işlemler açığını büyük ölçüde gelişmekte olan ülkelerin karşıladığı söylenebilir. Gelişmekte olan ülkeler içinde de Asya ülkeleri ve petrol ihracatçısı ülkeler ön plana çıkmaktadır.

Ülke	Cari işlemler fazlası / (açığı) (2005) Milyar Dolar
ABD	-791.5
Euro Bölgesi	-2.6
Japonya	165.7
Diğer Gelişmiş Ülkeler	142.1
Yeni sanayileşmiş Asya Ülkeleri	86.2
Gelişmekte Olan Ülkeler	424.7
Gelişmekte Olan Asya Ülkeleri	165.3
Ortadoğu Ülkeleri	182.9
Bağımsız Devletler Topluluğu	87.7
Orta ve Doğu Avrupa	-63.3
Kaynak: IMF	

Asya ülkeleri ABD'ye olan ihracatlarını yüksek tutmak için para birimlerinin zayıf seyretmesi için çaba göstermektedir. Özellikle Çin tarımdan sanayiye geçecek 200 milyon işçinin istihdam edilebilmesi için yüksek ekonomik büyümeyi sürdürmek istemektedir. ABD de durumdan memnundur; Çin'den ithal edilen ucuz ürünler sayesinde tüketiciler olanaklarının üzerinde bir yaşam sürmektedirler.

2.1. Uluslararası Para Sisteminin Gelişimi ve Bretton Woods

I

Uluslararası para sisteminin işleyişi dört döneme ayrılabilir. İlk periyot altın standardının geçerli olduğu dönemdir. Bu standardın temel özelliği yerel para birimlerini altına karşı sabitlemiş olmalarıydı. Bu da dolaylı olarak ülke para birimlerinin değerlerinin birbirlerine karşı sabitlenmiş olmasını beraberinde getiriyordu. Sermaye akımları üzerinde bir sınırlama bulunmamaktaydı. Para politikasının temel amacı döviz kurunun istikrarlı olmasıydı. İngiltere, sterlinin altına karşı olan değerini 1821’de sabitlemişti. 19. yüzyılın ikinci yarısında ise Fransa, Almanya ve ABD gibi diğer belli başlı ülkeler para birimlerini altına karşı sabitlediler.

1914 yılına kadar altın standardı uluslar arası finans sisteminin en önemli özelliği olmuştur. 1918 yılından sonra altın standardına dönebilmek amacıyla çaba gösterilmiş, ancak 1930 yılında bunda başarı sağlanmıştır. Ancak 1933 yılına gelindiğinde Fransa dışında tüm ülkeler altın standardını terk ettiler. Bu da ikinci dönemi oluşturmaktadır. Bu dönemin özelliği uluslararası sermaye akımlarının yavaşlaması, uluslararası finans işlemlerine sıkı kontroller getirilmesidir. Ayrıca uluslararası ticarete de azalma yaşanmıştır. Bu dönemde ulusalcılık yükselmiştir.

Dünya para sisteminde üçüncü aşama da, Bretton Woods sistemine geçilmesidir. 1944 yılında New Hampshire’da küçük bir kasabada yapılan anlaşmada katılımcı ülkeler para birimlerini dolara karşı sabitlemişlerdir. Sistemde döviz kurlarının artı eksi yüzde 1 oynamasına izin verilmektedir. Sistemde kilit rol oynayan ABD dolarının değeri ise altına göre 1 ons altın = 35 ABD doları olacak şekilde sabitlenmiştir. Yerel para birimlerinin değerinin dolara karşı sabit tutulması görevi ise yerel Merkez Bankalarının olmuştur. Bretton Woods sistemi döviz kurlarında büyük istikrar sağlamış ve 1949–1969 yılları arasında döviz kurlarında önemli bir dalgalanma yaşanmamıştır. Döviz kurlarında sağlanan istikrar küresel ekonomik büyümeye de katkıda bulunmuştur.

1971 yılında ABD’deki Nixon Yönetiminin doların altına karşı konvertibilitesini ortadan kaldırması sistemin büyük darbe almasına yol

açmıştır. Sistemi canlandırmak amacıyla kurların hareket bandını yüzde 2.25'e çıkarma girişimleri olduysa da sistem 1973 yılında çökmüştür.

Bu tarihten sonra da dünya para sisteminde dördüncü aşamaya geçilmiş ve şimdi mevcut olan sistem ortaya çıkmıştır. Dördüncü sistemin temel temaları ise sermayenin sınırsız hareket özgürlüğü, kurlarda ise aşırı dalgalanma olmuştur⁵.

2.2. Dooley, Folkerts-Landau, Garber'in Görüşleri

Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003), 2. Dünya Savaşı'ndan sonra oluşan Bretton Woods⁶ sistemine dikkat çekmişlerdir. Bu sistemin

⁵ Yeni sistemde döviz kurlarının dalgalanması esas olmakla birlikte, merkez bankaları zaman zaman kendi para birimlerine yönelik olarak döviz piyasalarına müdahale edebilmektedirler. Bazı yazarlar, döviz piyasalarına müdahalede bulunduğu, bunun çok yönlü yapılması gerektiğini savunmaktadırlar. Hatta tek taraflı müdahalelerin önlenmesi gerektiğini savunmaktadırlar. Mevcut sistemde taraflar döviz kurlarına istedikleri gibi müdahale edebilmektedirler. Örneğin Japonya Merkez Bankası, döviz kurlarındaki oynaklığı bahane göstererek döviz kurlarına geçtiğimiz yıllarda müdahalede bulunmuştur.

Ancak ikili döviz kuru müdahalesini (dual-key exchange rate intervention) savunanlar, ABD, Japonya ve euro bölgesinin egemen olduğu global sistemde, tarafların diğerlerinin onayı olmadan döviz kurlarına müdahale etmemeleri yönünde anlaşmalarını önermektedirler. Bu çerçevede bir ülkenin döviz kurlarına tek yönlü bir müdahalesi olmayacaktır. Öte yandan buna aykırı olarak bir ülke tek yanlı olarak bir ülke veya daha fazlası aleyhine döviz kurlarına müdahale ederse, diğer iki ülke bu müdahaleyi bertaraf edecek şekilde döviz kurlarına müdahalede bulunacaklardır. Öte yandan bir ülke kendi kurunu, kendi yerel para birimini satarak düşürdüğünden, diğer ülkelerin karşı pozisyon almalarına yönelik tehdidi güvenilir bir tehdit olacaktır. Bu çerçevede bir ülke tek yanlı olarak kendi yerel para birimini değer kaybettirmek üzere müdahalede bulunursa, diğer iki ülke bunun tersi yönde müdahalede bulunacak şekilde rezervlerini birleştirecek bu çerçevede piyasa güçlerini de arkalarına alacaklardır.

İkili döviz kuru müdahalelerin avantajları olarak aşağıdakiler sayılmaktadır:

- Özellikle ABD Avrupa ve Japonya diğerlerini döviz kurlarına müdahale ettikleri yönünde suçlayamayacaklardır. Bu çerçevede dış ticarete yönelik korumacı önlemler de gündeme gelebilecektir.
- Birden fazla ülke birleşerek gerçekleştirdikleri için döviz kurlarına yapılan müdahaleler daha başarılı olacaktır.
- ABD, Japonya ve euro bölgesi arasında ekonomi konusunda ve döviz kurlarına yönelik hedefler paylaşılacak ve daha çok bilgi alışverişi olacaktır.
- Hükümetlerin döviz kurlarına müdahale ederek para politikasını etkileme güçleri azaldığında merkez bankalarının kredibilitesi daha çok artacaktır.
- Ülkeler birlikte döviz kuru hedefleri oluşturduklarından döviz kurlarının ne kadar hareket edebileceğine yönelik oynaklık azalacaktır.
- Ülkelerin yüksek döviz rezervi biriktirme saikleri azalacaktır.

Öte yandan ikili döviz kuru müdahaleleri G-3 döviz kuru hedefinden (G-3 target zones) daha ulaşılabilir bir hedeftir. Döviz kuru hedeflerinde kamuya açıklanan bir döviz kuru hedefi olması, bağlayıcı olması açısından problemler yaratırken ayrıca sistemi spekülasyon saldırılarına karşı da açık hale getirmektedir. Bu açıdan bakıldığında ikili döviz kuru müdahalesi sistemi çok daha esnekler.

⁶ II. Dünya savaşı sonrası yıkımla çıkılmasından sonra, ABD döviz kuru rejimi konusunda liderlik rolü üstlenmiştir.

Bretton Woods anlaşmasına göre 1 ons altının değeri 35 Amerikan dolarına sabitlenmiştir. Ancak dünya ticaretinin canlandırılması için kurların istikrarlı olması amaçlanmıştır. Bretton Woods sisteminde aşağıdaki ilkeler geçerli olmuştur:

- Döviz kurları birbirine sabitlenmiş olmakla birlikte, önemli dengesizlikler olduğunda, değişebilecektir,
- İç ekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla hükümetler sermaye hareketlerini kontrol edebileceklerdir.

merkezinde Amerika Birleşik Devletleri, etrafında ise 2. Dünya Savaşı nedeniyle yıkıma uğramış Avrupa ülkeleri ve Japonya bulunmaktaydı. Sistemde “dış halka” olarak geçen bu ülkeler düşük kur politikası, sermaye ve ticaret hareketleri üzerinde kontroller uygulamışlardır. Merkezde bulunan ABD ise bu ülkelerin finans sistemlerinin kredibilitésinin artmasına yol açmıştır.

Ancak Avrupa ve Japonya'nın kurumları ve piyasaları yerine oturduktan sonra, bu ülkeler de merkeze terfi etmişlerdir. Avrupa'daki belli başlı ülkeler belli bir gelişmişlik düzeyine ulaştıktan sonra sabit kur rejimini bırakarak dalgalı kur⁷ rejimine geçmiştir. Döviz kurlarının serbestçe belirlendiği bu geçiş döneminde, ihracat amaçlı büyümeyi hedefleyen dış halkada önemli bir ülke olmamıştır. Komünist ülkeler uluslararası para sisteminin dışında yer alırken, diğer gelişmekte olan ülkeler ithal ikamesi yöntemini benimseyerek, merkezden uzakta yer almışlardır. 1980'li yıllarda sosyalist sistemin kredibilitésinin yok olmasıyla ve 1989–91 döneminde komünizmin çökmesiyle ABD-Avrupa-Japonya'dan oluşan merkeze yeni

- Öte yandan uluslar arası bazda koordinasyonu sağlamak üzere Uluslararası Para Fonu (IMF) kurulmuştur.

Bretton Woods sisteminde kurlar değişebilmekle birlikte bu nadiren gerçekleşmiştir. Bretton Woods'un sağladığı istikrarlı döviz kuru rejimi global ekonominin 2. dünya savaşından sonra güçlü bir şekilde büyüyebilmesine katkıda bulunduğu savunulmaktadır.

⁷ Döviz kuru sistemleri tam esnek döviz kuru sistemi ile sabit kur rejimi arasında olan 9 çeşite indirgenmektedir:

- **Serbest dalgalanma (free float):** Serbest kur sisteminde döviz kuru tamamen piyasadaki arz ve talep tarafından belirlenmektedir. Merkez Bankası piyasaya sadece aşırı volatilitéyi önlemek için müdahale etmektedir. Merkez Bankası müdahaleleri kuru belirli bir seviyeye çekmeyi amaçlamamaktadır.
- **Yönetim altında dalgalanma (managed float):** Bu sistemde merkez bankası gerekli gördüğünde kura müdahale edebilmektedir. Ancak müdahalelere ilişkin önceden belirlenmiş bir kural bulunmamaktadır.
- **Belli bir aralık içinde dalgalanma (floating within a band):** Bu sistemde kurların belirli bir aralık içinde serbestçe dalgalanmasına izin verilmektedir.
- **Kaygan aralık (sliding band):** Bu sistemde “belli bir aralık içinde dalgalanma” sisteminden farklı olarak aralığın ortalama kuru sabit olmayıp, belli sürelerde değiştirilmektedir.
- **Yönlendirilmiş sabit aralık (crawling band) :** Bu sistemde ülke parasının değeri önceden açıklanmış sabit bir değer etrafında belirli limitler içinde dalgalanmaktadır. Ancak sabit değer çeşitli ekonomik verilere ve gelişmelere göre ayarlanabilmektedir.
- **Yönlendirilmiş sabit parite (crawling peg):** Bu sistemde ülke parasının değeri belli bir değere sabitlemiştir. Ancak sabit değer ekonomik verilere ve gelişmelere göre değiştirilebilmektedir.
- **Ayarlanabilir sabit kur rejimi (fixed-but-adjustable exchange rate):** Bretton Woods sistemidir. Kur sabittir, ancak merkez bankası yine de kuru ilelebet sabit tutmak zorunda değildir.
- **Para Kurulu (currency board):** Ülke parasının değeri ABD doları gibi güçlü bir paraya belirli bir değerden sabitlenir. Ülke parası arzı dolar girişi kadar artırılabilir.
- **Tam dolarizasyon (full dolarization):** Ülke kendi parasal bağımsızlığına son vererek ABD doları gibi başka bir ülkenin para birimini kullanır.

bir dış halka ülkeler grubu eklenmiştir⁸. Bu ülkeler ekonomilerini ticarete ve finans piyasalarını da sermaye akımlarına açmışlardır. Özellikle Asya ülkeleri, daha önce Avrupa ve Japonya'nın benimsediği stratejiyi kopyalayarak, kendi para birimlerini düşük tutmaya çalışmışlar, bu çerçevede kurlara müdahale etmişler, döviz rezervlerini artırmışlar ve merkezdeki ülkelere ihracatı teşvik etmişlerdir.

Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003), yeni dış halka ülkelerinin, 1950'li yıllarda Avrupa ve Japonya'nın bulunduğu pozisyona eriştiklerini savunmaktadırlar. Belli bir noktada, dış halkada bulunan bu Asya ülkeleri de merkez ülkelerine dahil olacaklardır. Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003), bunun 10 yıl veya daha fazla bir zaman alacağını savunmaktadırlar. Öte yandan bu dönemde dış halkaya yeni ülkeler, örneğin Hindistan terfi edecektir.

Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003), merkezdeki ülkelerin önemli olduğunu kabul etmekle birlikte, dış halka ülkelerinin de merkez ülkeler üzerinde etkisi olduğunu altını çizmektedirler.

Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003), dünyayı üç ekonomik bölgeye bölmüşlerdir. Bu ayırma göre Asya bölgesi dış ticaret bölgesini⁹, Avrupa, Kanada ve Güney Amerika ise sermaye hesabı bölgesini¹⁰ oluşturmaktadırlar. Amerika Birleşik Devletleri ise bu düzende merkez ülke konumundadır.

Dış ticaret bölgesini oluşturan Asya ülkelerinin temel amacı, ABD'ye mal ihracı gerçekleştirmektir. Bunun sonucunda Asya ülkeleri, dış ticaret fazlası verdikleri için artan döviz rezervlerini risk/getiri özelliklerine bakmadan Amerikan menkul kıymetlerinde değerlendirmeye razı durumdadırlar. Dış ticaret bölgesi ülkeleri (Çin, Tayvan, Singapur, Japonya, Güney Kore, Malezya) döviz kurlarına, yerel para birimlerinin değer kazanmaması için müdahalede bulunmaktadırlar.

⁸ Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003)

⁹ Trade account region.

¹⁰ Capital account region.

Sermaye hesabı bölgesinde bulunan Avrupa, Kanada, Avustralya ve Güney Amerika'nın çoğu ülkesinde ise, özel sektör yatırımcıları ABD menkul kıymetlerine yatırım yapmakta ve bu yatırımcılar yatırım yaptıkları menkul kıymetlerin risk/getiri özelliklerine önem vermektedirler. Örneğin son dönemde Güney Amerika yatırımcıları, sermayelerini kendi ülkelerine getirme eğilimine girmiştir. Bu da kendi para birimlerinin değerlendirilmesine katkıda bulunmuştur.

Amerika Birleşik Devletleri ise merkez ülke konumunda olup, aynı zamanda sistemde aracı rolü görmektedir. ABD döviz kuruna müdahalede bulunmamakta, döviz rezervi biriktirmemekte ve bu çerçevede de yatırım açısından bir sermaye hesabı ülkesi konumunda bulunmaktadır. Ancak ekonomik büyüme hedefleri, onu aynı zamanda bir dış ticaret bölgesi haline getirmektedir.

ABD'nin dış ticaret açığı, dış ticaret bölgesinden gelen kamu fonları, sermaye hesabı bölgesinden gelen özel sektör fonları ile finanse edilmektedir.

Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003) ABD'de artan cari işlemler açıklarına rağmen, mevcut olan bu sistemin istikrarlı ve sürdürülebilir olduğunu savunmaktadırlar. Buna göre, özellikle sermaye hesabı bölgesindeki yatırımcılar ABD'den daha yüksek getiri talep ederek, cari işlemler açığını finanse etmede isteksiz davranabilecek, ancak Asya ülkeleri daha çok ihracat yaparak Avrupa'nın yerini alacak ve ABD menkul kıymetlerine daha çok yatırım yapacaklardır. Bu da ABD'de faizlerin artmasını engelleyecektir. Öte yandan Avrupalılar ABD cari işlem açığını finanse etmekte isteksiz davranırlarsa, bu euronun değerinin artmasına yol açacaktır¹¹. Sonuç olarak Asya bölgesinin verdiği dış ticaret fazlasının karşılığında, Asya bölgesinden resmi fonlar ABD'ye yönelmektedir. Asya ülkeleri ihracat gerçekleştirdikleri sürece, artan döviz rezervlerini değerlendirirken Amerikan menkul kıymetlerinin risk/getiri profilleri ile çok ilgilenmemektedir.

¹¹ Dooley, Folkerts-Landau, Garber 2003

Sonuç olarak Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003), 2. Dünya savaşından sonra Bretton Woods sisteminin oluştuğunu, daha sonra ise bu sistemin yok olduğunu ve şu anda yarı bir Bretton Woods sisteminin oluştuğunu savunmaktadırlar.

Dooley, Folkerts-Landau, Garber Mart 2004 tarihli diğer bir çalışmada ise Asya Merkez Bankalarının Amerikan sermaye piyasalarında gerçekleştirdikleri tahvil alımlarının, tahvil piyasalarındaki temel göstergeleri, olması gereken düzeyden saptırdığını savunmuşlardır. Yazarlar, Asya Merkez Bankalarının ABD’de gerçekleştirdikleri tahvil alımlarının, *reel faiz oranlarının* olması gerekenden 1 puan daha aşağıda olmasına yol açtığını savunmaktadırlar.

Öte yandan Asya Merkez Bankalarının rezerv kompozisyonundan uzaklaşması tavsiyesine karşı olarak da yazarlar, bunun piyasaları önemli ölçüde etkileyeceği ve bunun Asya ülkelerinin para birimlerinin değerlenmesine yol açacağı ve Avrupa Merkez Bankası’nın da eurodaki artış nedeniyle piyasaya müdahale etmesini gerektireceği için yapılabilir bulmamaktadırlar.

Öte yandan Dooley, Folkerts-Landau, Garber 2005’de ise dünya tasarruf artışının ABD’de ve diğer ülkelerde faiz oranlarının düşük olmasına yol açtığı tezini reddetmişlerdir. ABD’de tasarruf oranı düşerken, Asya ve Ortadoğu’da yükselmiştir. Bu çerçevede dünyada tasarruf oranı çok az değişmiştir.

Diğer taraftan, Eichengreen (2004), Dooley, Folkerts-Landau, Garber’in öngördüğü Bretton Woods’a benzeyen yeni bir küresel düzene geçildiği fikrine katılmamaktadır. Eichengreen, özellikle Asya ülkelerinin bireysel çıkarlarının üzerinde kolektif bir politika izleyemeyeceklerini düşünmektedir.

Diğer taraftan Edwin M. Truman da yeni bir Bretton Woods sistemine geçildiği görüşüne katılmamaktadır. Truman, Asya ülkelerinin ABD’nin gittikçe artan cari işlemler açığını finanse etmeyi sürdüreceğini düşünmemektedir. Truman, yeni Bretton-Woods sistemini oluşturduğu

savunulan Asya ülkelerinin çoğunun durumunun, Çin'den farklı olduğunu savunmaktadır. Örneğin Çin dışında sadece Malezya ve Hong Kong, ABD dolarına karşı sabit kur rejimi uygulamaktadırlar. Bunun dışında kalan Güney Kore gibi ülkelerin para birimleri dolar karşısında değer kazanabilmektedirler. Ayrıca bu ülkelerin finans, istihdam piyasalarının gelişmişlik seviyeleri Çin'den farklıdır. Truman, ayrıca şimdiki durumun Bretton Woods sistemindekinden çok farklı olduğunu savunmaktadır. Buna göre şu anda çok az ülkenin sermaye üzerinde önemli ölçüde kontrolleri bulunmakta olup, yerel finans piyasaları liberal hale getirilmiş olup, uluslararası finans sistemi ve sermaye akımları liberal hale gelmişlerdir. Ayrıca ABD, Bretton Woods I sisteminde olduğu gibi tasarruf fazlası verip, sermaye ihraç eder durumda değildir. Ayrıca Amerikan doları sabit bir fiyattan altına endeksli değildir. Son olarak Truman, yüzde 6 civarında olan ve artma eğiliminde olan ABD cari işlemler açığının sürdürülebilir olmadığını düşünmektedir. Truman, Avrupa'da ve diğer ülkelerde bulunan özel sektör yatırımcılarının da ABD'nin GSYİH'nin yüzde 6'sını aşan cari işlemler açığının sürdürülemez olduğunu düşündüklerine dikkat çekmektedir. Truman, söz konusu yatırımcıların ellerindeki dolar varlıkları satmadıklarına, ancak dolar üzerinden yaptıkları yatırımları azalttıklarını belirtmektedir. Truman, ABD'nin cari işlemler açığının sürdürülebilir olan GSYİH'nin yüzde 3'üne düşene kadar, dalgalı kur rejiminde olan ülkelerin kurlarının dolar karşısında değer kazanma eğiliminde olacağını ve bu çerçevede de döviz kurlarını sabit tutan veya değerlenmesine izin vermeyen Asya ülkeleri üzerinde de, yerel para birimlerinin değer kazanmasına izin vermeleri yönünde ekonomik ve politik baskı olacağını öngörmektedir. Zaten birçok yazar küresel dengesizliklerin giderilebilmesi için ABD'nin cari işlemler açığının sifıra inmesi veya fazlaya geçmesi gerekmediğine dikkat çekmektedirler¹²; buna göre Amerika cari işlemler açığının sürdürülebilir olması için yüzde 2.5-3 seviyesine düşürülmesi yeterli olacaktır. Bu seviyenin yeterli görülmesi de Amerikan ekonomisinin birçok gelişmiş ülke ekonomisine göre daha dinamik olmasına, verimlilik artışlarının yüksek olmasına ve göçmen işçiler çerçevesinde istihdam piyasasının dinamik olmasına bağlanmaktadır. Ancak Asya ülkeleri bu

¹²Brown 2005.

baskılara direndikleri sürece, dolar varlıklara yatırım yaparak rezervlerini artırmaya devam edeceklerdir. Öte yandan ABD'ye portföy girişlerinin devam etmesi, hem cari işlemler açığının finansmanını sağlarken, hem de faiz oranlarının olması gereken seviyelere göre düşük olmasına yol açmaktadır. Bu çerçevede ABD'de cari işlemler açığının düşmesi aynı zamanda uzun vadeli faiz oranlarının da artması anlamına gelecektir.

Eğer Çin yuanın değerlenmesine izin verirse ne olacaktır ? Çin Merkez Bankası (PBC) yuanın değerlenmemesi için piyasalarda gerçekleştirdiği müdahalelere son verecek ve yuan hemen değer kazanacaktır. Yuanın değerlenmesi çerçevesinde birçok Asya ülkesi de para birimlerinin değerlenmesine izin verecektir. Ayrıca dalgalı kur rejimi benimsemiş ülkelerin de para birimleri değer kazanacaktır. Ancak, kur hareketlerinin etkisi gecikmeli görüldüğünden, ABD'nin cari işlemler açığı radikal bir şekilde değişmeyecektir. ABD'de faiz oranları artabilecektir. Ayrıca Amerikan ekonomik büyümesinde yavaşlama yaşanacaktır.

Dieter (2005), Bretton Woods I ile Bretton Woods II olarak adlandırılan sistemler arasında büyük farklılıklar olduğunu savunmaktadır. Bretton Woods I üzerinde anlaşma sağlanan, açık kuralları bulunan bir sistemdi. Öte yandan Bretton Woods II, bir sistem olmaktan çok gözlemlenen ve pragmatik gelişmelerin ortaya çıkardığı bir olgu. Sisteme katkıda bulunan ülkeler arasında ne yapılan işbirliği bulunmaktadır, ne de yazılı kurallar bulunmaktadır. Öte yandan Bretton Woods I sisteminde Merkez Bankaları arasında yüksek derecede bir işbirliği bulunurken, bu derecede bir işbirliği Asya Merkez Bankaları arasında bulunmamaktadır. Diğer taraftan Bretton Woods I, ABD'nin öncülük ettiği ve ABD'nin çıkarlarına hizmet eden bir sistemdi. Ancak sistem ABD'nin olduğu kadar istikrar sağlaması nedeniyle diğer katılımcı ülkelerin de çıkarına hizmet etmekteydi. Öte yandan Bretton Woods II olarak adlandırılan mevcut sistemde ise, ABD'nin bir motivasyonu ve öncülüğü olmamıştır. Sistem Asya ülkelerinin ihraç sektörlerini desteklemek amaçlarından kaynaklanmıştır. Bretton Wood I'in bir farklılığı da sisteme dahil olan ülkelerin genelde müttefik olması ve ABD'ye rakip bir ülkenin bulunmaması idi. Bretton Woods II'nin en önemli üyesi Çin için aynı şeyleri söylemek ise zordur. Hatta birçok uzman ileriki yıllarda Çin'in

ABD'nin rakibi olarak ortaya çıkacağını savunmaktadırlar. Bretton Woods II'nin ilkinden diğer bir farkı da, önceki sistemde Amerikan dolarına rakip olarak çıkabilecek bir para biriminin bulunmamasıydı. Bugün ise euro alternatif bir rezerv para birimi olarak Amerikan dolarına rakip olarak çıkmış bulunmaktadır. Son olarak eski sistemde, gerektiğinde sabit bir değerden dolar karşılığında altın verme taahhüdü çerçevesinde, ABD'nin sistemi kötüye kullanma olanakları sınırlanmış durumdaydı. Şimdiki sistemde ise böyle bir garanti mekanizması bulunmamakta olup, Asya Merkez Bankalarının rezervlerinde biriktirdikleri dolarlar değer kaybedebilirler.

2.3. Doğu Asya-ABD Bağımlılığı Görüşü

Bu görüş Bretton Woods görüşünün değişik versiyonlarından oluşmaktadır. ABD dünyada en verimli finans sistemine sahip ülkedir ve bu çerçevede tüm dünyaya finansal aracılık hizmeti sunmaktadır. Buna göre Çin, ABD'de menkul kıymetler şeklinde varlıklar alırken, ABD'de de Çin'de doğrudan yatırımlar şeklinde varlıklar biriktirmektedir. Ancak bu görüş ABD'nin bunu yaparken niye cari işlemler açığı vermek zorunda olduğuna açıklık getirememektedir. ABD, II. Dünya Savaşı'ndan sonra cari işlemler fazlası vermiş olup, o dönemde dünyanın bankası olarak tanımlanmıştır. I. Dünya Savaşı öncesinde dönemin süper gücü olan İngiltere de cari işlemler fazlası vererek dünyayı fonluyordu.

Diğer alternatif bir görüş ise ABD'nin tüm dünyaya emanet hizmeti verdiği yönündedir. Bu çerçevede Çin ve ABD arasındaki dengesizlik, Çin'in emanet hizmeti aldığını göstermektedir. Buna göre, Çin'in Amerikan Hazine tahviline yatırmış olduğu önemli miktarda fonu olduğu için, Çin batılı ülkelere doğrudan yatırım çekebilmektedir. Çin'in ABD'ye ve diğer batılı ülkelere ait bu doğrudan yatırımları devletleştirilmesi durumunda, ABD'de de, Çin'in elindeki Amerikan hazine tahvillerinin karşılığını ödemeyebilecektir. Bu görüşe getirilen eleştirilerden biri, sadece Çin'in değil, diğer Asya ülkelerinin ve petrol ihracatçısı ülkelerin de ABD menkul kıymetlerine yatırım yapmakta olduklarıdır. Diğer bir eleştiri noktası ise; Çin'e yönelik doğrudan yatırımların 1992 gibi başlamış olması, Çin'in rezervlerinin önemli ölçüde arttığı dönemin ise 2000'li yıllarda başlamış

olmasıdır. Ayrıca ABD'nin Çin'deki doğrudan yatırımları içindeki payının düşüklüğüne de dikkat çekilmektedir.

3. ABD TASARRUFLARININ YETERSİZLİĞİ GÖRÜŞÜ

Bu görüş 2000'li yılların başından bu yana ABD'de azalan tasarruflara dikkat çekmektedir. Buna göre, diğer koşullar eşit kabul edildiğinde, ulusal tasarruflarda oluşacak bir negatif şok, cari işlemler açığında aynı miktarda kötüleşmeye yol açacaktır. Roubini ve Setser (2004) ABD tasarruflarındaki düşüklüğü, bu ülkenin maliye politikasına bağlamaktadırlar. 2001 yılından bu yana kamu tasarruflarındaki düşüş ile ülkenin tasarruf oranındaki düşüş ve cari işlemler açığındaki artış son yıllarda paralel olarak gelişmiştir. Ancak Bernanke (2005) gibi bazıları bu ilişkinin uzun vadede zayıf olduğunu düşünmektedirler. Kamu tasarruflarındaki azalma, yabancı yatırım girişinde artışla paralel seyretmekle birlikte, bu iki veri tamamen de ardı sıra hareket etmemekte ve başka faktörlerden de etkilenmektedir. Öte yandan bu görüşe getirilen diğer bir eleştiri de ABD'de bütçe açığı nedeniyle cari işlemler açığının arttığına doğru olması durumunda, uzun vadeli faiz oranlarının da yüksek olması gerektiğidir. Ancak bilindiği gibi ABD'de uzun vadeli faiz oranları, ABD Merkez Bankası faiz oranlarını artırmaya rağmen düşük seyretmektedir. Yani ABD'de tasarruf oranları düşük olmasına rağmen, faiz oranları da düşüktür. Ancak faiz oranlarının düşük seyretmesinde küreselleşmenin¹³ fiyat baskılarını azaltmasının ve bunun hem enflasyon beklentilerini düşürmesinin, hem de Merkez Bankaları'nın daha yumuşak politikalar izlemesine yol açmasının rol oynadığı savunulmaktadır. Öte yandan dünya çapında belli başlı merkez bankalarının enflasyonla savaşımında kredibilitelerinin arttığı görüşü de yer bulmaktadır.

3.1. Roubini, Setser'in Görüşleri

¹³ Çin başta olmak üzere Asya ülkelerinin düşük maliyetle üretim yapması nedeniyle dünya çapında enflasyonist risklerin azaldığı görüşü savunulmaya başlanmıştır.

ABD'nin cari işlemler açığının 2006 yılında 869.1 Milyar dolara ulaştığı tahmin edilmektedir. ABD cari işlemler açığındaki artış hızına bakıldığında, böyle devam etmesi durumunda, cari işlemler açığındaki artışın sürdürülemez olduğu tartışılmaktadır. Bu çerçevede doların diğer para birimleri karşısında önemli ölçüde değer kaybetmesi gerektiğine dikkat çekilmektedir.

Roubini Setser (2004) Asya Merkez Bankalarının önemli miktarda Amerikan Hazine tahvili satın alarak ABD'nin cari işlemler açığını finanse ettikleri sistemin kırılgan olduğunu ve istikrarsız olacağını öne sürmektedirler.

Resmi Döviz Rezervleri İçinde Değişik Para Birimlerinin Payı

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ABD Doları	71.0	0.5	70.7	66.5	65.8	66.0	66.4
Euro	17.9	8.8	19.8	24.2	25.3	24.9	24.3
Japon Yeni	6.4	.3	5.2	4.5	4.1	3.8	3.7
İngiliz Sterlini	2.9	.8	2.7	2.9	2.6	3.2	3.6
İsviçre Frangı	0.2	.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1
Diğer Para Birimleri	1.6	.4	1.2	1.4	1.9	1.9	1.9

Kaynak :Avrupa Merkez Bankası (2006)

ABD cari işlemler açığının tam bir yansıması olarak Asya ve petrol ihracatçısı ülkeler cari işlemler fazlası vermektedirler. Asya ve petrol ihracatçısı ülkeler cari işlemler fazlası vermeleri çerçevesinde artan rezervlerini Amerikan menkul kıymetlerinde değerlendirmektedirler.

Bu çerçevede küresel ekonominin ve küresel piyasaların en önemli özelliği, Asya ülkelerinin ürettikleri malları ve petrol ihracatçısı ülkelerin de petrolü ABD'ye satarak cari işlemler açığı vermeleri ve tasarruf etmeyen ABD'nin gücünün üzerinde tüketerek büyük bir cari işlemler açığı vermesi ve cari işlemler fazlası veren ülkelerin ABD'nin cari işlemler açığını finanse etmeleridir.

ABD'nin dış finansman ihtiyacının büyük bir kısmını özel sektör yatırımcıları değil, merkez bankaları sağlamaktadır. Yabancı merkez bankaları da ellerindeki rezervleri genellikle Amerikan Hazine tahvillerinde

değerlendirmektedirler. Hatta yabancı merkez bankalarının önemli miktarda Amerikan Hazine tahvili almasının, bu menkul kıymetlerin faiz oranlarının olması gereken seviyelerin altında olmasına yol açtığı çeşitli araştırmalarda ileri sürülmüştür. Yapılan tahminlere göre yabancı merkez bankalarının yaptıkları yatırım sonucunda Amerikan Hazine tahvillerinin faiz oranları olması gereken seviyelerin 40 ile 150 baz puan altındadır. Ancak Roubini-Setser bu miktarın ekonomik etkiler de göz önüne alındığında 200 baz puana kadar çıkabileceğini düşünmektedirler. Eski ABD Merkez Bankası Başkanı uzun vadeli Amerikan tahvil faizlerinin düşük seyretmesini bir muamma¹⁴ olarak nitelendirmiştir.

Bu çerçevede, mevcut küresel finans düzeninde ABD aşırı tüketerek, büyük cari işlemler açığı vermektedir. Cari işlemler fazlası veren Asya ülkeleri de ABD'ye yaptıkları dış ticaret fazlası nedeniyle artan dolar rezervlerini ABD tahvillerinde değerlendirmeleri neticesinde, hem Amerika'nın cari işlemler açığını finanse etmekte, hem de ülkede tahvil faizlerinin olması gerekenden düşük bir seviyede olmasına yol açarak, ABD tüketicisini finanse etmektedirler. Ancak yabancı merkez bankaları dolarda ani bir düşüşten ve ülkede faiz oranlarının artması riskine maruz kalmaktadırlar.

Roubini, Setser (2004) Asya Merkez Bankalarının önemli miktarda Amerikan Hazine tahvili satın alarak ABD'nin cari işlemler açığını finanse ettikleri sistemin kırılgan olduğunu ve istikrarsız olacağını öne sürmektedirler. Roubini, Setser (2004) mevcut yuan-dolar standardının istikrarsız olduğunu savunmaktadırlar. Bunun nedeni olarak da, ABD cari işlemler açığındaki büyümenin çok hızlı olması ve yabancı merkez bankalarının belirli bir noktada daha fazla dolar rezerv biriktirmek istemeyecekleri gösterilmektedir.

Roubini Setser (2004) Bretton Woods II sisteminde istikrarsızlık yaratan öğeleri aşağıdaki gibi sıralamaktadır:

- ABD'nin cari işlemler açığı sürdürülemez bir şekilde büyümektedir ve belirli bir noktada yabancı Merkez Bankaları ileride olası bir dolar

¹⁴ conundrum

devalüasyonundan ve Amerikan faizlerindeki olası bir artıştan zarar görme endişesi içine girebilirler.

- Doların değer kazanması ve yabancı merkez bankalarının dolar rezervlerini ABD’de değerlendirmeleri neticesinde faiz oranlarının olması gerekenden daha düşük olması, ekonomideki dengesizliklerin artmasına yol açmaktadır. Yabancı merkez bankalarının Amerikan Hazine tahvili piyasalarındaki gerçekleştirdikleri alımlar sonucu, düşen faiz oranları neticesinde Amerikan tüketicisi tüketimi artmakta ve ekonomide faize duyarlı kesimlerde istihdamın artmasına yol açmaktadır. Bu faktör ayrıca dış ticarete konu ürün üreten sektörlerdeki yatırımı caydırıcı rol oynamaktadır. Bu çerçevede ABD’nin imalat sanayi zarar görmektedir. Bu da cari işlemler açığının daha da büyümesine yol açarak, ilerideki bir düzeltme sürecinin çok daha zor gerçekleşmesine yol açabilecektir. Bu da ABD’de dış ticarete yönelik korumacı önlemlerin artmasına yol açabilecektir. Öte yandan faiz oranlarının olması gereken seviyelerden daha düşük olması, emlak gibi iç talebe bağlı ve faiz oranlarına duyarlı sektörlerin önem kazanmasına yol açmaktadır. Ayrıca düşük faiz oranları tasarruf eğilimini azaltmakta ve tüketimi teşvik etmektedir. Sonuçta emlak sektöründeki istihdamdaki artış imalat sanayi zarar görse bile, genel istihdamda yükselmeye yol açabilmektedir.
- Asya Merkez Bankaları ve özellikle de Çin Merkez Bankası, ABD’nin cari işlem açığını finanse etmede önemli bir yük taşımaktadır. Asya ülkelerindeki rezerv artışı, cari işlemler fazlalarından daha yüksek bir miktara ulaşmaktadır. Bu ülkelere aynı zamanda önemli tutarda dış yatırım da girmektedir. Avrupa ve Ortadoğu kökenli yatırımcılar, Doğu Asya bölgesindeki varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Yani cari işlem fazlalarına ek olarak yabancı sermaye akışı nedeniyle de Asya Merkez Bankalarının rezervleri yükselmektedir. Sonuçta Asya Merkez Bankaları ülkelerine yatırım amacıyla gelen fonları da ABD’de değerlendirmektedir. Bu anlamda bir aracılık görevi görmektedirler.
- Özellikle Çin’de kuru sabit tutmak amacıyla, Merkez Bankası’nın döviz alımları neticesinde piyasalara çıkan likiditenin sterilize

edilmesi konusunda zorluklar ortaya çıkarmaktadır. Artan likidite enflasyonist baskıları artırdığı gibi, mevcut varlık balonlarının daha da şişmesine yol açarak, Çin ekonomisindeki kırılma risklerini artırmaktadır. Öte yandan Çin'in sabit kur sistemi, faiz oranlarını da artırmayı zorlaştırmaktadır. Çin'in faiz oranlarını artırması, daha çok yabancı fon girişini teşvik edecek bir faktördür. Hem faiz oranlarının düşük olması, hem de döviz rezervlerinin artması sonucunda sterilize edilemeyen fonların para tabanının artmasına yol açması, Çin açısından tehlikeli bir durum yaratmaktadır. Aşırı likidite, ekonominin çeşitli sektörlerinde aşırı ısınmaya yol açabilmektedir. Ayrıca bankacılık finans sisteminin henüz çok gelişmemiş olması nedeniyle, bankaların verdikleri kredilerin kayda değer bir kısmı batık hale gelmiştir. Öte yandan Çin, sabit kur sistemini sürdürmede ısrar ederse, düzeltme ülkeye oluşacak enflasyon çerçevesinde meydana gelebilecektir.

- Doların değer kaybetmesi, Çin'in büyük zararlar yazmasına yol açabilir. Örneğin yuanın yüzde 33 değer kazanması, GSYİH'nin yüzde 10'una yakın bir zarara yol açabilecektir. Dolar belirli bir noktada değer kaybetmek zorundadır. Sorulması gereken soru, bu düzeltme ne kadar olacaktır ve ne zaman gerçekleşecektir. Merkez Bankaları yerel para birimlerinin değer kazanması neticesinde, rezerv artışı neticesinde yerel yükümlülükler karşısında dolar rezervlerinin değeri düşmüş olacaktır.
- Avrupa Merkez Bankası ise ABD'nin açığını finanse etmek yerine Asya kurlarının değer kazanmasını talep etmektedir. Örneğin Dooley, Folkerts-Landau, Garber, Avrupa Merkez Bankası'nın da dolar satın alacağını düşünmekle birlikte, bu mümkün görülmemektedir. Avrupa Merkez Bankası uluslararası bir kuruluş olduğundan döviz riskinden kaynaklanacak zararları kimin nasıl karşılayacağı belli değildir. Öte yandan Avrupa Merkez Bankası'nın muhafazakâr yapısı da, döviz piyasalarında büyük çaplı bir müdahalenin önünde engeldir.
- Bretton Woods II sisteminin arkasındaki kurumsal yapı zayıf olduğundan, sistemin sürdürülebilirliği risk altındadır. Örneğin

Bretton Woods I’de dolar rezervi biriktiren ülkeler, doların değerinin belli bir orandan altına sabitlenmiş olması nedeniyle korunmaktaydı. Şu anda ise Bretton Woods II sisteminin merkezindeki Amerika Birleşik Devletleri doların dolaşımını artırmakta serbest davranmaktadır ve kendisini kısıtlayıcı veya dolar rezervi tutan ülkelerin birikimlerini koruyacak bir politika izlememektedir. Örneğin ABD Irak savaşı ve sosyal güvenlik gibi harcamalar için vereceği bütçe açıklarını, Asya Merkez Bankalarına sattığı tahvillerle finanse edebilmektedir. Bu konuda hiçbir kısıtlama veya sınır bulunmamaktadır. Öte yandan Asya ülkeleri, para birimlerini resmi olarak dolara endekslememişlerdir ve dolar rezervlerini artırma yükümlülüğü altında değillerdir. Bazı petrol üreticisi ülkeler dolardan başka para birimlerine yönelerek, Çin üzerindeki baskıyı artırmaktadırlar. Bretton Woods I’de ise örneğin resmi döviz rezervlerinin değeri ABD’nin elindeki altın miktarını aşmış olmakla birlikte, Avrupa ve Japonya Merkez Bankaları sistemin devamı için dolar karşılığında altın talep etmemişlerdir. Burada ekonomik işbirliğinin ötesinde, askeri ittifaklardan kaynaklanan bağlar da söz konusu idi. Bretton Woods II’de ise bu kadar güçlü bir bağ söz konusu değildir ve ayrıca doların gücünü etkileyebilecek oyuncu sayısı ve çeşitliliği önceki döneme göre daha yüksektir. Doların eninde sonunda değer kaybedeceği göz önüne alındığında, herhangi bir Merkez Bankası’nın dolar rezervlerini azaltmasında fayda bulunmaktadır. Hatta Merkez Bankalarının dolar satmaya başlaması durumunda dolardaki ani düşüş senaryosu gerçekleşebilir. Bu durumda dolardan ilk çıkan kazanırken, dolar rezervlerinin miktarı yüksek olan merkez bankalarının riski daha yüksektir. Bu çerçevede Çin Merkez Bankası gibi muazzam miktarda dolar rezervi tutan bir bankanın, sistemi sürdürmeye çalışması kendisi açısından daha avantajlı görülmektedir. Ancak daha küçük Merkez Bankaları rezervlerini azar azar azaltabilirler. Bu durumda Çin Merkez Bankası gibi bankaların mevcut sistemi sürdürmeye yönelik yükleri daha da artmış olmaktadır.

- Mevcut eğilim devam ederse yabancı merkez bankalarının her yıl rezervlerine 450–500 milyar dolar eklemeleri gerekmektedir.

- Nispi olarak daha küçük merkez bankalarının mevcut rezervlerindeki dolar miktarını azaltmasalar bile, dolar rezervlerindeki artışı kısıtlamalarında faydaları bulunmaktadır. Bu da özellikle Çin'in üzerindeki rezerv artışı baskısını artıracaktır.

Roubini, Setser (2004), Bretton Woods sisteminin yakın bir sürede çökeceğini düşünmektedirler¹⁵. Bu konuda görüşleri aşağıdaki gibidir:

- ABD'deki mevcut faiz oranları yatırımcıları doların değer kaybetmesi riskine karşı tazmin etmemektedir. Bu özellikle de kurları ABD dolarına karşı değerlenmiş ülkelerin yatırımcıları için geçerlidir. Bu nedenle ABD cari işlemler açığının finansmanının büyük bölümü özel sektör yatırımcılarından değil, yabancı merkez bankalarından gelmektedir.
- Doların hala daha bir temel rezerv para birimi olması nedeniyle, özel sektörden de yatırım çekmektedir. Ancak ABD'nin cari işlemler açığı arttıkça özel sektörün, bu açığı finanse etme iştahı azalabilir.
- Yazarlar sistemin 2005 yılında gerilemeye başlayabileceği tahmininde bulunmakla birlikte bu gerçekleşmemiştir.

4. YENİ EKONOMİ GÖRÜŞÜ

Bu görüş Cooper (2004), Clarida (2005) ve Backus, Henriksen, Lambert, Telmer (2006) gibi yazarlar tarafından savunulmaktadır. Bu yazarlar ABD cari işlemler açığının, bu ülkeye yatırım yapmanın cazibesinin yüksek olması nedeniyle gelen sermaye akımlarının sonucunda oluştuğunu savunmaktadır. Bu görüşe göre Amerikan vatandaşları ABD'deki yatırımlardan elde edilen yüksek getirilerin hasılasını yaşamakta; bu çerçevede tüketimleri üretimlerinden fazla olabilmektedir. 1990'lı yıllarda hisse senetlerinin değer kazanması, 2000 yılından sonra ise ABD'de emlak fiyatlarının artması ve hazine tahvillerinin faiz oranlarının düşmesi

¹⁵ Obstfeld, Rogoff (2005) da mevcut ortamın Bretton Woods'dan sisteminin çöktüğü 1970'li yıllara benzediğini savunmaktadır.

tasarruf oranlarının düşmesinde etkili bir faktör olmuştur. Yeni ekonomi görüşünü savunanlar, ABD’de hisse senetlerinin 1990’lı yılların ikinci yarısında değer kazanmasını, verimlilikteki artışa bağlarken, bu görüşü eleştirenler Amerikan borsalarındaki yükselişi aşırılığa ve gevşek para politikalarına bağlamaktadırlar.

Richard Cooper, ABD cari işlemler açığının sürdürülebilir olduğunu savunmaktadır. Cooper, Çin’in para birimi yuanda da bir düzeltmenin gerekliliğine karşıdır. Cooper, dış ticarete yönelik düzeltmelerin kurlardaki değişikliklerle düzelmesine karşı olmamakla birlikte, Çin’in durumunda buna karşıdır. Çin’in kuru düşük tutması ihracatı artırarak ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Cooper’a göre, Çin’in finans sisteminin kırılabilirliği göz önüne alındığında, kurun değer kazanması ihracat sektörünü olumsuz etkileyerek, geri ödenmeyen kredilerde de artışa yol açabilir. Cooper, ABD’nin borçlanma isteğinde olmadığını, yabancıların borç vermek istediğinden, ABD’nin cari işlemler açığının sürdürülebilir olduğunu düşünmektedir.

Öte yandan yeni ekonomi görüşünü savunanlar, ABD’deki verimliliğin yüksek olduğunu savunmakla yetinmemekte, verimliliğin dünyanın belli başlı diğer bölgelerinden de yüksek olduğunu düşünmektedirler. Bu görüşe göre bu verimlilik farklılığı, ABD’deki tasarruf oranının düşüklüğünü ve kaynakların ABD’ye akmasını sağlamaktadır. ABD’deki verimliliğin, örneğin Avrupa’ya ve Japonya’ya göre daha yüksek olmasının nedenleri olarak ise, ABD’de istihdam ve ürün piyasalarının daha esnek olması ve 1990’lı yılların ortasından başlayarak bilgi ve enformasyon teknolojilerinin yoğun olarak kullanılmaya başlanması gösterilmektedir. Ancak bazı araştırmacılar 1995–2001 arasında, ABD ve Avrupa arasındaki verimlilik farkının çok da yüksek olmadığını ortaya koymuşlardır.¹⁶

ABD’nin cari işlemler açığının artan verimliliğin yatırımlarda artışa yol açmasına, hane halkı harcamalarının artan emlak fiyatları çerçevesinde artması gibi faktörlere bağlanmaktadır. Artan verimlilik şirketleri daha çok

¹⁶ Timmer, Yama, Ark (2003)

yatırım artışına iterken, teknolojik gelişmeler çerçevesinde yatırımlar artırılmıştır. Bu çerçevede ABD’de artan verimlik çerçevesinde yatırımların artması da cari işlemler açığının artmasına yol açmıştır. Artan yatırımlar çerçevesinde iç harcamaların iç tasarrufları aşması sonucunda ülke dışarıdan borçlanmaya başlamaktadır.

Öte yandan yeni ekonomi görüşüne karşı çıkanların bir diğer savı ise, son dönemde ABD cari işlemler açığının finansmanında verimlilik ve getiri gibi faktörleri özel sektör yatırımcıları kadar önem vermeyen Merkez Bankalarının ön plana çıkmasıdır. Diğer taraftan ABD’li özel sektör yatırımcıları da yurtdışına önemli miktarda yatırım gerçekleştirdiğinden, bu yabancı yatırımcıların ABD’ye yaptıkları yatırımları büyük ölçüde dengelemektedir. Bu çerçevede Amerikan cari işlemler açığının finansmanında yabancı merkez bankaları ön plana çıkmaktadır. Öte yandan yabancı yatırımcıların ABD’ye çekilebilmesi içine ekonomik büyüme hızının şimdikinden çok daha yüksek olması gerektiği de savunulmaktadır.

5. KÜRESEL TASARRUF BOLLUĞU GÖRÜŞÜ

Bu görüş Bernanke (2005) ve Hubbard (2005) gibi yazarlar tarafından savunulmaktadır. Şu anda ABD Merkez Bankası Başkanı olan Ben Bernanke, cari işlemler açığının nedeninin Amerika’daki tasarruf açığı değil, dünyadaki tasarruf fazlası olduğunu düşünmektedir. Bu çerçevede problem ABD kaynaklı değil, dış kaynaklıdır.

Bernanke, hem ABD cari işlemler açığının artmasından, hem de uzun vadeli faiz oranlarının düşük seyretmesinden, ABD’deki gelişmeler olduğu kadar ABD dışındaki gelişmeleri de sorumlu tutmaktadır. Bernanke’nin görüşüne göre, geçtiğimiz 10 sene içindeki gelişmeler küresel ölçekte fazla bir tasarruf oluşmasına yol açarak, hem ABD cari işlemler açığının artmasına, hem de uzun vadeli faiz oranlarının düşük seyretmesine yol açmıştır. Bazı gelişmiş ülkelerdeki emekli olacakların sayısının çalışanlara olan oranının artacak olması, küresel tasarrufların artmasına yol açmıştır. Öte yandan diğer bir önemli gelişme de gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere olan fon akımlarının yönünün tersine dönmesidir.

ABD'nin cari işlemler açığı, aynı zamanda yurt dışından borçlanması gereken tutara da eşittir. Öte yandan bir ülkede yatırımlar ülke içi tasarruflardan fazla ise, ülke bu tasarruf açığını yurtdışından kapatmaktadır. Bu çerçevede cari işlemler açığı ABD'nin tasarruf açığına da eşittir. Bu doğrultuda ABD'nin tasarruf oranının düşmesi, cari işlemler açığının artmasına yol açmıştır. Ancak Bernanke, ABD cari işlemler açığının, tasarruf açığından kaynaklandığını savunanların, bu çerçevede sadece ülke içi nedenlere işaret ettiğini belirtmektedirler.

Küresel tasarruf bolluğu görüşüne göre, demografik yapının özellikleri, hızlı büyüme, yüksek petrol fiyatları, finans piyasalarındaki yeni gelişmeler gibi faktörler ABD dışında tasarrufların artmasına yol açmıştır. Örneğin Japonya dışarıda tutulduğunda, Asya bölgesinde çalışan kesimin yaşlı kesime göre fazla olması tasarrufları artıran bir faktör olarak rol oynamaktadır. Çin'de tüketim mallarının yaygın olmaması ve finans sisteminin gelişmemiş olması zorunlu olarak tasarrufların artmasına yol açmaktadır. Öte yandan yüksek petrol fiyatları, Ortadoğu'daki ve diğer petrol üreticisi ülkelerde tasarrufların artmasına yol açmıştır. Gelişmiş ülkelerde ise yüksek büyüme, şirketlerin karlılıklarının artmasına ve bu da şirketlerin tasarruflarının artmasına yol açmaktadır. Bu çerçevede bu fonları değerlendirmek durumunda olan yabancı yatırımcılar, tasarruflarının büyük bir kısmını güvenli olarak görülen ve dünyanın en gelişmiş finans piyasalarına sahip ABD'de değerlendirmeyi tercih etmektedirler. ABD'ye fon girişinin yüksek olması, ABD'de faiz oranlarının düşmesine ve bu çerçevede tüketimin artmasına yol açmaktadır.

Bu çerçevede yabancı yatırımcılar, ABD'nin cari işlemler açığını finanse etmektedirler. Bu görüşe göre ABD'de bütçe açıklarının düşürülmesi, cari işlemler açığının düşmesine yol açmayacaktır. Çünkü sorun dış kaynaklıdır.

Ancak bu görüşe karşı çıkanlar da tüm dünyada tasarruf oranlarının artmadığını savunmaktadırlar. Dünya çapında tasarruf oranlarında son dönemde çok küçük bir artış gerçekleşmiştir. Özellikle gelişmiş ülkelerde tasarruf oranları düşmektedir. Öte yandan şirket tasarruflarının en yüksek olduğu ülke finansman ihtiyacı içinde olan ülke ABD'dir. Diğer taraftan

Roubini (2005), dünyada bir “tasarruf fazlası” değil, yatırım eksikliği çekildiğini savunmaktadır. Öte yandan Roubini, küresel tasarruf fazlası görüşünün öne sürdüğü, tasarrufların ABD’ye yüksek getiriler nedeniyle geldiği görüşüne de karşı çıkarak, son dönemde özel sektör yatırımcılarının özsermaye yatırımlarında net olarak ABD’den fon çıkarttıklarına ve son dönemde Amerika’nın cari işlemler açığının, yabancı Merkez Bankalarının yatırımları çerçevesinde finanse edilebildiğine dikkat çekmektedir.

Diğer taraftan yüksek büyüme hızları olan gelişmekte olan ülkelerin tasarruf oranları daha yüksektir. Finans piyasalarının gelişmiş olması ise, tüketimi artıran bir faktör olarak rol oynamaktadır. Ayrıca nüfus içinde yaşlıların sayısının artması, tasarrufları olumsuz etkilemektedir. Bu çerçevede gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkeler seviyesine yaklaştıkça ve nüfusları yaşlandıkça tasarruf oranlarının düşmesi beklenmelidir.

6. RONALD McKINNON’IN GÖRÜŞLERİ

McKinnon, vergilerdeki indirimin de katkısıyla oluşan bütçe açıklarının önemli bir problem olduğunu ve bu açıkların aynı zamanda cari işlemler açıklarının da nedeni olduğunu savunmaktadır. McKinnon, bu ikiz açıkların sürdürülemeyeceğini ve önemli küresel dengesizlikler yarattığına dikkat çekmektedir. Bu çerçevede küresel dengesizliklerin giderilebilmesi için, ABD’de kamu maliyesinde dengesizliğin düzeltilmesi gerektiğini savunmaktadır. Bu çerçevede dengesizliklerin giderilmesi için kurlardaki bir değişime ihtiyaç kalmayacaktır.

McKinnon, ABD, Japonya, Avrupa gibi belli başlı ülkeler arasında sabit kur rejiminin uygulanması görüşünü dile getirmektedir. McKinnon’a göre, kurlardaki değişiklikler istikrar sağlayıcı olmaktan çok istikrarı bozucu etkide bulunmaktadır. McKinnon, geçmişteki önemli ekonomik problemlerden kur değişikliklerini sorumlu tutmaktadır. Örneğin Japonya ekonomisinin deflasyona girmesinden, yenin 1980’li yılların başında önemli ölçüde değer kazanmasını sorumlu tutmaktadır. Bu çerçevede McKinnon, Çin’in parasının değerlendirilmesine izin vermesi durumunda Japonya’da olduğu gibi deflasyonist bir spirale girebileceğini düşünmektedir.

McKinnon'ın görüşü, ABD ve Asya arasındaki dengesizliklerin giderilmesinde kurlardaki gerçekleşecek bir ayarlamayı hiç öngörmemesi açısından eleştirilmektedir. ABD bütçe açığının azaltılması küresel dengesizliklerin giderilmesi açısından önem taşımakla birlikte, kurlarda da bir düzeltme gerçekleşmesi, birçok ekonomist tarafından zorunlu görülmektedir. Çin'in parasını revalüe etmesi durumunda, deflasyonist spirale girebileceği görüşüne yönelik eleştiri ise, şu anda Çin'de deflasyonist risklerin çok düşük olduğu yönündedir. Öte yandan Roubini (2005), eğer Çin para birimi değer kazanmazsa veya Çin'de enflasyon olmazsa, gerekli düzeltmenin ABD, Avrupa ve Japonya'da fiyatlarda düşüş gerçekleşmesi şeklinde ortaya çıkabileceğini savunmaktadır.

KAYNAKÇA

Backus D., E. Henriksen, F. Lambert, C. Telmer (2006), “Current Account Fact and Fiction”, unpublished manuscript, Stern School of Business, New York University.

Bernanke B., (2005), “The Global Savings Glut and the US Current Account Deficit”, 10 March, Washington D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System.

Blanchard, O., F. Giavazzi, and F. Sa, (2005), “The U.S. Current Account and the Dollar” MIT, January.

Borga, M., D. Yorgason, (2004), “Direct Investment Positions for 2003: Country and Industry Detail”, Survey of Current Business, July 2004.

Brown S., FDIC Outlook (2005), “Two Perspectives on Global Financial Imbalances”, May 2.

Clarida R., (2005), “Japan, China and the US Current Account Deficit”, CATO Journal 25, pp.111-114.

Cooper R., (2004) “America’s Current Account Deficit is not only Sustainable, It is Perfectly Logical Given the World’s Hunger for Investment Returns and Dollar Reserves”, Financial Times, 31 October.

Heribert, D. (2005), “The US Economy and the Sustainability of Bretton Woods II” Journal of Australian Political Economy, No 55, July.

Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2003), “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, NBER Working Paper No. 9971, September.

Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber, (2004a), “The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries”, NBER Working Paper No. 10332, March.

Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber, (2004b), “Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery”, NBER Working Paper No. 10626, July.

Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber, (2004c), “The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap”, NBER WP. No. 10727, September.

Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2004e), “The Revived Bretton Woods System: Alive and Well”, Deutsche Bank, December

Eichengreen, B., (2004), “Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods” NBER Working Paper No. 10497, May.

Eichengreen, B., (2005), “The Blind Men and the Elephant”

Freund, C. (2000), “Current Account Adjustment in Industrialized Countries”, International Finance Discussion Papers” Federal Reserve Board, December.

Garber, P., (2004), “Comment” in C. Fred Bergsten and John Williamson, editors, “Dollar Adjustment: How far? Against what?”, Institute for International Economics.

Goldstein, M and N. Lardy (2004) “What Kind of Landing for the Chinese Economy?,” Policy Briefs in International Economics, No.PB04-7, Institute for International Economics, Washington: DC, November.

Higgins, M. and T. Klitgaard, (2004), “Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets” Current Issues in Economics and Finance, Vol.10. No. 10, September/October, Federal Reserve Bank of New York.

Hubbard G., (2005), “A Paradox of Interest”, Wall Street Journal, 23 June.

Issing, O., (2005), “Adressing Global Imbalances: the role of macroeconomic policy”, Contribution to the Banque de France Symposium on Productivity, Competitiveness and Globalisation, 4 November.

Kim, S. and N. Roubini, (2004), “Twin Deficits or Twin Divergence? Fiscal Policy, The Current Account and the Real Exchange Rate in the U.S.”, unpublished, New York University, June 2004.

Mann, C., (1999), “Is the U.S. Trade Deficit Sustainable?”, Institute for International Economics, Washington, DC, September.

Mann, C., (2003), “The US Current Account, New Economy Services, and Implications for Sustainability”, Institute for International Economics, Washington, DC, August.

McKinnon, R., (2003), “The World Dollar Standard and Globalization, New Rules for the Game”, August, Stanford University.

McKinnon, R. I., (2004), “Government Deficits and The Deindustrialization of America,” The Economists' Voice, Vol. 1. No.3. December.

Obstfeld. M. and K. Rogoff, (2004), “The Unsustainable US Current Account Position Revisited” , NBER Working Paper No. 10869, November.

Özdemir A. K., G.Şahinbeyoğlu, “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, Eylül 2000.

Posen, A., (2004), “Avoiding a Currency War”, The International Economy, Summer 2004.

Prophet, William D, D. Katzive, S. Antczak, (2005), “Foreign Flows: What in the World is Going On?”, UBS Investment Research, January 31.

Milesi-Ferretti, G.M., A. Razin, (1998), "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities", NBER Working Paper No.6620, June.

Rogoff K. (2003) "The Debtor's Empire", Washington Post, October 20.

Rogoff, K. (2004) Bush Throws a Party Foreign Policy, March/April.

Roubini, N. and B. Setser "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances," NYU, August 2004, revised: November 2004 .

Roubini, N. and B. Setser, (2005), "Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006", Prepared for the Symposium on the "Revived Bretton Woods System: A new Paradigm for Asian Development ?" February 2005.

Roubini N., (2005), "Global Imbalances: A contemporary Rashomon Tale with Five Interpretations" unpublished manuscript, New York University.

Summers, L.H. (2004b) "The U.S. Current Account Deficit and the Global Economy", Per Jacobsson Lecture, September.

Tille, C. (2004) "The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance", vol. 9, number 1, January 2003.

Timmer M., Yama G., Ark B., (2003), "IT in the European Union: Driving Productivity Divergence ?" GGDC Research memorandum GD-67, University of Groningen, October.

Truman, E.M (2005) "A Revived Bretton Woods System? Implications for Europe and the United States", prepared for "The Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development" Conference San Francisco, February 4.

Truman, E. M., (2004) "Budget and External Deficits: Not Twins but the Same Family", unpublished manuscript: Federal Reserve Bank Boston, June.

