

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
ULUSLARARASI İKTİSAT BİLİM DALI

**REZERV PARA BİRİMİ OLAN ABD DOLARI'NIN REZERV PARA  
KONUMUNUN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ**

Doktora Tezi

AHMET TURAN ÖZGÜL

İSTANBUL, 2017

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
ULUSLARARASI İKTİSAT BİLİM DALI

**REZERV PARA BİRİMİ OLAN ABD DOLARI'NIN REZERV PARA  
KONUMUNUN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ**

Doktora Tezi

AHMET TURAN ÖZGÜL

Danışman: Prof. Dr. Mehmet Şişman

İSTANBUL, 2017

**MARMARA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ**

**TEZ ONAY BELGESİ**

İKTİSAT Anabilim Dalı ULUSLARARASI İKTİSAT Bilim Dalı DOKTORA  
öğrencisi AHMET TURAN ÖZGÜL'nün REZERV PARA BİRİMİ OLAN ABD DOLARININ  
REZERV PARA KONUMUNUN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ adlı tez çalışması, Enstitümüz  
Yönetim Kurulunun 21.10.2016 tarih ve 2016-38/17 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından  
oy birliği / oy çokluğu ile Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi 6 / 2 / 2017

**Öğretim Üyesi Adı Soyadı**

		İmzası
1.	Tez Danışmanı	Prof. Dr. MEHMET ŞİŞMAN
2.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. NADİR EROĞLU
3.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. KENAN OK
4.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. OSMAN KÜÇÜKAHMETOĞLU
5.	Jüri Üyesi	Yrd. Doç. Dr. DENİZ ŞİŞMAN

## ÖNSÖZ

Tez çalışmasının gerçekleşmesinde,

Bilgi ve tecrübelerini benden esirgemeyen tez danışmanım Sn. Prof. Dr. Mehmet Şişman'a ve jüri üyelerime, tezimin her aşamasında desteklerini ve yardımlarını esirgemeyen müdürüm Sn. Fahriye Kayır'a, şu anda aramızda olmayan fakat bu günlere gelmemde büyük emekleri olan canım anneme, yazım aşamasındaki anlayışı ve sabrı için canım babama teşekkür ederim.

İstanbul, 2017

Ahmet Turan Özgül

## ÖZET

İngiliz Sterlini, I. Dünya savaşına kadar dünyanın geri kalanı tarafından rezerv para birimi olarak kabul görmüştür. I. Dünya savaşının getirmiş olduğu ağır ekonomik şartlar ve savaş sırasında ABD'ye olan bağımlılığın artması, savaş sonrasında İngiliz Sterlini'nin rezerv para birimi olarak hegemonyasını yitirmesine neden olurken, ABD Doları'nın yükselmesini sağlamıştır.

I. Dünya savaşı sonrası ekonomik alanda yaşanan sorunlar II. Dünya savaşına kadar sürmüştür. Mevcut parasal sistem mali ve ticari akımları sağlamada başarısız olunca yeni bir parasal sistemin ortaya çıkmasını mecburi kılmıştır. Dünya arenasına White planı ile çıkan ABD'nin öncülüğünde Bretton Woods sistemi kurulmuştur. ABD Doları rezerv para birimi olarak hegemonyasını bu sistem sayesinde daha da güçlendirmiştir.

Kapitalizm, 1970'li yılların başlarında karşı karşıya kalmış olduğu düşen kar hadleri ve ABD Doları'nın rezerv para birimi olarak yaşamış olduğu sorunlara, finansallaşma ve Petro-Dolar sistemi ile cevap vermiştir. Bu sistemler sayesinde ABD Doları, Bretton Woods sistemi sonrasında kaybetmiş olduğu gücünü bu sayede geri kazanabilmiştir.

Rezerv para birimi olarak ABD Doları, global anlamda yaşanan ekonomik ve politik krizlere karşı güvenli liman olma özelliğini hala korumaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin rezerv biriktirme stratejileri sayesinde bu konumdan en çok yararlanan para birimi olarak hegemonyasını sürdürmektedir.

ABD Doları'nın rezerv para birimi olarak karşı karşıya kalmış olduğu problemler, bu konumunun sorgulanmasına neden olmaktadır. Stratejik olarak ABD Doları'na karşı yeni para birimlerinin ortaya çıkması ve gelecek dönemlerde rezerv para birimi olarak bu para birimlerinin tartışılmaya başlanması normal karşılanmalıdır.

Çalışma sonucunda, tarihsel ve politik perspektif ışığında incelenen ekonomik büyüklük, sermaye hareketlerindeki serbestiyet derecesi, esnek döviz kuru

uygulamaları, makroekonomik politikaların uygulanma biçimi, finansal piyasaların derinliği ve genişliği gibi kriterlerin yanı sıra fx işlemlerinin büyüklüğü, ilgili para biriminin rezerv para olarak tutulma oranları ve ticari işlemlerde kullanılma düzeyleri incelendiğinde, ABD Doları'nın rezerv para birimi olarak hegemonyasının kısa dönemde yıkılma ihtimalinin düşük olduğunu desteklemektedir.

*Anahtar Kelimeler : Rezerv para, Bretton Woods, Finansallaşma*



## **ABSTRACT**

The British pound was accepted as the reserve currency by the rest of the world until the First World war. The heavy economic conditions brought by the First World war and the increasing dependence on USA during the war led to the rise of the US dollar as it caused the British pound to lose its hegemony as reserve currency after the war.

The problems that lived on the economic front after the first world war continued until the second world war. When the existing monetary system fails to provide financial and commercial flows, a new monetary system has to be established. Bretton Woods system was established on the premise of the USA who came out with the White plan around the world. The US dollar has further strengthened its hegemony as a reserve currency through this system.

Capitalism has responded to the problems it faced in the early years of 1970's, such as falling profits, and the fact that the US dollar was assigned as a reserve currency, through its financial and petro – dollar system. In line with these systems the US dollar was able to recover the power that it lost after the Bretton Woods system.

The US dollar as reserve currency remains a safe haven against global economic and political crises. Due to the reserve accumulation strategies of developed and developing countries, it continues its hegemony as the most beneficial currency.

The problems that the US dollar faces as reserve currency cause it to question this position. The emergence of new currencies against the US dollar strategically and the beginning of discussing these currencies as reserve currencies in future periods should be accepted as normal.

The study results show that when the ratio of the holdings of the currency as reserve currency is examined in terms of the economic size examined, the degree of liberalization in capital movements, flexible exchange rate practices, the manner in which macroeconomic policies are implemented, the depth and breadth of financial

markets as well as the size of spot transactions, the low probability of short-term collapse of US dollar hegemony as reserve currency is supported.

*Key words : Reserve Currency, Bretton Woods, Financialization*





# İÇİNDEKİLER

TABLO LİSTESİ.....	xi
ŞEKİL LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR.....	xiv
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	7
1.1 ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ.....	7
1.1.1 Altın Para Dönemi Öncesi Gelişmeler.....	7
1.1.2 Sterlin ve Kırım Savaşı.....	10
1.1.3 Altın Para Dönemi.....	12
1.1.4 FED'in Yaratılma Süreci.....	16
1.1.5 I. Dünya Savaşı ve Sterlin'in Düşüşü.....	19
1.1.6 I. Dünya Savaşı Sonrası Kaotik Para Sistemi.....	27
1.1.7 Bretton Woods Dönemi ABD Ekonomisinin Yükselişi.....	37
1.1.8 White Planı.....	38
1.1.9 Keynes Planı.....	45
İKİNCİ BÖLÜM.....	50
2.1 BRETTON WOODS SİSTEMİ.....	50
2.1.1 Bretton Woods Sistemi'nin Yapısı.....	50
2.1.2 Bretton Woods Sisteminin İşleyişi.....	52
2.1.3 Bretton Woods Sistemi ve ABD.....	54
2.1.4 Bretton Woods Sistemi ve ABD Ekonomik Yapısı.....	57
2.1.5 Bretton Woods Sisteminin Geçerliliğinin İncelenmesi.....	62
2.1.6 ABD Doları ve Global Enflasyon.....	65
2.1.7 Bretton Woods Sisteminin Yıkılma Nedenleri.....	69
2.1.8 Güçlü Dolar Politikası.....	73
2.1.9 Finansallaşma.....	81
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	93
3.1 REZERV PARA BİRİMİ VE ULUSLARARASI FİNANS PİYASALARINDAKİ SON GELİŞMELER.....	93
3.1.1 Rezerv Para.....	93
3.1.2 Rezerv Para Birimi Olmanın Faydaları.....	96
3.1.3 Küresel Finans Krizi ve Dolar.....	108

3.1.4 Güvenli Varlıklara Olan Talep ve ABD Dolarının Ayrıcalıklı Konumu.....	114
3.1.5 ABD Ekonomisinin Borç Yapısı ve Doların Konumu .....	122
3.1.6 Gelişmekte Olan Ülkelerin Döviz Rezervi Biriktirme Stratejisi .....	129
3.1.7 Kur Savaşları.....	134
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM .....	141
4.1 ABD DOLARI’NIN REZERV PARA OLARAK AYRICALIKLI KONUMU	141
4.1.1 Global Döviz Rezervleri ve Doların Payı .....	141
4.1.2 Toplam FX İşlem Hacimleri ve Doların Egemenliği.....	146
4.1.3 SWIFT Sistemi ve Doların Egemenliği .....	150
4.1.4 Uluslararası Borç Piyasaları ve ABD Doların’ın Payı.....	153
4.1.5 Uluslararası Ticari İşlemlerde Petrol Örneğiyle Dolar .....	158
BEŞİNCİ BÖLÜM .....	164
5.1 REZERV PARA BİRİMİ ÇEKİŞMESİ .....	164
5.1.1 Çin Yuan’ının Uluslararası Piyasalardaki Yükselişi .....	164
5.1.2 ABD Dolar’ına Rakip Olarak Euro’nun Geleceği .....	171
5.1.3 Altının Rezerv Para Olarak Konumu .....	176
5.1.4 Elektronik Para Birimi Olarak Bitcoin .....	180
5.1.5 Rezerv Para Olarak Tek Dünya Parası .....	184
5.1.6 II. Bretton Woods Işığında ABD Hegemonyası .....	188
5.1.7 Uluslararası Parasal Sistemde Gelişmekte Olan Ülkeler .....	191
SONUÇ .....	198
KAYNAKÇA.....	204

## TABLO LİSTESİ

<b>Tablo 1.1:</b> Kişi Başına GSYH Büyüme Oranları (1000-2001).....	14
<b>Tablo 1.2:</b> İngiltere'nin Yıllar İtibariyle Toplam Dış Borç Stoku .....	24
<b>Tablo 2.1:</b> Uluslararası Rezervlerin Artışı (1967-1978).....	66
<b>Tablo 2.2:</b> ABD Ödemeler Dengesi (1967-1977) (Milyon Us Dolar).....	67
<b>Tablo 3.1:</b> 2014- Nisan-2015 Nisan Arasında Reel Efektif Döviz Kurlarında Meydana Gelen Değişim(%) .....	105
<b>Tablo 3.2:</b> ABD Hazine Kağıtlarının Tahmini Sahipliği .....	124
<b>Tablo 3.3:</b> ABD Hazine Kağıtlarının Yabancı Ülkeler Tarafından Tutulan Değeri (Milyar \$).....	124
<b>Tablo 4.1:</b> İngiltere Döviz Piyasası Günlük İşlem Hacmi Döviz Cinsi Bakımından (%).....	149
<b>Tablo 5.1:</b> Varlıklar, Yükümlülükler ve Net Dış Varlıklar.....	195

## ŞEKİL LİSTESİ

<b>Şekil 1.1:</b> Küresel Yabancı Borç Miktarı'nın Kurlar İçindeki % Payları .....	25
<b>Şekil 1.2:</b> 1923 Yılı Weimar Dönemi Toptan Fiyat Endeksi .....	28
<b>Şekil 2.1:</b> Sermaye Piyasası Kapitalizasyon Oranı/GSYH .....	85
<b>Şekil 2.2:</b> ABD'de Finansal Varlıkların Büyüme Oranı (1952-2015).....	86
<b>Şekil 2.3:</b> ABD'de Kar Oranlarındaki Büyüme/GSYH.....	87
<b>Şekil 3.1:</b> ABD'nin Rezerv Para Statüsü Nedeniyle Kazanmış Olduğu Net Kazanç Milyar \$.....	102
<b>Şekil 3.2:</b> Yabancı Yatırımcıların ABD Kağıtlarını Almasının ABD Borçlanmasına Etkisi .....	103
<b>Şekil 3.3:</b> ABD Reel Efektif Döviz Kuru- ABD İhracatı Arasındaki İlişki.....	107
<b>Şekil 3.4:</b> ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi .....	112
<b>Şekil 3.5:</b> Ekim 2008-Aralık 2011 Yatırımcıların Varlık Tercihleri.....	120
<b>Şekil 3.6:</b> ABD Toplam Yükümlükleri ve Varlıkları (2007:IV-2015:II).....	128
<b>Şekil 4.1:</b> Döviz Rezervlerinin Para Cinsine Göre Dağılımı- 2015-3. Çeyrek(%) .....	145
<b>Şekil 4.2:</b> Döviz İşlem Hacimleri Günlük Net-Net Ortalamaları (%).....	148
<b>Şekil 4.3:</b> Döviz Cinsi olarak İşlemlerin Değerleri (%).....	152
<b>Şekil 4.4:</b> Uluslararası Borçlanma miktarlarının Döviz Cinsinden Dağılımı (%).....	155
<b>Şekil 4.5:</b> Gelişmekte olan Ülkeler Tarafından Yabancı Para Cinsinden Borçlanma..	157
<b>Şekil 4.6:</b> Avrupa Ülkelerinin Para Cinsinden Petrol İthalatı % .....	162
<b>Şekil 4.7:</b> Avrupa Ülkelerinin Para Cinsinden Petrol İthalatı 2012 Yılı %.....	163
<b>Şekil 5.1:</b> USD/CNY Döviz Kuru Paritesi (1997-2016) .....	166
<b>Şekil 5.2:</b> Ülkeler Bazında Altın Rezervleri (2016).....	178

<b>Şekil 5.3:</b> BTC(Bitcoin)/USD Paritesi .....	182
<b>Şekil 5.4:</b> Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Borç (Milyar USD) .....	193
<b>Şekil 5.5:</b> Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Varlıklar/GSYH.....	196



## KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası
BW	: Bretton Woods
CHF	: İsviçre Frangı
CNY	: Çin Yuan Onshore
CHN	: Çin Yuan Ofshore
COFER	: Döviz Rezervi Dağılımı
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
EUR	: Euro
FED	: Amerika Merkez Bankası
FEER	: Temel Denge Döviz Kuru
GBP	: İngiliz Sterlini
IMF	: Uluslararası Para Fonu
LCR	: Likidite Yeterlilik Oranı
NATO	: Kuzey Atlantik Antlaşması Örgütü
SEK	: İsveç Kronu
SDR	: Özel Çekme Hakkı
S&P	: Standart and Poor's
SWIFT	: Dünya Bankalararası Finansal İletişim Topluluğu
JPY	: Japon Yeni
USD	: Amerikan Doları

# GİRİŞ

ABD'nin gerek I. Dünya savaşı gerekse de II. Dünya savaşı sonrasında hem politik hem de ekonomik olarak global anlamda yükselen bir güç olmaya başlaması, beraberinde para birimi olan Doları da dünya sahnesinde en önemli konuma taşımıştır.

II. Dünya savaşı sonrasında büyük güçlerin ekonomilerinin yarısından fazlasının hammadde tedarikini kabaca ABD karşılamıştır. Hem gelişme yolunda hem de gelişmiş ekonomilerin yerle bir olan ekonomik yapılarının yeniden toparlanabilmesi adına, ABD en büyük ticari kreditor konumunu üstlenmiştir. Hem ihracat hem de ithalat ABD Doları cinsinden yapılmıştır.

ABD ekonomisi çoğu ülkenin en büyük yabancı sermaye kaynağını oluşturduğu için uluslararası finansal piyasalarda tüm işlemler ABD Doları cinsinden tanımlanmakta bu da ABD'nin hem politik hem de ekonomik olarak üstünlüğünü pekiştirmektedir.

ABD'nin hegemonyası altında devam eden uluslararası ekonomik ilişkiler diğer ülke Merkez bankalarını da cesaretlendirerek istikrarlarını ABD Dolarına göre değerlendirmeye karar vermelerine ve herhangi bir olumsuz durumda müdahale için kasalarında ABD Doları biriktirmeye başlamışlardır.

ABD'nin sahip olduğu ekonomik üstünlük yeni rakiplerinin ortaya çıkmasıyla birlikte sorgulanmaya başlarken, eskiden yakalamış olduğu bu başarının devamının gelip gelemeyeceği, hem politikacılar hem de ekonomistler tarafından daha yoğun tartışılır olmuştur.

Kapitalizmin hegemonyası altında son yüzyılda yaşanan ekonomik krizler, ABD Dolarının gücünün ve egemenliğinin yavaş yavaş sorgulanmaya başlamasına neden olmakla birlikte, ABD'nin 50 yıl öncesine göre hegemon özelliğini kaybetmesinin çok yakında olacağını düşünenlerin tezlerini güçlendirmede etkili olmuştur.

ABD'nin içinde bulunmuş olduğu bu çerçevede, bazı gerçekleri gözden kaçırmamak gerekmektedir. Özellikle diğer ekonomilerin gelişimi bir tarafa itilmemelidir. İlk olarak Avrupa daha sonra Japonya ve Çin ve Hindistan gibi gelişmekte olan ülkeler özellikle ABD ile aralarındaki kişi başına düşen gelir farkını kapatarak ekonomi sahnesinde rol almaya başlamışlardır.

20.yy'ın sonları ve 21.yy başlarında ekonomik, politik, kültürel ve teknolojik anlamda meydana gelen yenilikler bu ülkelerin ABD gibi gelişmiş bir ekonomiyi yakalamasında başarılı sayılabilecek hareketlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Tüm bu gelişmelerin ışığında ABD'nin 50 yıl öncesine nazaran uluslararası finansal işlemlerden aldığı payda azalma olması, onun hegemon rolünde meydana gelen azalmadan değil, diğer ülkelerin yakalamış oldukları yakınsama hareketinden meydana gelmektedir.

ABD Doları, hem ülke içinde ihraçlarda hem de dünya genelinde özel sektör borçlanmalarında hala dünyada birinci sıradaki yerini korumaktadır. Dolar dünya genelinde kar payları dağıtımından, ülkeler arasındaki swap işlemlerine kadar hegemon para özelliğini korumaktadır.

ABD Dolarının hane halkları, firmalar, özel sektör şirketleri ve ülkelerin Merkez bankaları tarafından rezerv para olarak kabul görmesi, ABD ekonomisine ciddi faydalar sağlamaktadır. ABD, rezerv para birimi olması nedeniyle inanılmaz boyutlarda senyoraj gelirini kasasına koyarken, bunu çok ufak bir maliyetle gerçekleştirmektedir. ABD Doları ekonomik gücünü pekiştirmekle birlikte, hem özel sektör şirketlerinin hem de hükümetinin uluslararası finansal piyasalarda sahip olduğu ekonomik egemenliğin etkisiyle düşük faizlerle borçlanma imkanına kavuşmuştur.

Rezerv Para birimi olarak Dolar sadece nakit olarak tüm dünya tarafından rağbet görmekle birlikte, ABD Doları cinsinden kağıtlar da bankalar ve özel sektör şirketleri tarafından dünya genelinde çok ciddi boyutlarda talep görmektedir. Özellikle ticari işlemlerde, uluslararası ödeme işlemlerinde hesap birimi olarak Dolar hegemonyasını sürdürmektedir.



ABD ekonomisinin iki büyük savaştan çok başarılı bir şekilde çıkıp, uygulamış olduğu hem politik hem de ekonomik stratejileri sayesinde, diğer ülkelerin yakalamakta zorlanacağı hayat standartlarına ulaşmış ve tüm dünyaya egemen olan çokuluslu şirketleriyle ciddi başarılar elde etmiştir.

Dünya genelinde ABD'ye yönelik özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından da ciddi eleştiriler gelmektedir. Ekonomilerinin büyüyüp genişlemesi olgusu, beraberinde ABD Dolarının da rezerv olarak artırılması zorunluluğunu beraberinde getirdiğinden, kendilerinin zor bir durumda olduklarını, dolaylı olarak ABD'yi düşük faiz oranlarıyla finanse ettiklerinden şikayet etmektedirler.

Bretton Woods sonrası sistem genelinde Doların ayrıcalıklı konumu diğer ülkeleri mecburen bu rezerv para birimini biriktirmeye, uluslararası işlemlerde, ticari işlemlerde, ödeme işlemlerinde kullanmaya zorunlu kalmıştır. Bu durumun kolay kolay değiştirilemeyeceği de çok açıktır.

ABD'nin finansal pozisyonuna bakıldığında zaman borçlanmalarını kendi para biriminden yaparken yabancı yatırımlarını genel olarak Dolar haricindeki para birimlerini tercih ederek yapmaktadır. Bu da ABD'ye ciddi boyutlarda fayda sağlamaktadır. Doların değer kaybı ABD dış pozisyonuna inanılmaz fayda getirirken, ülkesinin dış dünyaya olan borçluluk oranını dengeleme yönünde katkı sağlamaktadır.

2008 Global finans krizi esnasında, likidite koşullarının bozulması güvenli liman olarak ABD'nin yeniden ön plana çıkmasına inanılmaz boyutlarda likiditenin ABD'ye akmasına, bunun da faizleri ciddi oranda düşürüp, hem özel sektör şirketlerinin hem de federal hükümetin bu düşük faiz oranlarından kendilerini finanse edebilmesine olanak vermiştir.

Bir para birimini rezerv para olarak değerlendirirken o ülkenin sadece ekonomik yönden değil, aynı zamanda politik olarak da değerlendirilmesi gerektiği ve bu iki olgunun birbirini tamamlayıcı yönde etki yaptığı unutulmamalıdır. Finansal durumu iyi olan bir ülkenin jeopolitik gücü de güçlü olmakta, bu da onu güçlü ordulara sahip bir konuma sokmaktadır.

ABD'nin ekonomik büyüklüğü, büyüme başarısı, sermaye piyasalarının gelişmişliği ve finansal piyasalarında boy gösteren başarılı kurumları hem gelişmiş ülkeler, hem de gelişmekte olan ülkeler tarafından hala en çok tercih edilen para birimine sahip olmasına neden olmaktadır.

İngiltere; I. Dünya savaşına kadar hem ekonomik hem de politik anlamda dünyanın önde gelen hegemon gücüyken, savaş sonrası artan borçları ve ABD tarafından finanse edilmek zorunda kalması, onun rezerv para birimi olarak yerini ABD Dolarına bırakmasına neden olmuştur.

1920'li yıllara kadar Sterlin rezerv para birimi olarak kullanılırken ve İngiltere'nin ekonomik, askeri ve politik gücü zirve noktalarındayken İngiltere'nin içine girmiş olduğu savaş karşısında yaşamış olduğu güçlükler, ABD'nin İngiltere'yi finanse etmesi ve ABD tarafından Merkez bankası'nın kurulması tarihi dönüm noktalarından bazıları olmuş ve ABD Dolarının kaderini tayin etmiştir.

Bütün bu gelişmelerin ışığında ABD Dolarına günümüzde yeni rakipler ortaya çıkmıştır. Çin para birimi Yuan bu rakipler arasında en dikkat çekici ülke konumundadır. Çin ekonomisinin devasa boyutlardaki büyüklüğü, başarılı ve stabil büyüme rakamlarına rağmen uluslararası arenada Dolar kadar kullanılmaması, hükümet ve kurumlarının korumacı yapısı, sermaye piyasalarında meydana gelen katılıklar da Yuan'ın rakip olabilme ihtimalini ortadan kaldırmaktadır.

Genel anlamıyla bakıldığında ABD Dolarının günümüzde rezerv para olarak statüsünü ve gücünü kaybettiği yönünde yapılan çalışmalar gerçeği tam anlamıyla yansıtmamaktadır. ABD ve ekonomisinin bazı problemleri olduğu yadsınamaz boyutlarda olması, rakiplerinin de çıkacağına kanıttır.

Avrupa Bölgesi ve Euro da günümüzde ABD Dolarına rakip olarak değerlendirilmekte olup, özellikle 2010 yılında meydana gelen Euro bölgesi krizi ülkelerin homojen yapıda olmamaları, hızlı şekilde aksiyon almada yaşanan güçlükler, Avrupa ekonomilerinin farklı yapısal sıkıntıları da Euro'nun ABD Doları karşısında rakip olarak baş edemeyeceğinin göstergesi durumundadır.

Yuan ve Euronun Dolara karşı rakip olamama durumları yeni rakiplerin gündeme gelmesine neden olmaktadır. Özellikle Altın, Bitcoin gibi para birimleri ön plana çıkmakla birlikte, tam anlamıyla fatura ve ticari işlemlerde hesap birimi olarak kullanılmamaları, özellikle de finansal işlemlerde olmaması ne hükümetler ne de Merkez bankaları tarafından tercih edilmemesine neden olmaktadır.

Bu tezin amacı, ABD Dolarının I. Dünya savaşı sonrasında elde etmiş olduğu rezerv para statüsünü tartışmaya açarak, hegemon rolünü gelecek dönemlerde de sürdürebilme olasılığı üzerine bir sonuca ulaşmaktır.

Tezin hipotezi, ABD ekonomisi ve ABD Dolarının yaşamış olduğu krizler ve karşısında, rakip olarak yükselen yeni para birimlerine rağmen, ekonomik ve politik olarak atmış olduğu başarılı adımlar neticesinde, rezerv para konumunu güçlendirerek sürdüreceğidir.

Tezin birinci bölümünde; Uluslararası para sistemi tarihi açıdan ele alınmaktadır. İngiltere'nin hegemon gücü ve dönemin rezerv para birimi olan Sterlinin düşüş nedenleri üzerinde durulmaktadır. Sterlin ve ABD Doları arasında yaşanan rezerv para çekişmesi detaylı olarak araştırılmakla birlikte, ABD'nin ve para birimi olan Doların hegemon olma yolunda atmış olduğu adımlar ekonomik ve politik açıdan detaylı olarak incelenmektedir.

Tezin ikinci bölümünde; Bretton Woods sisteminin tarihi açıdan gelişimi incelenmektedir. Bretton Woods sisteminin ABD ekonomisine ve para birimine getirmiş olduğu avantajlar detaylı olarak vurgulanarak, Uluslararası parasal sistemin ABD Doları hegemonyasına yönelik olarak nasıl düzenlendiği araştırılmaktadır. Finansallaşma olgusunun ortaya çıkış nedenleri detaylı olarak incelenerek, Kapitalizmin özellikle 1970'li yıllarda karşı karşıya kaldığı; düşen kar hadleri oranları sonucunda tepki olarak ortaya çıkan finansallaşma terimi ve finansallaşmanın dünya ekonomisi üzerindeki etkisi üzerinde durulmaktadır.

Tezin üçüncü bölümünde; Rezerv para birimi kavramının tarihsel açıdan literatürdeki yeri üzerinde durulmaktadır. Bu bölümde rezerv para birimi olma kriterlerinin neler olması gerektiği araştırılarak, rezerv para birimi olmanın ilgili ülkeye

ne gibi fayda ve zararları olduğundan söz edilmektedir. Küresel finans krizi incelenerek, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yaşanan krizlere karşı kendilerini hangi yollarla koruma yoluna gittikleri detaylı olarak araştırılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin döviz biriktirme stratejileri ve kur savaşları olgusu detaylı olarak incelenmektedir.

Tezin dördüncü bölümünde; ABD Dolarının rezerv para birimi olarak ayrıcalıklı konumu incelenmektedir. Merkez bankalarının döviz rezervlerini hangi para biriminde ve nasıl değerlendirdikleri üzerinde durulmaktadır. Aynı zamanda döviz alım-satım işlem hacimleri, Uluslararası borçlanma piyasaları, Swift deme işlemleri ve Petro-dolar sistemi işığında emtia piyasalarında Doların hegemonyası incelenmektedir.

Tezin beşinci bölümünde; ABD Dolarının hegemon güç olma yolundaki güncel konumu değerlendirilerek, rezerv para birimi olarak karşısındaki rakipleri detaylı olarak incelenmektedir. Bu bölümde ayrıca II. Bretton Woods sistemi, rezerv para birimi olarak tek dünya parasının olabilme ihtimalleri üzerinde durularak, gelişmekte olan ülkelerin Dolara olan bağımlılıkları vurgulanmaktadır.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## 1.1 ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ

### 1.1.1 Altın Para Dönemi Öncesi Gelişmeler

Batı Avrupa'da özellikle ticaret ve ekonomik gelişmelerin öncülüğünü yapmış uluslar, dönemin en parlak devleti olan Venedik ile ticari ilişkilere girmiş ve kuzey İtalya'ya zenginliklerini aktararak İstanbul'a rakip olacak düzeye getirmişlerdir. Venedikliler 11. Yüzyılda Bizans İmparatorluğunun zayıflamaya başladığı dönemde Batı Avrupalılar, Araplarla ve Bizanslılarla Haçlı seferleri boyunca yakın ilişkiye girmişlerdir. Venedik Papa ile ittifaka girerek Bizans hükümdarlığını yıkma girişiminde bulunmuş ve mal, hizmet ve değerli madenlerin transferi konusunda Bizans hegemonyasını kırarak kendisini bir aktarım merkezi haline dönüştürmüştür.

Venedik ticaretin, bankacılığın ve paranın merkezi olmaya başlarken, Bizansın bilgi ve tecrübesini de kendisine aktarmayı başarmıştır. 1135 yılında modern bankacılığın ilk örneği resmi olarak Venedik'te kurulmuştur. 1284 yılında ilk altın sikke piyasaya sürülmüş adı da **Ducat** olmuştur<sup>1</sup>. Bu para Avrupa'da gelecek 500 yıl boyunca kullanılmıştır. Venedik'in zenginliği ve kendine has güçleri hızlıca batıya doğru yayılmaya başlamıştır. Cenova, Floransa ve Milan büyük finansal, ticari ve imalat sanayi merkezleri olarak adlandırılmaya başlanmıştır. Medici ailesi dönemin en büyük bankacılık ailesi olarak ortaya çıkmıştır.

İtalyanlar özellikle bankacılık alanında Kuzey Avrupa'ya yayılmaya başlamış, büyük imalat sanayi merkezleri olan Yorkshire ve Antwerp gibi yerler 16.yy'da ticaretin merkezi konumuna oturmuşlardır. Özellikle Londra'daki Lombard Street finans alanında kendini diğer merkezlerden ayırt edilebilir noktaya getirmiştir.

---

<sup>1</sup>Kenneth N. Matziorinis, A Brief History of the International Monetary System, 2006, [http://www.canbekeconomics.com/research\\_papers/A\\_Brief\\_History\\_of\\_the\\_International\\_Monetary\\_System.pdf](http://www.canbekeconomics.com/research_papers/A_Brief_History_of_the_International_Monetary_System.pdf), (10 Aralık 2014), s.8.

Goldsmith'ler Avrupa'da yeni bankacılar olarak gözükmeye başlamış çünkü uzmanlıkları ve kambiyo senetleri alanındaki tecrübeleri onları bir adım öne çıkarmıştır. Piyasalar daha karmaşıklaştıkça yeni bir para birimi ve para politikasına ihtiyacı da beraberinde getirmiştir. Bununla birlikte merkez bankaları kurulmuştur. 1674 yılında İsveç Merkez Bankası, 1694 yılında ise İngiltere Merkez bankası kurulmuştur.

1648 yılında yüzyıllar boyunca devam eden savaşların sonunu belirleyen Westphalia anlaşması büyük bir dönüm noktası olmuş, Monarşilerin kendi sınırları üzerindeki güçlerini bitirerek, ulus devletlerin yükselişinin önünü açmıştır. Güç kralların önderliğinde feodal sistemden homojen kurallarla yönetilen, bir ulus devletin diğerine karşı rekabet halinde olduğu sisteme doğru kaymaya başlamıştır. Ulus devletlerin Altın ve değerli madenleri biriktirme süreci dönemin en belirgin politik ve ekonomik anlayışı olmuştur.

Ulus devletlerin politik ve ekonomik güçlerini egemen kılmaları yeni dünya'nın keşfini ve kolonileşmeyi de beraberinde getirmiştir. Çünkü altın arzı sınırlıydı, eğer onu yağmalama yolunu seçmiyorsa ülkeler, işgal yoluyla veya ticaret yoluyla kazanabilmekteydi. Ulus devletin aynı zamanda bir diğer politikası korumacılıktı. Ülkeye değerli madenlerin girişinin önünü açıp, ithalatı yasaklanmaktaydı. Bu da dönemin ekonomi politikası olarak **Merkantilizm** diye adlandırılmaktaydı.

Merkantilist düşünceler 16.yy ve 17.yy boyunca dönemin hakim ekonomik ideolojisi olarak benimsenmiştir. Özellikle İngiltere ve Fransa bu ideolojinin başını çekmişlerdir. İngiltere ekonomisi merkantilist politikalar sayesinde ekonomik gücünü inanılmaz şekilde artırmıştır. Dönem boyunca Fransa Avrupa kıtasında bir güç iken, İngiltere deniz aşırı ve uluslararası ticaret arenasında bir güç olmuştur. Aynı zamanda bu dönemde Fransa daha mutlakiyetçi bir politik yapıya sahipken, İngiltere'de Kral'ın yetkileri demokratik reformlarla ve merkantalist sınıfın yükselişiyle daraltılmıştı. Aynı zamanda Fransa 1789 devrimiyle bir kaos ortamı ve Napolyon Savaşları ile boğuşurken, Napolyon savaşlarının sonucunda, 1815 Waterloo galibiyetiyle İngiltere dönemin ekonomik ve politik süper gücü olarak dünya arenasındaki yerini almıştır.

İngiltere'nin politik istikrarı, demokratik reformlarla perçinlenmiş bireysel özgürlük ve düşüncelerin önü açılmış ve dünyanın geri kalanına karşı açık bir ekonomi politikası izlenmiştir. Öyle ki İngiltere, 2000 yıl öncesinin Yunanistan'ı kadar görkemli ve büyük bir hegemon olarak adlandırılmaya başlanmıştır. İngiltere'yi böylesine büyük ve görkemli kılan bir diğer özellik de, dinin ülke içindeki konumudur. Daha reformist bir kiliseye dayanan İngiltere'yi diğer ülkelerden öne çıkaran ve hegemonyasını taçlandıran diğer bir unsuru ise uluslararası para sistemini altın standardı olarak şekillendirmesinde aramak gereklidir.

İngiltere'nin özellikle denize kıyısının olması ve sanayi, ticaret alanında çok geniş bir ağa sahip olması ve geniş kolonileri aracılığıyla büyüttüğü ticaret ağı onu çok avantajlı bir konuma getirmiştir.

İngiltere'nin kaderini değiştiren en önemli olaylardan birisi, 1776 yılında gerçekleştirmiş olduğu Sanayi Devrimidir.<sup>2</sup> Ülke ekonomisi adım adım dönüşüm yaşayarak İmalat sanayi ve finans merkezi haline gelmiş, teknolojik, yenilik, teknik ilerleme, verimlilik artışı nüfusun büyümesi ve ekonomik gelişme Dünya'nın süper gücünü yaratmıştır.

İngiltere yalnızca teknoloji ve imalat sanayi alanında dünyanın en ileri ülkesi olmamış, aynı zamanda bilim alanında da dünyanın en yenilikçi ülkesi olmuştur. Sir Isaac Newton ve Charles Darwin gibi bilim adamları önemli katkılarda bulunurken, aynı zamanda ekonomi bilimine yeni katkılar da İngiltere tarafından gelmiştir. Ekonomi alanında katkı sağlayan ve daha sonraları dünyanın ekonomik sistemine katkı sağlayan önemli isimler arasında David Hume (1711-1776), Adam Smith (1723-1790) ve David Ricardo (1772-1823) yerini almıştır.

İngiltere Hükümeti Sir Robert Peel yönetiminde serbest ticareti ve ülke içinde rekabeti artırabilmek adına radikal bir karar alarak bütün gözleri üzerine çekmiştir. 1815 yılında yürürlüğe giren ve yerli tahıl üreticilerini korumak adına, tahıl ithalatına yüksek gümrük vergileri koymayı taahhüt eden tahıl yasaları, 1840 yılında kaldırılmıştır. Bu da

---

<sup>2</sup> Clark Gregory, "Coal and the Industrial Revolution, 1700-1869", [http://gpih.ucdavis.edu/files/Clark\\_Jacks.pdf](http://gpih.ucdavis.edu/files/Clark_Jacks.pdf), s.9. (02.11.2016)

ülke içinde tahıl fiyatının daha da düşerek ortalama ücret ile çalışan işçilerin yaşam maliyetlerini düşürmüş, ülkeyi dışarıya karşı daha açık yaparak, finansal sistemin daha da gelişmesine imkan tanımıştır.

1860-1914 yılları arasında gerçekleşen dünya ticaret hacminin %60'ı sterlin cinsinden faturalanmaktaydı<sup>3</sup>. İngiltere dünyanın en büyük ticaret hacmine sahip ülkesiydi. Global anlamda ticareti gerçekleştirilen pamuk, kumaş, demir gibi ürünlerin ticareti ile uğraşanlar sterlin için mücadele etmekteydiler. Bunlar bu ticareti gerçekleştirirken aynı zamanda paralarını da Londra'ya yatırmaktaydılar. Bu İngiltere'nin finansal anlamda lider ülke konumunu daha da artırmıştır. Aynı zamanda İngiltere'nin emperyal gücü sterlinin statüsünü daha da güçlendirmiştir. 18.yy'ın başlarında İngiltere, kolonilerinde finansal kurumlarının ağırlığıyla ve banka şubeleri yoluyla çoktan hegemonyasını egemen kılmıştı. Aynı zamanda yabancı yatırımcılar açısından da Londra'da piyasalar çok likit ve derindi. Çoğu gelişmiş ülke kendi ekonomik politikalarını sterlin üzerinden oluşturmuş, hatta piyasalara müdahale de bile sterlini kullanmaktan çekinmemişlerdir.

### 1.1.2 Sterlin ve Kırım Savaşı

İngiltere ekonomisinin ve sterlinin I. Dünya savaşı sonuna kadar dünya tarafından hegemon olarak kabul edilmesinde; demokratik yapısı, özgürlükçü bireyleri, teknolojik yeniliklerin önünü açıp, serbest piyasa ekonomisini ve politikalarını benimsemesinin yanında, güçlü ordusunun savaşlarda aldığı başarıları göz ardı etmemek lazımdır. Kırım savaşı günleri özellikle sterlin para biriminin altın çağını yaşadığı dönemdir. Kırım savaşı başlamadan önce İngiltere hem finansal hem de sanayileşme alanında dünyanın hegemon ülkesi konumundaydı<sup>4</sup>. 1850'li yıllarda İngiliz mallarına olan talepte artış yaşanmaktaydı. 1848 yılında İngiliz ekonomisinin ihracat değeri £53 milyon olarak hesaplanmaktaydı. Aradan geçen dokuz yılın ardından 1857

<sup>3</sup> Barry Eichgreen, "Sterling's Past, Dollar's Future", NBER, 2005, No.11336, <http://www.nber.org/papers/w11336.pdf>, (14 Aralık 2014), s.7.

<sup>4</sup> Knorr Klaus Eugen, **The Power Of Nations**, 1. Basım, New York: Basic Books, 1975, s.35.



yılında bu rakam çift hanelere çıkarak £122 milyon olmuştur<sup>5</sup>. İngiltere'nin ihracat rakamları artarken, 1848 yılında Kaliforniya ve 1851 Avustralya altın keşiflerinden en üst düzeyde karlı çıkan ülke konumuna geliyordu. Çünkü burada keşfedilen altınlar hızlıca dönemin güvenli limanı olan İngiltere'ye girmekteydi. İngiltere dönemin dağıtım merkezi konumuna geliyordu.

İngiltere'nin güvenli liman konumu ve finansal merkezi avantajı kendisine iki alanda önemli katkılar sağlamıştır. İlk olarak ülkelerin çoğu İngiltere ile ticaret yapmak zorundaydı. Bu da Sterlin ile ticaret yapmak zorunda olan ülkelerin ticaret hacimlerinde sterlin kullanımını artırmıştır. Bu da sterlini rezerv para birimi olarak en üst düzeye çıkarmıştır. İkinci olarak bu para biriminin kullanımının zorunluluğunu gören diğer ülkeler sterlin biriktirme yolunda önemli adımlar atmış, zor durumlarda ve savaşlarda ihtiyaç duyulacağı beklentisiyle rezerv para birimi olması yönünde katkıda bulunmuşlardır.

Kırım savaşı boyunca savaşa dahil olan ülkeler girdilerinin çoğunu İngiltere'den talep etmişlerdir. İngiltere ise et ve yem ihtiyacını Osmanlı Devleti'nden, paralı askerleri ise Sardinya Adası'ndan karşılamaktaydı. İngiltere bu ihtiyaçlarını karşılarken kendi para birimi olan sterlini verirken, ihracatçı ülkeler de kendi para birimi karşılığında Sterlini almaktaydı. Yalnız İngiliz sterlininin rezerv para konumunu Osmanlı Devleti kabul etmiş ve ödemenin Lira yerine Sterlin olarak ödeme yapılmasına razı olmuştur. İngiltere bununla kalmayıp Osmanlı Devleti'ne £5 milyon borç vererek savaş boyunca pamuk ve diğer malları tedarik etmesini sağlamıştır<sup>6</sup>.

İngiltere aynı zamanda paralı askerlerine, ne İsviçre Frangı ne de Prusya Thaler'ı ile ödeme yapmıştır. Bu ödemeleri de yaparken sterlini kullanmıştır. İngiltere İsviçre ve Almanya'dan günde £1 Sterlin'e ücretli askerlik yapacak gönüllüler talep etmiş ve bunları savaşta kullanmıştır. Kırım savaşı zamanında Avusturya'nın İtalya'nın kuzey kasabesindeki Lombardy bölgesini ele geçirmesi, Sardunya'yı harekete

<sup>5</sup> R. T. Hughes, "Fluctuations in Trade, Industry and Finance: A Study of British Economic Development, 1850-1860", The Economic Journal, Vol. 71, No. 281, <http://www.jstor.org/stable/2228232> (20 Ocak 2015) S.4.

<sup>6</sup> Rossella Capella, "Economic Statecraft and Power Redistribution during Wartime: Lessons from the Sterling Era and the Future of America's Military Might" The Research in American & Comparative (RAC), <http://www.bu.edu/polisci/files/2014/03/CAPPELLA-Economic-Statecraft-and-Power-Redistribution-during-Wartime.pdf>, (21 Ocak 2015), s.15

geçirmiştir. Savaşı finanse edebilmek adına İngiltere'nin kapısını çalan Avusturya, 26 Ocak 1855'te, İngiltere'den £1.000,000 borç almış ve alınan borcun yarısının 6 ay sonra %4 faiz oranı üzerinden ödenmesi koşuluyla anlaşmaya varılmıştır.<sup>7</sup>

Kırım savaşı İngiltere'yi ve para birimini rezerv para statüsü olmak konusunda perçinlerken, hem savaş borçlarının hem de paralı askerlerin ve ithalat ödemelerinin sterlin üzerinden yapılması ülkeyi bir adım daha öne çıkarmıştır. Bu durum aynı zamanda diğer ülkelerin ödemeler bilançosunda ciddi problemler yaratırken, İngiltere ekonomisi ve ödemeler bilançosu üzerinde olumsuz bir tablo yaratmamıştır.

### 1.1.3 Altın Para Dönemi

Altın Lydia kralı Croseus'un tahta çıkış zamanı olan 6.yy dan beri uluslararası bir para birimi olarak kullanılmıştır. Öyle ki altına dayalı kağıt para birimleri sabit kur uygulanmak koşuluyla 1717 yılında İngiltere tarafından yürürlüğe sokulmuştur. Bu tür uygulamalar ve değişik formları 1931 yılına kadar uygulanmaya devam etmiştir. Birinci Dünya savaşı'nın başlangıcına kadar kesintisiz olarak altın standardı uygulanmıştır. Klasik altın standardı dediğimiz sistem 1870 yılından 1914 yılına kadar işlerliliğini korumuş ve altın çağını yaşamıştır. Hemen hemen hiçbir enflasyon baskısının olmadığı bir dönem olmuştur.<sup>8</sup>

Klasik altın para döneminde, iyi huylu olarak adlandırılan, deflasyon gelişmiş bir çok ülkede egemen olmuştur. Bu durum teknolojik gelişmelerin artmasını ve beraberinde verimlilik artışı ile hayat standartlarında ciddi iyileşmeler sağlamış, bunu da yaparken işsizlik oranlarını yükseltmemiştir.

Altın para dönemi aynı zamanda küreselleşmenin ve onun bazı karakteristik özelliklerinin gün yüzüne çıktığı bir dönem olmuş, 1989 yılında Berlin Duvarı'nın çöküşüyle birlikte ikinci küreselleşme sürecinin açıldığı döneme ışık tutmuştur. Küreselleşmenin ilk çağı dediğimiz bu dönemde teknolojik gelişmeler, haberleşme ve

<sup>7</sup> C.C. Bayley, **Mercenaries for the Crimea: The German, Swiss, and Italian Legions in British Service, 1854-1856** (Montreal: McGill-Queen's University Press, 1977), p. 149-150.

<sup>8</sup> James Rickards, **Currency Wars**, 1. Edition, New York: Penguin, 2012, p.36

ulaşım alanında yapılan atılımlar çağın önemli değişimleri arasındadır. Öyle ki, bankerlerin kendi aralarında haberleşmelerini ve ulaşımlarını kısaltan bu yenilikler dünya ticaret ve bankacılık sisteminin işleyişini kolaylaştırmıştır.

Klasik altın para dönemi, ne herhangi bir uluslararası konferans tarafından dikte edilmiş, ne de uluslararası örgütler ya da organizasyonlar tarafından tasarlanmıştır. Bu sistem daha çok bir birlik gibi gönüllülük esasıyla ülkelerin birbirine daha çok bağlılığı olarak ifade edilmekteydi. Para sistemine tüm üyeler oyunun kurallarını gayet iyi biliyor ve buna göre hareket ediyorlardı. Bunlarla ilgili herhangi bir kurallar bütünü olmamasına rağmen, sermaye hareketleri açık, serbest piyasa güçleri piyasaya hakimdi. Hükümet müdahaleleri çok minimal düzeydeydi, ülkelerin döviz kurları daha çok stabildi.<sup>9</sup>

Altın para sistemindeki bazı ülkeler, bu sistemi 1870 yılından önce de kullanıyorlardı. İngiltere 1717 yılında, Hollanda ise 1818 yılında kabul etmişlerdi. 1870 yılından itibaren ise ulusların aşırı şekilde bu sisteme bağlanmaya başladıkları görülmektedir. Almanya ve Japonya 1871 yılında, Fransa ve İspanya 1876 yılında, Avusturya 1879, Arjantin 1881, Rusya 1893, Hindistan 1898 yılında sisteme bağlanmışlardır. ABD ise 1832 yılından beri de facto olarak sistemin içindeydi. Bu da ABD'ye sistem içerisinde altın sistemine bağlanmış en büyük ülke konumunu veriyordu.<sup>10</sup>

Altın standardı sistemi bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanmış ve sistemde hesap birimi, takas aracı ve değer saklama aracı olarak kullanılmıştır. Sistemde bütün kağıt paralar ticari bankalar tarafından tedavüle çıkarılırken bu paralar altının belirli bir ağırlığına göre sabitlenmekteydi. Aynı zamanda tamamen konvertible bir şekilde sistem işlemekteydi.

İngiliz Pound'u yaklaşık olarak 0,25 troy onsa tekabül etmekteyken, 1879 yılında ABD'de meydana gelen iç savaşın etkisiyle, ABD Doları 0,05 troy onsa

---

<sup>9</sup> Michael Bordo, "Stability Under the Gold Standard in Practice", NBER, <http://www.nber.org/chapters/c6739.pdf>, (02.11.2016)

<sup>10</sup> Michael Bordo, "Stability Under the Gold Standard in Practice", NBER, <http://www.nber.org/chapters/c6739.pdf>, (02.11.2016)

gelmekteydi. Kanada ise 1854 yılında altın standardını kabul etmiştir. Dönemin hegemon ülkesi İngiltere'nin gücü kurlardan da belli olmaktaydı. 1£=4.90 US\$'a eşitti. Altın para sistemi İngiltere'nin garantörlüğünde işlemekteydi.<sup>11</sup>

Ekonomistlerin çoğu bu dönemi ülke ekonomilerinin lehine ve dünyanın çıkarına işleyen bir sistem olarak görmekteydiler. Altın para döneminin bu olumlu özelliklerini ünlü iktisat tarihçisi Giulio M. Gallarotti şöyle ifade etmekteydi.

“İnanılmaz düzeyde sıcak para hareketleri, stabil döviz kuru hareketleri, uluslararası ticaret canlılığı, rekor büyüme oranları, düşük işsizlik oranları, rekor verimlilik artışları, düşük enflasyon oranları gerçekten de altın bir çağ yaşanmıştır”. Bu dönemde özellikle ABD ve İngiltere ekonomileri enflasyon yaratmayan bir büyüme, verimlilik artışı, sanayileşme alanlarında eşi benzeri görülmemiş ekonomik başarılar elde etmişlerdir.

**Tablo 1.1: Kişi Başına GSYH Büyüme Oranları (1000-2001)**

	1000– 1500	1500– 1820	1820– 1870	1870– 1913	1913– 1950	1950– 1973	1973– 2001
<b>Bölgeler</b>							
<b>Batı Avrupa</b>	0.13	0.14	0.98	1.33	0.76	4.05	1.88
<b>Batı-Offshoots</b>	0.00	0.34	1.41	1.81	1.56	2.45	1.84
<b>Japonya</b>	0.03	0.09	0.19	1.48	0.88	8.06	2.14
<b>Batı</b>	0.13	0.14	1.06	1.57	1.17	3.72	1.95
<b>Asya (Japonya Hariç)</b>	0.05	0.00	-0.10	0.42	-0.10	2.91	3.55
<b>Latin Amerika</b>	0.01	0.16	-0.03	1.82	1.43	2.58	0.91
<b>Doğu Avrupa</b>	0.04	0.10	0.63	1.18	1.40	3.49	-0.05
<b>Afrika</b>	-0.01	0.00	0.35	0.57	0.92	2.00	0.19
<b>Dünya'nın Kalanı</b>	0.04	0.02	0.06	0.82	0.65	2.83	1.75
<b>Dünya</b>	0.05	0.05	0.54	1.30	0.88	2.92	1.41

**Kaynak:** Maddison, <http://www.ggd.net/maddison/oriindex.htm>, s.18.

<sup>11</sup> Kenneth N. Matziorinis, A Brief History of the International Monetary System, 2006, [http://www.canbekeconomics.com/research\\_papers/A\\_Brief\\_History\\_of\\_the\\_International\\_Monetary\\_System.pdf](http://www.canbekeconomics.com/research_papers/A_Brief_History_of_the_International_Monetary_System.pdf), (10 Aralık 2014), s.9

Tablo 1.1'den de görüleceği üzere Altın-Para döneminde ülkelerin kişi başı GSYH büyümeleri önceki dönemlere nazaran ciddi boyutlara ulaşmıştır. Ülkelerin refahları açısından önemli olarak gösterilen bu kritere bakarak da altın-para standart döneminde ülkelerin lehine yönelik ciddi olumlu katkılarının olduğu söylenebilir.

Klasik altın para döneminin sistemik yapısı da gayet basitdi. Bu dönemde Merkez Bankalarına bile ihtiyaç duyulmamıştır. Özellikle ABD bu başarılı dönem boyunca bir Merkez bankası'na sahip olmamıştır. Bu dönemde sisteme bağlanan ülkelerin sadece bir görevi vardı. O da, ulusal paralarının değerini altının kapsamına göre belirlemektir. Bu sistemde döviz kurlarındaki değişimler altın ihraç ve ithal noktalarıyla sınırlandırılmıştı. Bu sistemin en büyük faydası uluslararası finansal sistemde para birimlerini standart altının ağırlığına çapalamaktaydı. Böyle bir çapalama sistemi IMF ve G20 gibi sisteme müdahale için piyasaya girmeye çalışan kurum ve kuruluşlara yer vermiyordu. Böyle bir durumda bütün bir sistem hem kurların stabilitesini hem de fiyatların istikrarını uluslararası kurumlara ve Merkez bankacılığı planlamasına gerek kalmadan sağlamaktaydı. Piyasada altın sikkeler gibi banknotlar da kullanılabilirdi. Hükümetler belirlenen fiyatlar üzerinden isteyen herkese altın satıyor ve kendine sunulan altınları satın alıyorlardı.

Altın para döneminin diğer faydalarından birisi de otomatik gelir ve fiyat sistemiyle kendiliğinden dengeye gelebilme özelliğiydi. Bu olgu yalnızca günlük piyasa hareketlerinde değil uzun dönemli ekonomiyi derinden etkileyecek olaylarda da aynı şekilde işliyordu. Örneğin, Altın üreticilerinin keşiflerinde altın miktarlarını artırıcı yönde gelişmeler meydana geldiğinde özellikle ki 1886 ve 1896 yılları arasında Güney Afrika, Avustralya ve Yukon keşifleri buna en büyük örnektir, geçici olarak altının karşısında diğer malların değerini artırmıştır. Bununla birlikte bu gelişme altının üretim maliyetini de yukarı çekmektedir. Bunu gören üreticiler kendiliğinden üretimi aşağıya çekerek uzun dönemli fiyat stabilitesini sağlamışlardır.

Aynı zamanda eğer ekonomik verimlilik teknolojik gelişmelerden dolayı artarsa, malların fiyat düzeyi geçici olarak düşmekte, diğer bir deyişle paranın satın alma gücü artmakta, bu durum altın üreticilerinin daha çok altın üretip satma heveslerini artırıp, arz tarafında yükselen fiyatlara otomatik denkleşme sağlamışlardır.

Uluslararası ticaret arenasında da aynı otomatik denkleşme sistemi başarılı bir şekilde işlemiştir. Örneğin bir ulusun ticaretini geliştirmek için ihracata ağırlık verilmesi ve bunun sonucunda dış ticaret fazlası oluşması diğer bir ülkenin de bunun karşılığında açık vermesi sonucunu doğuracaktır. Açık veren ülke böyle bir durumda altın işlemleri karşılığında denkleşme yoluna gidecek, bu da açık veren ülkenin ekonomisinde para arzının düşmesine, fazla veren ülkede ise para arzının artmasına neden olacaktır. Fazla veren ülkede para arzının artması enflasyonu, açık veren ülkede ise deflasyonu tetikleyecektir. İhracat yapan ülke bu artıştan etkilenerek, mallarının daha da pahalı hale gelmesine, açık veren ülkenin mallarının ise daha ucuza gelmesiyle sonuçlanacaktır. Bu sefer durum tersine işlemeye başlayacak ve oyunun kuralları değişerek açık veren ülke fazla vermeye, fazla veren ülkede de açık vermeye başlayacaktır. Böyle bir durumda altın tekrardan geldiği kaynak ülkesine geri dönecektir.

Altın para sisteminde ülkeler altın standardına sıkı sıkıya bağlı kalmışlar, bu da bu ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarına erişimini kolaylaştırmıştır. Sistemde ülkeler kendileri için gerekli olan borçları çok ucuz faiz oranlarıyla karşılayabilmişlerdir. Bunu da sağlarken aldıkları borçları uzun vadeli olarak kullanabilmişlerdir. Finansal açıklık oranları oldukça yüksekti.<sup>12</sup>

#### **1.1.4 FED'in Yaratılma Süreci**

Günümüzün Dolar hegemonyasını anlamak ve kur savaşlarının neden bu kadar önemli bir hale geldiğinin, en önemli göstergelerinden birisi de FED'in 1913 yılında yaratılma sürecidir. 1907-1913 yılları arasındaki gelişmeler Dünya para sistemi ve kur savaşlarının temelini derinden sarsacak gelişmelere ışık tutmuştur. Özellikle 1907 yılında meydana gelen büyük panik Knickerbocker Trust'ın da içinde olduğu bakır pazarını derinden sarsmış olup içinde birçok bankayı da barındıran ve sonucunda büyük bankalara hücumu getiren halk arasında büyük bir travma yaratmıştır.

---

<sup>12</sup> Layna Mosley, "Golden Straightjacket Or Golden Opportunity?", 2003, Notre Dame Üniversitesi, Department of Political Science, <http://www.unc.edu/~lmosley/mosleygoldstandardapril2003.pdf>, (1 Ocak 2014).

Bu dönemin zaten 1906 San Fransisco depreminden hemen sonra meydana gelmesi, piyasada volatilenin yüksek olmasına ve paniğin boyutunun daha da derinleşmesine neden olmuştur.

Knickerbocker Trust'ın piyasada başarısız olması, güven ortamının daha da kötüleşmesine Hisse senedi piyasasında ciddi kayıpların oluşmasına, bankalara ciddi hücumun olmasına ve sonucunda da likidite krizine neden olmuştur. Bu kriz o dönemde yalnızca özel sektör ki bu önde gelen bankaların kolektif kurtarma operasyonu ile giderilebileceği yönünde görüşler belirtilmekteydi. Dönemin en önemli bankası J.P. Morgan önderliğinde toplanan bu kolektif yapı büyük kayıplar yaşanmasına rağmen sonunda başarıya ulaşmıştır.

Bu krizden alınan en önemli ders, bir Merkez bankasının kurulmasının zorunluluğunun anlaşılması olmuştur. Devlet destekli kurulacak olan bu yapı bankerlerin sundukları teminatlar karşılığı olarak onlara sınırsız fonlar sunabilecek ve banka sisteminin karşılaştığı sistematik bir risk karşısında onları koruyabilecekti. Aynı zamanda bu J. P. Morgan gibi bir bankanın tek başına böyle bir yükün altına giremeyeceği gerçeğinin de daha iyi anlaşılmasının önünü açmıştır.

ABD'nin Merkez bankalarına karşı önyargısı çok eskilere dayanmaktadır. 1913 öncesinde iki defa Merkez bankası şeklinde bir kurum kurulması yönünde girişimler olmuştur. İlk olarak 1791 senesinde kongre tarafından seçilen Birleşik Devletler Bankası göreve başlamıştır. Fakat bu kurumun görevi 1811 yılında fesh edildiğinde tek oy nedeniyle sözleşmesi yenilenmemiş ve kapanmıştır. Beş yıl sonra göreve gelen başkan James Madison ikinci bir banka görevlendirmeyi kongreden geçirmişti. Ama bu da sadece 20 yıl süreliydi. Sürenin yenilenme zamanı geldiğinde faaliyetini sürdürmesine hem kongre, hem de beyaz saraydan karşı çıkıldı.<sup>13</sup> Gerçekleştirilen tartışmalı görüşmelerden ve kamu mevduatlarının bakiyelerinin Merkez bankasından çekilip diğer kamu bankalarına yatırılmasından sonra kongre bankanın yeniden faaliyete geçmesine onay verdi. Ancak, Jackson bu kararı veto ederek bankanın fesh edilmesine sebep olmuştur.

---

<sup>13</sup> James Rickards, "Para Devletler ve Biz", <http://liberteryen.org/2012/09/abd-merkez-bankasi-fed%E2%80%99in-ortaya-cikisi-1907-%E2%80%93-1913/> (1 Ocak 2014)

Merkez bankası kurulması fikri, ulusal bankaların politik olarak finansal gücü elde edeceği yönünde bir algı yarattığından, dolayısı karşı çıkılan bir olgu olmuştur. Yerel banknot yaratma sürecinin kolay olması ve ucuz kredilerin sağladığı avantajların varlık balonlarına neden olacağı inancı hakimdi.

1906 San Francisco depremi ve 1907 yıllarında meydana gelen finansal türbülans Merkez bankası kurma fikrini yeni gayretler ışığında tüm halka aşılmiştir. J. P. Morgan, J. D. Rockefeller, J. H. Schiff gibi önde gelen banka büyükleri, halka bunu inandırmak adına ciddi eğitim faaliyetleri yürütmüşlerdir.<sup>14</sup> Senato Finans Komitesi başkanı Cumhuriyetçi senatör N.W. Aldrich'in politik ön ayak olmasıyla, 1908'de geçirilen yasayla bir Milli Para Komisyonu oluşturuldu. Bu komisyon prestijli profesyonel kuruluşlar, ünlü ekonomistler, politika bilimcileri ile düzenlenen sayısız araştırma çalışmaları, konuşmalar vb. etkinlikler yürüttü. Amaç halkı güçlü bir Merkez bankası kurulmasının ne kadar yararlı olacağına ikna etmektir.<sup>15</sup>

1909 yılı eylül ayında başkan W. H. Taft halkı biran evvel güçlü bir Merkez bankası kurulması fikrini desteklemeye davet etti. Aynı ayda Wall Street Journal bir dizi yazı ile merkez bankası fikrine destek verdi. Ertesi yılın yaz aylarına gelindiğinde kurumlaşmış popüler ve politik yapılanması ile artık fiilen bir Merkez bankası kurulmasının önü açılmıştı.

1910 yılı kasım ayında senatör N. W. Aldrich Wall Street Bankerleri, Rockefeller kontrolündeki CityBank of New York, Morgan kontrolündeki First National Bank of N.Y. yetkilileri J. P. Morgan'a ait Jekyll Island Club'da gizlice bir araya gelerek yasa tasarısını birlikte hazırladılar. Federal Reserve Yasası 23 Aralık 1913'de onaylandı, Kasım 1914'de yürürlüğe girdi.

Finansal anlamda halkın tepkisini çekmemek adına özellikle finansal gücün merkezileşmemesi hususunda kuruluşun adına Banka değil, de Federal Rezerve System (Birleşik İhtiyatlar Sistemi) denmiştir. Yönetim kurulunun seçimi ise bankerler

---

<sup>14</sup> James Rickards, "Para Devletler ve Biz", <http://liberteryen.org/2012/09/abd-merkez-bankasi-fed%E2%80%99in-ortaya-cikisi-1907-%E2%80%93-1913/> (1 Ocak 2014)

<sup>15</sup> James Rickards, "Para Devletler ve Biz", <http://liberteryen.org/2012/09/abd-merkez-bankasi-fed%E2%80%99in-ortaya-cikisi-1907-%E2%80%93-1913/> (1 Ocak 2014)



tarafından gerçekleştirilmemekle birlikte, başkanın ve senatonun onayıyla yapılmasına karar verilmiştir.

Uluslararası arenada ABD'nin bu hamlesi belki de önümüzdeki yüzyıllara etki edecek bir hareket olmuştu. Hem politik hem de ekonomik anlamda söz sahibi ve dünyanın kaderini değiştirebilecek yeni bir küresel hegemonun ayak sesleri gibiydi. ABD bu hamlesinin meyvelerini 1.Dünya savaşı süresince ciddi şekilde toplamıştır.

### **1.1.5 I. Dünya Savaşı ve Sterlin'in Düşüşü**

I. Dünya savaşının bitişi bir teslimiyet sonucu değil, ateşkes sonucu vukuu bulmuştur. Anlaşmanın sonucunda ülkeler savaşmayı durdurmuş, dünyanın kaderini etkileyecek tarihi adımlar atmışlardır. 1919 yılında Paris Barış Konferansında taraf ülkeler kalıcı bir barışın sağlanabilmesi yönünde ciddi adımlar atmışlardır. İngiltere ve Fransa ise barış fikrinden daha çok savaşın sonucunda kendi çıkarlarını muhafaza etme yolunu düşünmüşlerdir. Bu anlaşmada özellikle Almanya ve Avusturya'nın içine düşmüş olduğu kötü durum, savaşın yıkımıyla birleştiğinde faturanın bu iki ülkeye yıkılma fikri hiç kuşkusuz İngiltere ve Fransa'nın iştahını kabartmıştır.

Paris Barış Konferansı ve tartışmaları, her ne kadar başarılı geçmiş olsa da, kesin bir sonuca varılamamıştır. Alman askeri ve deniz kuvvetleri Kasım 1918 yılında ciddi bir yenilgi olsa da, 1919 yılının bahar aylarında imzalanmış hala resmi bir anlaşma ortada bulunmamaktaydı. Müttefik devleri uzun süren savaşın sonucunda tekrardan bir harp ortamına, ne kendilerini, ne de diğer ülkeleri sürüklemek istemiyorlardı. Bu yüzden de savaş tazminatları görüşmesi bir sonuca bağlanamamıştır.

Paris Barış Konferansı'nın en dramatik görüşmelerinden birisi büyüklük ve nitelik bakımından Almanya Hükümeti'nin istenen savaş tazminatları konusunda yaşanmıştır. Almanya'dan hem toprak, hem de ağır sanayi kapasitelerinin kendisi tarafından bırakılması isteniyordu. Fakat Almanya'dan istenen bu ağır şartlar ve savaş tazminatları Almanya'nın ödeyebileceği kapasiteden çok çok fazla düzeydeydi. Fransa ise 1915 yılındaki hesaplamalara göre 876 ton altına sahip olan Almanya'nın bu değerli

varlıklarına göz dikmişti. Almanya o dönemde ABD, Rusya ve Fransa'dan sonra Dünya'nın en büyük altın rezervine sahip 4. ülkesi konumundaydı.<sup>16</sup>

Tartışmalar devam ederken asıl sorulması gereken soru Almanya'nın müttefiklere ne kadar ve hangi şartlarda bu tazminatı ödeyebileceği konusuydu. Durumu daha da karışıklaştıran diğer bir olgu ise, hem kazanan hem de kaybeden ülkelerin inanılmaz derecede bir borç batağına sürüklenmiş olmalarıydı. İngiltere ve Fransa Rusya'ya aşırı boyutlarda krediler sağlamışlardı. Fakat Rusya'da yaşanan devrimle birlikte bu borçlarını ödeyememiştir. İtalya aynı şekilde borçlarını ödeyememiştir. Fransa 4 milyar USD ABD'ye, 3 milyar USD de İngiltere'ye borçlanmıştır. Hemen hemen hiçbir borçlu ülke bu borçlarını ödeyememiştir. Tüm kredi ve ticaret mekanizması durma noktasına gelmiştir.

Hiç kuşkusuz savaşın ve sonuçlarının derinden etkilediği ülkelerden birisi de İngiltere olmuştur. Kırım savaşı boyunca elde etmiş olduğu hem politik hem de ekonomik hegemon gücünü I.Dünya savaşı boyunca kısmen de olsa kaybetmiştir. Dünya savaşı'nın başlamasından önce tüm dünya tarafından rezerv para birimi olarak kabul gören İngiliz Sterlini, müttefik ülkeler tarafından da ekonomik ve siyasi etkenler göz önünde bulundurularak gerek borç alma, gerekse ticari ilişkiler yoluyla hegemonyasını sağlamlaştırmıştı.

Rusya ve Fransa savaş harcamalarını sterlin üzerinden finanse ederken ülke içindeki girdilerini de İngiltere pazarlarından sağlamışlardır. İngiltere de bunları yaparken her iki devletten büyük boyutlarda altın sağlayarak Londra'nın finans merkezi statüsünün korunması yönünde başarılar elde etmiştir. 1915 yılına gelindiğinde İngiliz sterlininin rezerv para olma yönündeki statüsü de yavaş yavaş azalmaya başlamıştır. İngiltere gerek müttefiklerinin taleplerini gerekse de kendi ülke içindeki savaş harcamalarını finanse edebilmek adına, ABD'nin kapısını çalmaya başlamıştır.

İngiltere Hükümeti Kırım savaşı boyunca elde ettiği üstünlükleri ne yazık ki kaybetmeye başlamıştı. ABD ile girmiş olduğu ticari ilişkilerden dolayı ödemeler bilançosunda ciddi zorluklara girmiş, ülke ABD'li finansörler ve politikacıların

---

<sup>16</sup> James Rickards, s.42.

insiyatifine kalacak düzeye gerilemişti. Savaşın getirdiği ağır yük neticesinde ABD'den ciddi boyutlarda satın almalar gerçekleşirken, İngiltere aşırı şekilde kendini finanse edebilmek için yabancı varlıklarını satıyordu. Bunun sonucunda özel ABD piyasaları İngiltere tarafından doyuruluyordu. Bunların sonucunda ise hiç borcu olmayan bir ABD hükümeti yükselmeye başlıyordu, bu da beraberinde Sterlin'in düşüşünü kamçılıyordu.

İngiliz Sterli'ninin statüsü tartışılmaya başlamış, satın alma gücü ciddi oranda düşmeye başlamıştı. Özellikle de Almanya'ya karşı savaştığı süre boyunca. İngilizler mal ve hizmet alımı için ABD'den ithalat yapmak zorundaydı. Aynı zamanda İngiltere'nin yeteri kadar da rezervi bulunmamaktaydı. Ekonomik ve politik olarak ABD'ye tamamen bağlanmıştı. Savaş, askeri sıkıntılardan ziyade finansal sıkıntılardan dolayı İngiltere ve para birimini zor durumda bırakıyordu. İngiltere Merkez Bankası 1 Ağustos 1914 yılında faiz artışına giderek %10 seviyesine yükseltmiştir.<sup>17</sup>

Savaşın getirdiği yük ve Avrupa borsalarında yaşanan sıkıntılar Londra'nın finansal merkez olarak korunmasını zaruri kılmaktaydı. İngiltere'nin bu stratejiyi korumasındaki temel taşı ise, altın standart sisteminin korunmasına bağlıydı. Bunu yapmak için de, İngiltere'nin ülkeye altın ithalatı yapması gerekiyordu. İngiltere bu konuda da hiç şüphesiz zorlukla karşılaşmamıştır. Müttefik ülkeleri, gönüllülük esasına dayanarak, altın rezervlerinin çoğunu İngiltere'ye aktarmışlardır.

İngiltere siyasi ve ekonomik üstünlüğünü kendi amacını gerçekleştirebilmek adına, müttefik ülkelerden yana hiç sıkıntıya düşmemiştir. Savaş boyunca özellikle Fransa ve Rusya savaş için gerekli malları alabilmek adına sürekli Sterlin almışlardır. Fakat Rusya savaş öncesinde sanayi alanlarını kaybettiğinden dolayı, daha fazla ithal mala ihtiyaç duymuş fakat bunların ödemelerini gerçekleştirememiştir. Fransa ise özellikle kömür ve demir cevheri bakımından zengin olan yerleri Almanya'ya kaybettiğinden, İngiliz mallarına Rusya kadar mahkum olmasa da muhtaç olmuştur.<sup>18</sup> Bu yüzden Rusya ve Fransa'nın ihracatı İngiltere'ye ciddi oranda azalırken

---

<sup>17</sup> Martin Horn, **Britain, France, and Financing the First World War**, 1. Basım, New York: Oxford University Press, 2002, s.28.

<sup>18</sup> Peter Gatrell, **Poor Russia, Poor Show: Mobilizing a Backward Economy for War, 1914-1917**, Cambridge: Cambridge University Press, 2005, s.239-250.

İngiltere'den yapılan ithalat tavan yapmıştır. Savaş şartları sürdükçe ve ağırlaştıkça İngiltere ve onun para birimi olan sterline bağımlılıkları daha da artmıştır.

İngiltere aynı zamanda bu yardımları yaparken Sterlin gönderme karşılığında Rusya ve Fransa'yı Londra'ya altın gönderme konusunda kendine bağlamıştır. İki müttefik ülke de Londra'ya altın göndermeye karşı olsalar da, savaşın getirmiş olduğu ağır şartlar karşısında İngiltere'ye boyun eğmek zorunda kalmışlardır. Özellikle Fransa Hükümeti 1915 yılında Fransa Bankası'nın yayınlamış olduğu raporda da belirttiği üzere altın gönderiminin Fransa bankacılık sistemine ciddi zararları olacağını deklare etmiştir. Fakat Fransa'nın sterlin ihtiyacı ne yazık ki bu durumun önüne geçmesine engel olamamıştır.<sup>19</sup>

1915 yılının başlarında Sterlin'in rezerv para birimi olma statüsü tekrardan sorgulanmaya başlamıştır. Eğer İngiltere layıkıyla savaşın genişlemesini istiyorsa ABD'den bunu gerçekleştirebilmesi adına daha fazla mal almak zorundaydı. İngiltere hem kendisi hem de müttefikleri adına bunu yapmak zorundaydı. Özellikle rublenin çöküşü, Rusya'nın bunu finanse edebilmesinin ABD'ye karşı imkansızlığını kanıtlayarak da İngiltere ve Fransa'nın Rusya'yı destekleme arzusu, İngiltere'nin üzerindeki yükü daha da artırmıştır.

1916 Mayıs ayında İngiltere, Fransa ve Rusya'nın ABD'den alacağı malların finansmanını üstlenmeye başladığı yıl olarak tarih sayfalarındaki yerini almıştır. Christopher Addison ve İngiltere Bakanı Lloyd George'un kaleme aldığı;

*“Fransa Ekonomi Bakanı Ribot geçen hafta burada neredeyse göz yaşları içinde kendilerinin ve müttefiklerinin Amerika ile muhatap olamadığını, özellikle finansman konusunda bizim ve Rusya'nın ciddi zorluk içerisinde olduğumuz hatta İtalya'nın da bu silsileye katıldığını belirtmek isterim. Eylül sonu itibarıyla \$1,200,000,000 bulmak zorundayız”*<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> E. Victor Morgan, **Studies in British Financial Policy, 1914-1925**, London:Macmillian&Co.LTD), 1952,s.312.

<sup>20</sup> Kathleen Burk, **Britain, America, and the Sinews of War, 1914-1918**, ABD:The University of Chicago,1987,s78.

İngiltere’de 1918 yılı itibariyle ithalat şişmiş Amerikan mallarının toplam İngiliz ithalatındaki yeri % 39.2’ye çıkmıştı. Bu oran savaş başlamadan önce % 18.2 düzeyindeydi.<sup>21</sup>

İngiltere için tehlike çanları çalıyor, Sterlin’in satın alma gücü hızlı bir şekilde düşüyordu. Bu mal ve hizmetleri Sterlin cinsinden ödeyebilmesi için kıt olan Dolara ihtiyacı da artmaya başlıyordu. ABD’ye yapılan ihracatındaki ciddi düşüş ödemeler bilançosu problemlerini artırarak, özellikle ticaret açığında 1914 yılında £74 milyon olan dış ticaret pozisyonu, 1916 yılında £227 milyona çıkmıştır.<sup>22</sup> Bunlara ek olarak Sterlin-Dolar paritesindeki pound lehine olan baskının azalması sonucu, ABD’den ithalat hacminin artışı beraberinde bunların ödemelerinin daha da zorlaşmasına neden olmuş ve altın standart sistemini de tehlikeye sokmuştur. Eğer İngiltere ABD’den daha fazla mal almak istiyorsa, ABD’den daha fazla Dolar borcu almak zorundaydı.

1917 yılında İngiltere’nin talepleri daha fazla artıyor fakat ülkede Dolar kıtlığı yaşanıyor. Daha önemlisi ABD’den güvenli bir şekilde kendisini fonlama ihtiyacı şiddetle artıyordu. 1917 yılının ilk aylarında İngiltere daha önceden verdiği siparişleri iptal ederek ABD’den aldığı krediyi fonlayabilmek adına Japonya’da \$50 Milyonluk borçlanma aracı çıkarmış, ABD’nin en büyük ikinci çelik üreticisi olan Bethlehem Steel tarafından bu kağıtlar alınmıştır. Nisan 1917 yılında İngiltere’nin yalnızca son üç hafta daha ödeyebilecek Doları kalmıştı. Bu şartlar altında İngiltere’nin kendisini finanse edebilmesi ve kontrolü elinde tutabilmesi ancak ABD’nin merhametine kalıyordu.

ABD açısından da İngiltere Hükümetini fonlamak kendi çıkarları açısından son derece önemli bir hal almıştı. İngiltere’ye verdiği yardımları daha da artırmakta gönüllü ve kararlı davranmaktaydı.

---

<sup>21</sup> Horn, s.87.

<sup>22</sup> Morgan, s.309.

**Tablo 1.2:** İngiltere'nin Yıllar İtibariyle Toplam Dış Borç Stoku

Borçlanmaların Detayı	Finansal Yıl Sonu İtibariyle Toplam Borç Miktarları				
	1915-16	1916-17	1917-18	1918-19	1919-20
Anglo-Fransız Borçları	51.4	51.4	51.4	51.4	51.4
ABD Borçları	-	-	513.7	840.8	865.7
Krediye Dayalı Tahviller	-	143.2	122.3	53.3	47.4
20 Yıllık Bonolar	-	-	0.2	29.5	29.5
Hazine Tahvilleri (Dutch Petroleum Co.)	-	2.9	2.9	2.9	-
Askeri Teçhizat Borçları	-	8.3	14.6	6.7	-
J.P Morgan Borçları	-	73.0	26.5	14.9	-
\$ Hazine Tahvilleri	-	-	18.3	19.2	9.3
Merkez Arjantin Demiryolu	-	3.1	3.1	3.1	3.1
Danimarka Hükümet Borçlanmaları	-	-	3.3	5.5	-
10 Yıllık Bonolar	-	-	-	-	30.5
İngiliz Sewing Cotton Co	-	1.0	1.0	-	-
Londra Borsa Kredileri	10.3	10.3	-	-	-
Maitland Coppell	-	0.8	-	-	-
Dupont	-	9.6	-	-	-
TOPLAM	61.7	303.6	757.3	1027.3	1036.9

**Kaynak:** Morgan E.V. (1952) Studies in British Financial Policy, <https://costsandconsequences.files.wordpress.com/2013/03/cappella-reserve-currency-and-military-power-lessons-from-the-sterling-era.pdf>, s.24.

Tablo 1.2'den de görüleceği üzere, 1915-1918 yılları arasında İngiltere'nin çeşitli dış borç kompozisyonunda ABD'den sağlanan kaynakların payındaki ciddi artış çok belirgin bir hal almaya başlamıştır.

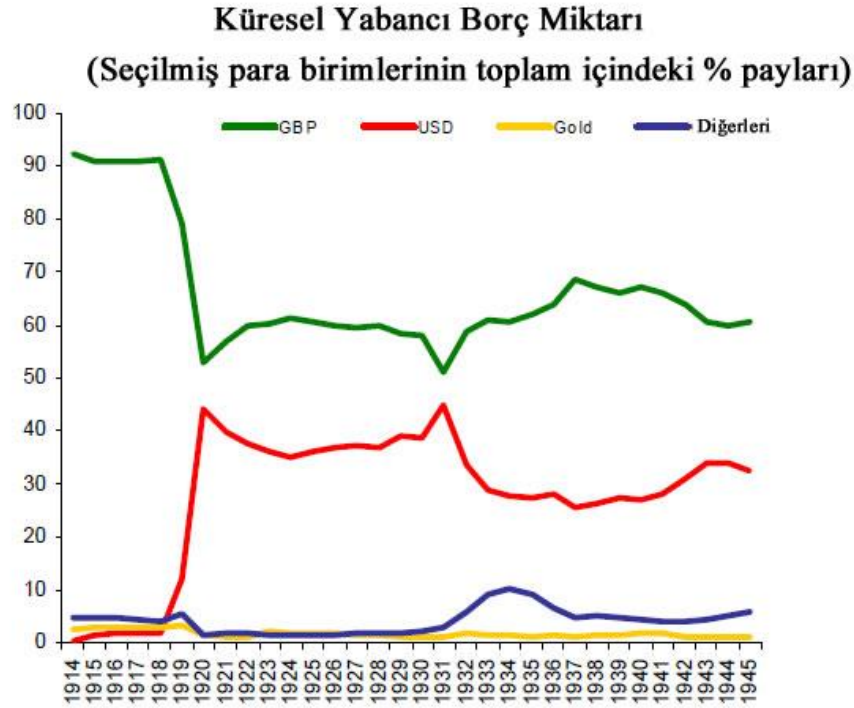
İngiltere, Fransa ve Rusya müttefik güçler olarak Almanya'yı bozguna uğratmayı başarıyorlardı fakat, yıllardır süren Sterlin hegemonyasında büyük bir darbe vuruyorlardı. Yalnızca Sterlin İngiltere ve onun varlıklarını güçsüzleştirmekle kalmıyor aynı zamanda yeni bir rezerv para rakibi de piyasada belirmeye başlıyordu. O da ABD ve onun para birimi olan USD'dir.

1. Dünya savaşı ve Versay Anlaşması peşinde ödenemeyen ciddi ülke borçları, yıkımlar ve ekonomik daralmaları beraberinde getirirken, sonuçlar dünya sahnesine daha önceden FED'i de yaratmış olan ve savaştaki akılcı hamleleriyle ABD'yi parlayan bir yıldız olarak karşımıza çıkarmaktaydı. Savaş ABD'nin ciddi şekilde ekonomik olarak genişlemesine, ihracatının artmasına neden olmuştur. Özellikle ABD savaşta Dünya'nın tahıl fabrikası görevini üstlenmiştir. ABD'yi öne geçiren ve Londra'nın

hakimiyetine son vermesini sağlayan diğer bir olgu ise Alman ve İngiliz bankalarını kredi yoluyla savaş boyunca fonlamasında yatmaktadır.<sup>23</sup>

1915 yılının başlarında İngiliz Sterlin'inin değerinde görülen ciddi dalgalanmalar, altına sıkı sıkıya bağlı olan ABD Dolarının cazibesini daha da artırmıştır. Yalnızca ABD'de ticaret yapanlar değil, Brezilya'da kahve ticareti yapan ihracatçıların da ABD Dolarına olan ilgisini ön plana çıkarmıştır. Daha güvenli bir hesap birimine yönelmeleri özellikle Latin Amerika ve Asya'da da kısa süre içerisinde Doların sahne almasını kolaylaştırmıştır.

Şekil 1.1'den de görüleceği üzere, İngiliz Sterlin'inin payının 1914-1919 yılları arasında hızla azalıp, ABD Dolarının payının uluslararası piyasalarda egemenliğini hissettirdiği açıkça görülmektedir.



Şekil 1.1: Küresel Yabancı Borç Miktarı'nın Kurlar içindeki % Payları

**Kaynak:** <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1433.pdf>,

<sup>23</sup> Bary Eichengreen, **Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of The Dollar**, 1. Baskı, UK:Oxford University Press,2011, s.26.

Amerikan bankaları I. dünya savaşında elde ettiği kazanımları iş hacmini ve ticari işlemlerini artırmak isteyen kişi ve kurumlara kredi sağlayarak daha da perçinleştirmişlerdir. Özellikle National City Bank dış ticaret departmanı kurarak müşterilerine gerek gidecekleri ülkelerde bulunan ürünlerle ilgili bilgi verirken aynı zamanda da onların yapacakları işler için kefil olabilmekteydi. Bu sayede National City Bank yıllık dış ticaret kredilerini 20 milyon \$'a çıkarmıştır.<sup>24</sup>

1916 yılında ABD'nin desteğiyle İngiltere Hükümeti Sterlini Dolara karşı sabitlemeyi başarmıştı. Fakat savaşın getirmiş olduğu aşırı bütçe açıkları güven kaybının yaşanmasına ve fiyatların ciddi oranda artması sonucu sterline olan güven daha da düşmüştür. Bir yıl içinde para birimi 1/3 oranında değer kaybetmiştir. Bu düşüş Napolyon'un Elba'dan 1815 yılında döndüğü tarihten bile daha fazla bir düşüşe tekabül etmekteydi.<sup>25</sup>

Yaşanan gelişmeler ABD Dolarının lehine olarak gün ve gün hissedilmeye başlanan güvenin de bir göstergesi konumundaydı. Aynı zamanda Dolar hala altına sabitlenmiş bir şekilde uluslararası piyasalarda işlem görmekteydi. Uluslararası arenada ihracatçılar ve ithalatçılar işlerini yapabilmeleri adına daha güvenli bir para birimi olan ABD Dolarına ilgilerini daha da artırmışlardır.

National City Bank, Frank Vanderlip önderliğinde yeni bir keşfe imza atmış ve ABD bankalarının yurtdışına doğru genişlemesi adına ciddi çalışmalar yürütmüşlerdir. National City Bank'ın genel müdürlüğünü yürüten Vanderlip bankanın reklamını yurtdışında artırarak iş yapmak isteyen binlerce firmaya kolaylık yapabilmek adına ciddi fırsatlar sağlamıştır. Öyle ki 5000 adet Amerikan firmasına davetde bulunarak National City Bank ile çalışmaları ve sağlayacakları faydalar konusunda açıklayıcı hazırlıklar yapmıştır.

De Pont şirketi, savaş boyunca cephane taleplerini yerine getirirken, Şili'de nitrat fabrikası açıyordu. Güney Amerika bölgesinde çalışmalarına hız verirken şubelerini de genişletme yönünde çok istekli ve arzuluydu. Bu gelişmeleri gören

---

<sup>24</sup> Cleveland, Harold Van B, Thomas F. Huertas, **Citibank, 1812–1970**, Cambridge: Harvard University Press, 1985,

<sup>25</sup> Eichengreen, s.27.



National City Bank Arjantin’de şube kuruyor, diğerleri de Brezilya, Şili ve Küba’da şube açarak bu yayılmacı fikirleri destekliyorlardı. 1920 yılının sonunda Amerikan bankacılık kurumları yurtdışında 181 tane şube açmıştır.<sup>26</sup>

ABD Dolarının ve ona olan güvenin yurtdışında da yayılması sonucunda, ihracat ve ithalatçıların hesap birimi olarak Sterlin’den ABD Dolarına doğru kaymaya başlaması da kaçınılmaz olmuştur. Özellikle dış ticaret konularında ABD bankalarının ve onun güvenli para biriminin sağladığı avantajlar, Londra’nın güvenli liman olma özelliğinin de sorgulanmaya başlamasını beraberinde getirmiştir.

### **1.1.6 I. Dünya Savaşı Sonrası Kaotik Para Sistemi**

I. Dünya savaşı sonrasında gelişmiş ülkelerin birçoğu bir daha eski günlerine dönememiştir. Savaşın ağır bilançosu yalnızca siyasi alanda değil aynı zamanda ekonomik olarak da ülkelere yansımıştır. Ülkelerin birçoğu günümüzde kur savaşları diye adlandırılan ekonomik üstünlük mücadelesini bizzat o dönemde devreye almış, gerek savaş tazminatlarını ödeyebilmek gerekse de ticari ilişkilerde bir adım öne geçebilmek adına ellerindeki tüm silahları kullanmışlardır.

1.Dünya savaşı sırasında devam eden enflasyon olgusu özellikle Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde savaştan sonra inanılmaz boyutlara ulaşmıştır. Fiyatlar Avusturya’da 14.000, Macaristan’da 23.000, Polonya’da 2.500.000 Rusya’da 4.000 milyon ve Almanya’da bir trilyon kez yükselmiştir.<sup>27</sup>

Savaşın yaratmış olduğu sonuçlar açısından Almanya Devleti’ni ayrıca değerlendirmek gerekmektedir. Savaştan önce ekonomik olarak çok da kötü olmayan ekonomi savaşla beraber kendisini enflasyon sorunuyla karşı karşıya bulmuştur. Öyle ki 1.Dünya savaşı sonrası, enflasyon, savaş öncesi ortalamasının yirmi katı kadar artmıştır. İlk başlarda fazla problem olarak görülmeyen tehlike daha sonraları ülkenin kaderini olumsuz yönde etkilemiştir.

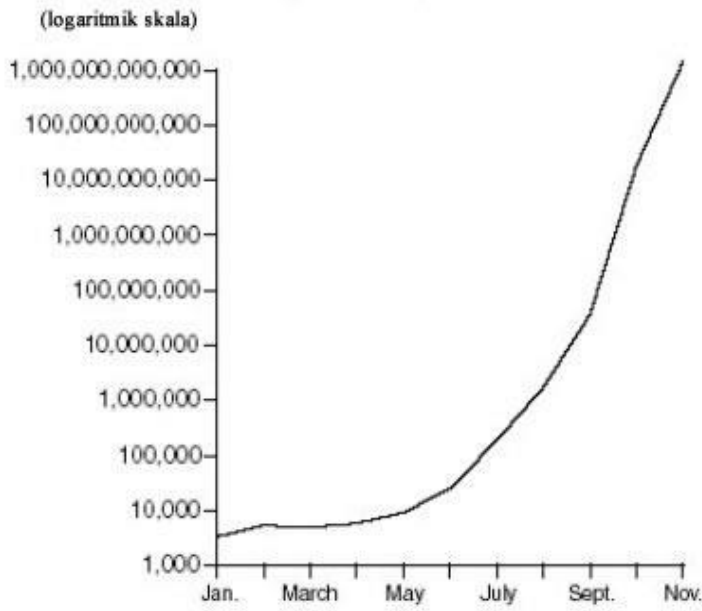
---

<sup>26</sup> Eichengreen, s.28.

<sup>27</sup> IMF’nin Kökenleri, [http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V01\\_N03\\_A03.pdf](http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V01_N03_A03.pdf), (1 Mart 2015)

Şekil 1.2'den de görüleceği üzere Toptan fiyat endeksleri Almanya'da 1923 yılında dünyada eşi benzeri görülmemiş şekilde artmış, enflasyon en üst noktası olan hiperenflasyona dönmüş ve ülke içinde yıkıma sebep olmuştur.

## Weimar Dönemi Toptan Fiyat Endeksi (1913=1)



**Şekil 1.2:** 1923 Yılı Weimar Dönemi Toptan Fiyat Endeksi

**Kaynak:** <http://www.greenenergyinvestors.com/index.php?showtopic=7055>

Almanya ekonomisinin savaştan ağır hasarla çıkması sonucunda 1931 yılında başbakan Herbert Hoover önderliğindeki hükümet, savaş tazminatlarını ödeyemeyecekleri yönünde beyanlarda bulunarak moratoryum ilan etmiş, tartışmalar 1932 yılında düzenlenecek olan Lozan Antlaşmasına kadar devam etmiştir. 1933 yılında Hitler'in yükselişiyle birlikte Almanya ekonomisi dünya'dan soyutlanarak kendi yolunu çizmiştir. Bunun sonucunda Dünya ticaret hacmine sekte vurarak otokratik bir ekonomi yapısını tercih etmiştir.

ABD ekonomisi ise dünyada diğer ülkelerin ekonomiyi yeni bir savaş aracı olarak kullanmalarına sessiz kalmamış, parasını altına karşı devalüe ederek, ihracatta 1931 yılında İngiltere'ye kaybettiği ticaretteki üstünlüğü geri kazanmak yönünde önemli bir adım atmıştır. Bu hareketi daha sonra Fransa ve İngiltere de uygulayarak paralarını devalüe etme girişiminde bulunmuşlardır.

Ülkelerin birçoğu savaş sonrası dönemde devalüasyon ve savaş borçları konularında birbirleriyle rekabet halinde olmuşlardır. Bunların sonucunda ticari ilişkilerde inanılmaz uçurumlar, büyüme rakamlarında ciddi düşüşler ve servet yıkımlarını beraberinde getirmiştir.

Günümüzde kur savaşlarının ilk örneğini Weimar Almanyası'nın Reichsbank'ında incelemek o dönemin para sistemine ve yaşanan belirsizliklere ışık tutacaktır. Almanya Merkez Bankası ilk iş olarak Alman Markının değerini yok etmek adına ciddi boyutlarda para basmış ve beraberinde hiperenflasyonu ülkede hakim kılmıştır.<sup>28</sup>

Enflasyon ise esasen başta Reichbank'ın Alman Hükümet bonolarını alıp, Hükümete ciddi bütçe açıklarını ve hükümet harcamalarını finanse edebilme imkanı tanımıştır. Gelişmiş ülkeler tarihinde eşi benzeri görülmemiş şekilde genişlemeci yönde atılmış bir adım olarak tarihe geçen bu hareket, ciddi enflasyona ve para biriminin aşırı değer kaybetmesine neden olmuştur. Almanya'nın bu hareketi yapmasının ardındaki bir diğer neden ise, Versay Antlaşması sonucundaki ağır savaş tazminatlarının yükünü bir nebze olsun indirebilmek olmuştur.<sup>29</sup>

Reichsbank aynı zamanda paranın değerini düşürerek bir taşla birden fazla kuş vurmaya niyetindeydi. Almanya ihracatını diğer ülkelere göre daha ucuz hale getirmenin yanında turizm ve yabancı yatırımı ülkeye çekebilmek adına bu aksiyonu almış, dışarıdan gelecek olan dövizle birlikte, her ne kadar savaş tazminatlarının ödenecek

---

<sup>28</sup> Martin Hutchinson, , "Is It 1932 – or 1923?", Money Morning (Nisan 9, 2009).  
<http://moneymorning.com/2009/04/09/financial-crisis-hyperinflation>

<sup>29</sup> W.Fischer, "Hyperinflation In The Weimar Republic", 2011,  
<http://researchonline.jcu.edu.au/21599/3/21599.pdf>, (22.02.2015). s.4.

miktarını doğrudan azaltamasa da, bu yükün bir nebze olsa da hafiflemesini amaçlamıştır.

1921 yılında Almanya’da enflasyon yavaş yavaş hissedilmeye başlandığında, insanların ilk tepkisi sadece fiyatların yukarı yönlü gittiği şeklindeydi. Bu fiyat artışlarını para biriminin çökmesi olarak algılamamışlardı. Alman bankalarının yükümlülükleri neredeyse varlıklarına eşit durumda ve çoğu borçları yönetilebilir durumdaydı. Çoğu firma “sağlam varlıklara” (hard assets) sahipti. Toprak, fabrika, teçhizat ve demirbaşlar gibi, bu varlıkların nominal değeri kurun çökmesiyle birlikte değer kazanmıştır. Bu firmaların diğer bir avantajı ise sahip oldukları borçların değerinin bu yolla buharlaşması şeklinde gerçekleşmiştir.<sup>30</sup>

Çoğu büyük Alman anonim şirketleri ki, bunlar günümüzün önde gelen tüzel kişilikleri olmakla birlikte, operasyonlarının büyük bölümünü Almanya dışında yürütmekteydiler ve kazançları “sağlam döviz” (hard currency) şeklindeydi. Mark’ın değer kaybı ve çöküşünden aile şirketleri hiçbir şekilde olumsuz yönde etkilenmemiştir.

Ekonomik açıdan bakıldığında para biriminin düştüğünü ve git gide çöktüğünü gören sermayenin geleneksel tepki hareketi, ülkeden sermaye kaçıışı şeklinde kendini göstermiştir. Bu yatırımcılar Marklarını İsviçre Frangı, altın ve diğer değerli varlıklara çevirerek tasarruflarını ülke dışına kaçırmışlardır. Alman burjuvazisi ise para birimindeki değer kaybının erken uyarı olarak algılanması gerektiği gerçeğinin farkına varamamış, bunu borsa piyasalarındaki değer kazançlarıyla bir miktar kompanse edebilmişlerdir. Gerçekten de, kazançları mark cinsinden hesaplandığından ve paradaki değer kaybı bu kazançları eritmiştir.

Ülke içinde özellikle kamu ve sendika işlerinde çalışan işçiler meydana gelen para birimindeki çöküntüden kendilerini çok iyi derecede muhafaza etmeyi başaramışlardır. Çünkü hükümet işçi ücret artışlarını enflasyondaki artış kadar olacağı garantisini çok daha önceden vermiştir. Fakat herkes, kamu sektöründe ve sendika güvencesi altında çalışan işçiler kadar, şanslı olamamıştır. Her ne kadar sağlam

---

<sup>30</sup> Rickards, s.25.

varlıklara yatırım yapan veya işlerini yurtdışına taşıyanlar bir nebze bu yıkımdan kendilerini kurtarmıştır.

Almanya’da para biriminin çöküşü sırasında en çok yıkıma uğrayan kesim hiç şüphesiz ki, orta sınıf emeklileri olmuştur. Yatırımlarını güvenli liman olarak gördükleri bankalara yatırdıklarından, tamamen finansal bir yıkıma maruz kalmışlardır. Çoğu insan, mobilyalarına kadar satarak birkaç mark elde etmenin peşine düşmüş, buradan kazanacakları marklarla yemek ve genel ihtiyaçlarını karşılayabilme yoluna gitmişlerdir. İnsanlar perişan bir halde yaşamlarını idame ettirmeye çalışırken, mülkiyet suçları aşırı şekilde artmış, daha sonraki adım olarak isyan ve gösteriler beraberinde gelmiştir.<sup>31</sup>

1922 yılında enflasyon özellikle Reichsbank’ın durumu kontrol etmeyi bırakıp sendika ve hükümet işçilerinin ihtiyaçlarının giderilmesi adına, hızlıca ve çılgınca para basma faaliyetini hızlandırınca, hiperenflasyon halini almıştır. Bu dönemde bir Dolar o kadar değerli hale gelmiştir ki Amerikan turistler bile para harcamak istememişlerdir. Çünkü Almanya’da bir Doların karşılığı milyonlarca Alman markına eşit hale gelmişti. Lokantalar bile restorana gelen müşterilerin yemek ücretini peşin olarak tahsil etmekteydi. Zira yemek bitene kadar fiyatlar aşırı şekilde artabiliyordu.<sup>32</sup>

Ekonomik kaos Almanya’da hızla yayılırken, Fransa ve Belçika Almanya’nın sanayi bölgesi olan Ruhr Vadisini savaş tazminatlarını güvence altına alabilmek adına işgal etmişti. Alman işçileri bu duruma iş yavaşlatma, gösteri ve sabotajlarla karşılık vermişlerdir. Reichsbank ise işçilere bu hareketlerinin karşılığı olarak daha fazla para basarak, yüksek ücret ödeyerek karşılık vermiştir<sup>33</sup>.

Almanya 1923 Kasım ayında hiperenflasyonu durdurma yönünde ciddi bir adım atmış ve tedavüldeki yerli paraya alternatif bir para birimi yaratmıştır. Bu para Rentenmark olmuştur. Bu para birimi kağıt mark ile yan yana tedavül

---

<sup>31</sup> HyperInflation and Weimar Germany, [http://www.historylearningsite.co.uk/hyperinflation\\_weimar\\_germany.htm](http://www.historylearningsite.co.uk/hyperinflation_weimar_germany.htm), (19.02.2015)

<sup>32</sup> Rickards, s.27.

<sup>33</sup> W.Fischer, “Hyperinflation In The Weimar Republic”, 2011, <http://researchonline.jcu.edu.au/21599/3/21599.pdf>, (22.02.2015). s.3.

edilmiştir.<sup>34</sup> Rentenmark çok kontrollü şekilde göreve yeni atanan ve Reichsbank'a daha sonraları başkanlık edecek olan Hjalmar Schaect tarafından yönetilmiştir.

Rentenmark'ın tedavüle çıkmasıyla birlikte, mark kısa süre içerisinde gözden düşmüş ve bir Rentermark yaklaşık bir trilyon marka eşit düzeye gelmiştir. 1924 yılında eski hiperenflasyonlu kağıt mark paraları kelimenin tam anlamıyla çöp olmuştu.

Ekonomik tarihçilerin analizine göre, Weimar Hükümetinin 1921-1924 arasındaki hiperenflasyon tedavi yöntemi, dünyanın 1931-1936 yılında uygulamış olduğu "komşuyu zarara sokma" (beggar-thy-neighbor) yöntemiyle tamamen farklı bir yapıdaydı. Savaş dönemi boyunca üstünlük sağlamak için, sürekli yapılan devalüasyonları Reichmar Hükümeti reddetmiştir.

Weimar Hükümeti hiperenflasyona karşı yapmış olduğu devalüasyonla birçok önemli politika amacını gerçekleştirmeyi amaçlamıştır. Hiperenflasyon deneyimleri Alman halkını yabancı spekülâtlere ve özellikle de Fransa'nın Ruhr Vadisini işgal etmesi karşısında sınıksız birlik halinde tutmaya sevk etmiştir. Mark'ın düşüşü direkt olarak savaş tazminatlarının değerini düşürmese de, Alman sanayicilerinin daha fazla güçlenmesini sağlamıştır Çünkü; bunlar sağlam varlıkları finansal varlıklara kıyasla daha fazla elinde tutmaktaydı. Bunun sonucunda da Sanayiler hiperenflasyon döneminden daha güçlü çıkmışlardır. Özellikle dışardan sağlamış oldukları güçlü para birimleriyle bunu sağlamışlardır.

Almanya'da yaşanan deneyimler devalüasyonların maliyetlerinin de olduğunu tüm kamuoyuna göstermiştir. Alman Hükümet kurumlarına olan güven kaybolmuş ve ülke içinde hayat tamamen durma noktasına gelmiştir. 1924 yılından 1929 yılına kadar Hiperenflasyondan hemen sonra Almanya sanayi üretimi dünyanın geri kalan diğer ekonomilerinden daha hızlı genişlemiştir ki buna ABD'de dahildir.

---

<sup>34</sup> Stephen Zarlenga, "Germany's 1923 Hyperinflation: A "Private Affair", 1999, Pennsylvania Ave SE, The Barnes Review, [http://www.wintersonnenwende.com/scriptorium/english/archives/articles/hyperinflation-e.html,\(23.02.2015\)](http://www.wintersonnenwende.com/scriptorium/english/archives/articles/hyperinflation-e.html,(23.02.2015))

Tarihsel pespektiften bakıldığında eskiden ülkeler altın standart sisteminden savaş zamanlarında çıkmakdaydı. Buna en güzel verilecek örnek Napolyon savaşları sırasında İngiltere'nin altın konvertibilitesini aniden savaş sonrasında askıya almasıdır. Almanya ise altına olan bağlılığını barış dönemi sırasında kırmıştır. Reichsbank modern ekonomik sisteme kağıt para ve onunla neler yapılabileceğini uygulamalı olarak göstermeyi başarmıştı.<sup>35</sup>

Kağıt para serüvenini tüm dünyaya gösteren Weimar, hiperenflasyonun kontrolü dışına çıkması karşısında çaresiz kalmaktaydı. 1922 yılının bahar aylarında İtalya'da yapılan Cenova konferansına büyük sanayileşmiş ülkeler temsilcilerini yollarken 1.Dünya savaşı öncesinde geçerli olan altın standardı sistemine dönüş için ilk defa görüşlerini dile getiriyorlardı. Gelişmiş ülkelerin çoğu kağıt paraların bulunduğu sistemde altına sabitlenmenin en iyi seçenek olduğu fikrindeydiler. Böylece kağıt para ile birlikte altın para da sistemde yan yana tedavül görecekti ve biri diğerine rahatlıkla dönüştürülebilecekti. Fakat bu sistem I.Dünya savaşında savaş harcamalarını finanse etmek isteyen ülkelerin çıkarları için kullanılmıştır.

Merkez bankaları ve hükümetlerce rezerv olarak tutulan kağıt paranın yaklaşık oranı 1913 yılında % 20 iken, bu rasyo 1925 yılında % 28'e, 1926 yılında ise % 31'e, iki savaş arası dönemde altın çağını yaşayan altın para standardı dönemi olan 1928 yılında ise % 42'ye çıkmıştır.<sup>36</sup>

Altın standardı sistemi klasik olarak en güzel günlerini yaşadığı dönemden çok farklı bir ortamdaydı. 1913 yılında ABD Merkez Bankası'nı yaratmış, para arzını ve faizleri çeşitli organlarıyla birlikte düzenli şekilde kontrol etmekteydi. ABD haricindeki çoğu ülke ise savaş yıllarında (1914-1918) aşırı şekilde kağıt para basmayı alışkanlık haline getirmişlerdir. Ülkede yaşayan insanlar kolaylıkla kağıt paralara erişebiliyor ve altın paraları artık tercih etmemeye başlıyorlardı.

---

<sup>35</sup> Rickards, s.29.

<sup>36</sup> NBER, "The Rise and Fall of The Dollar, Or When Did The Dollar Replaca Sterling As The Leading International Currency" 2008, [http://www.nber.org/papers/w14154.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w14154.pdf?new_window=1), (24.01.2015), s.8.

Cenova konferansında yeni altın para sistemi eski altın standardından ciddi şekilde ayrılıyordu. Katılımcı ülkeler Merkez bankalarının rezerv olarak sadece altın değil aynı zamanda diğer ulusal ülkelerin paralarının da tutulması görüşünde bulunuyorlardı. Dışarıdan gelen bu haberler eşliğinde bu sistemde aşırı altın rezervi bulunduran ülkelere aşırı yük getiriyordu. Özellikle ABD 1 ons altının değerini \$20.67 seviyesinde tutabilmek adına ciddi sorumluluk altına giriyordu.<sup>37</sup>

Altın para ve külçeler savaş öncesi dönemdeki gibi serbestçe piyasada tedavülde olamamıştır. Ülkelerin çoğu kağıt paraları altın için piyasaya daha fazla sürmüşlerdir. Altın külçeler yalnızca Merkez bankaları, ticari bankalar ve servet birikimi açısından tasarruf etmek adına kullanılmaktaydı. Kağıt para altın kadar değerli bir araç haline gelmişti.

1920’li yılların sonlarına doğru çoğu ülke kurlarını serbest dalgalanmaya bırakmışlardı. Savaşın ağır yükü, artan işsizlik oranları, ticaret hacmindeki daralma, ülkelerin tekrar savaş öncesindeki gibi, sabit kurlara dönme isteğini iyice artırmıştı.

Savaş sırasında yalnızca kurlarda sıkıntı yaşanmamış, aynı zamanda kambiyo ve gümrük kontrolleri de ülkeler arasında bir savaş silahı gibi kullanılmıştır. Liberal iktisat politikalarının öğretileri arasında yer alan “Bırakınız yapsınlar, Bırakınız geçsinler” felsefesi, ne yazık ki, bu dönemde layıkıyla işletilememiştir. Çoğu ülke savaş öncesi döneme geçmek isterken ana anahtar rol para olarak görülmekteydi. Tekrardan sabit kurdan dönüş yalnızca paraya istikrar kazandırmayacak, aynı zamanda sermaye ve ticaret akışını hızlandırarak ekonomilerin de canlanacağını düşünüyorlardı. Bu ülkelerin hesaba katmadıkları ise, hiçbir ekonomik göstergenin savaş öncesi gibi olmamasıydı.

Savaş boyunca ülkeler arasında çok şiddetli şekilde cereyan eden hadiseler neticesinde hem ticari ilişkilerde, hem insan gücünde, hem de altın rezervleri bakımından çok büyük farklar oluşmuştu. Dünya eskisi gibi değildi. Bu gelişmeler ışığında radikal karar alarak, İngiltere 1925, Fransa ise 1927 yılında sabit kura dönüş yapmışlardır. Bu tecrübeyi İngiltere çok ağır bedel ödeyerek yaşamıştır. Sabit kurda

---

<sup>37</sup> Anna J. Schwartz, ” Alternative Monetary Regimes: The Gold Standard”, 1987, NBER, <http://www.nber.org/chapters/c7511>, (24.02.2015)



hiçbir olgu eskisi gibi değildi. İngiltere’de ihraç fiyatlarının yüksek seyretmesi İhracatında bir yıkım yaratmış, rekabet edebilmek için işçi ücretlerinde yapmış olduğu indirimler, ülke içinde artan huzursuzları da beraberinde getirmiştir.

İngiltere’de Ağustos 1914 yılından, Mart 1919 yılına kadar toptan fiyat endeksi % 115 oranında artmış, para birimi ise Mart 1919 yılında sabitlenmesinin ardından, Dolara karşı % 69.5 değer kaybederek, \$3.38 seviyesine gelmiştir. Şubat 1920’de ise hükümet tüm savaş fiyat kontrolünü kaldırdığını ilan etmiş, bunun üzerine fiyatlar % 41 daha yukarı gitmiştir. İngiltere Merkez Bankası fiyatlarla mücadele adına Nisan 1920 yılında faizleri % 7 düzeyine çekmiş, bunun neticesinde fiyatlarda düşüş, kredi genişlemesinde yavaşlama meydana gelirken ülke depresyona girmiştir.<sup>38</sup>

Altın Para sisteminde İngiltere’nin başarısı yadsınamayacak kadar önemliydi. Ödemeler dengesi gayet iyi ve sistemin işleyişinde lider ülke konumundaydı. Fakat savaşın getirdiği ağır yükler borç yapısını bozmuş, uzun vadeli borç verirken kısa vadeli borç almaya başlayınca ihraç fiyatlarının yükselmesine ve sonucunda altın rezervlerinin talebi karşılayamayacak düzeye inmesine ve sonucunda da 1931 yılında tekrardan altın standartı sisteminden ayrılmasına neden olmuştur.

Savaş sonrası deneyimler göstermiştir ki, altın para artık ulusal paraların ayrılmaz bir parçası olarak görevini yerine getiremiyordu. Uluslararası arenada da rezervlerin dağılımında da, ciddi eşitsizlikler meydana geliyordu. ABD 1913 yılında Dünya rezervlerinin % 24’üne sahipken, 1923 yılında bu oran % 44’e yükselmiştir. İngiltere’de ise bu oran % 3’den % 9’a çıkmıştır.<sup>39</sup> Dünya’nın ve işleyen para sisteminin baş aktörü İngiltere’den ABD’ye doğru kaymıştı.

Altın para sistemi 1930’lu yıllarda tamamen çökme noktasına gelmekle birlikte, bu dönemde ülkeler arasındaki belirsizlikler ciddi oranda artmıştır. Bu olumsuz tabloyu daha da derinleştiren hadise ise 1929 ekonomik bunalımı olmuştur. Bankacılık ve dış ticaret yoluyla yayılan kriz ve ülkelerin korumacılık önlemleriyle vermiş oldukları cevaplar, krizi daha da derinleştirmiştir.

---

<sup>38</sup> The International Gold Standard and U.S. Monetary Policy From WW1 To The New Deal, <https://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/craint89.pdf>, (1 Mart 2015)

<sup>39</sup> IMF’nin Kökenleri, [http://ekonomiyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V01\\_N03\\_A03.pdf](http://ekonomiyaklasim.org/pdfs2/EYD_V01_N03_A03.pdf), (2 Mart 2015)

1930'lu yılların başında dünya ticaretinde tam anlamıyla bir çöküş yaşanmıştır. 1929-1932 yılları arasında yapılan dünya ticaret hacminin Dolar cinsinden değeri %50 oranında düşmüştür. Güçlü deflasyon eğilimleri bu çöküşü daha da hızlandırmıştır. Sabit fiyatlarla dünya ticaret hacmi 1932 yılında 1929 yılına göre yaklaşık %30 aşağıda yılı kapatmıştır.<sup>40</sup>

Ülkeler arasında yaşanan deflasyon ve ticaret hacminin daralması beraberinde ülkelerde inanılmaz boyutlara ulaşan işsizliği ve çıktı açığını da beraberinde getirmiştir. Yaşanan bu olumsuz gelişmelerle ülkeler korumacılık adı altında ticari politikalar uygulamışlardır. Öyle ki serbest ticaretin en önemli savunucuları olan ABD ve İngiltere bu politikalarda başı çekmişlerdir. 1930 yılında Smooth-Hawley tarife yasası ABD'de yürürlüğe girmiş ve gümrük tarifeleri yükseltilmiştir. 1933 yılında Dünya ticaretini geliştirmek adına, dünya iktisat konferansı toplanmış olsa da, buradan olumlu bir sonuç alınamamıştır.

Ülkeler arasında sıkıntılar devam ederken, 1933'lü yıllardan itibaren ABD Hükümeti Roosevelt yönetiminde iktisat politikasında değişikliğe giderek tarihi bir adım atmıştır. Başkan Hoover yönetiminde ABD'de işsiz insan sayısı 12 milyon'un üzerine çıkmış, yoksulluk hızlı bir şekilde artarak evsiz insanlarla ülkenin her yeri sarılmıştır. Hoover yönetiminin ekonomik politika anlayışı devlet müdahalesinin olmaması yönündeydi. Bunu da denk bütçeyle ve kamu harcamalarını sıkarak gerçekleştirmiştir, izlenen bu ekonomi politikası işlerin daha da kötü gitmesine neden olmuştur.

Başka Roosevelt, Hoover'dan çok farklı düşünerek, Hükümetin mutlaka yeni bir şeyler yapmasını aynı zamanda artan işsizlik ve sosyal kaosa karşı Keynesyen politikaların izlenerek bundan kurtulanabileceğini belirtmiştir ki, öyle olmuştur. Hem ABD hem de Almanya diğer ülkelerden önce Keynesyen politikalar izleyerek krizden milli gelirlerini en hızlı artıran ülkeler olarak çıkmışlardır.

Dünya ticaret hacminde görülen düşüşle birlikte, ülkeler stratejilerini değiştirerek birbirleriyle çok taraflı ticari anlaşmalar yapmışlardır. Bu da beraberinde ülkeler arasında bloklaşma hareketlerini beraberinde getirmiştir. Ülkeler bölgesel

---

<sup>40</sup> WTO, [https://www.wto.org/english/res\\_e/booksp\\_e/wtr13-2b\\_e.pdf](https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/wtr13-2b_e.pdf)

kamplaşmaya giderek, ticaret kanallarını bu bloklar vasıtasıyla gerçekleştirmişlerdir. Bunlar İngiltere gibi sömürü ve koloni gruplaşması olurken, bir taraftan da Fransa merkezli Avrupa altın standardı ve Almanya'ya bağlı olan merkezi Avrupa ticaret bloku olmuştur.

Savaştan sonra ülkelerin karşılıklı girişimleriyle yeniden canlandırılmaya çalışılan altın standardı sistemi Büyük krizin etkisiyle birlikte çökmüştür. II. Dünya savaşına adım adım yaklaşılırken uluslararası para sisteminde ve ülkeler arasındaki mali ilişkilerde tam bir kaos ortamı hakim olmaya başlamıştır. Bunu hızlandıran süreçler arasında altın standardı sisteminin yıkılması ve ülkelerin birbirlerine karşı rakip para bloklarını oluşturmalarının yanı sıra, gümrük tarifelerinin yüksekliği ve miktar kısıtlamaları durumu daha da ağırlaştırmıştır. Bu dönemde ülkeler aşırı değerlenen paralarını korumak adına devalüasyon girişiminde bulunurken, ticari ortakları da zarar görmemek adına bunlara devalüasyonla karşılık vermekteydi. 1928 yılında 68.090 milyon \$ olan dünya ticareti 1938 yılında 46.500 milyon \$'a düşmüştür.<sup>41</sup>

### **1.1.7 Bretton Woods Dönemi ABD Ekonomisinin Yükselişi**

II. Dünya savaşı sonrasında siyasi ve iktisadi açıdan bakıldığında Amerika Birleşik devletlerinin egemen olduğu bir dönem yaşanmıştır. I. Dünya savaşıdan ABD ekonomisi zaten en güçlü şekilde çıkan ekonomiydi. Fakat bunu politik anlamda zirveye taşıdığı ve küresel yönetim anlamında egemen olarak başat aktör olarak kanıtladığı dönem ise II. Dünya savaşı sonrası olmuştur.

Özellikle 1944 Haziran ayındaki Normandiya çıkarmasının başarılı bir şekilde sonuçlanması ABD ve müttefiklerinin II. Dünya savaşıyla başarıyla atlatacağını göstermesiyle birlikte, dönemin ekonomik ve politik olguları yeniden tartışmaya açılmıştır. Bu tartışmaların en önemlilerinden olan Bretton Woods konferansı sonucunda altın onsunun 35 Dolara bağlanıp uluslararası arenada ABD Dolarına dayalı tek rezerv para biriminin geçerli olduğu yeni bir uluslararası para sistemi yaratılmıştır.

---

<sup>41</sup> IMF'nin Kökenleri, [http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V01\\_N03\\_A03.pdf](http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V01_N03_A03.pdf), (7 Mart 2015)

ABD hegemonyasını perçinleştiren tek olgu rezerv para birimi olarak ABD Dolarının gücü değil, aynı zamanda Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası gibi dünyanın geleceğini hem ekonomik hem de politik yönden etkileme gücüne sahip kurumların da kurulması olmuştur.

Savaşın getirdiği ağır yükler sonucunda özellikle Avrupa ve Asya ülkelerinin yeniden eski günlerine kavuşturulması amacını güden ABD için, Uluslararası Para Fonu hem de Dünya Bankası önemli görevler üstlenmiş, aynı zamanda ABD'nin savaş sonrası ekonomik ve politik gücünü daha da artırmıştır. Dönemin önemli özelliklerinden birisi de ABD ve Sovyetler Birliği arasındaki sıkıntılarının sonucunda 1949 yılında kurulmuş olan Kuzey Atlantik Antlaşması'dır (NATO). Bu kurumun kurulmasıyla hem ekonomik hem de politik anlamda gücünü hissettirmeye başlayan ABD'nin hegemonyasının diğer bir ayağı olan askeri gücü de tamamlayıcı rol oynamıştır.

Bretton Woods sistemiyle birlikte yeni parasal sistemi savaş öncesi döneme göre daha istikrarlı bir yapıya kavuşmuştur. Özellikle ABD'nin sahip olduğu aşırı derecedeki altın rezervleri ABD ekonomisinin gücünü daha da artırmış, sistemde söz sahibi olması yönünde elini güçlendirmiştir. Sağlanan ekonomik istikrar sonucunda üretim ve dış ticaret hızla gelişmeye başlamıştır.

Yeni Parasal sistem 1970'li yılların başlarına kadar sürmüştür, 1949-1970 arası dönemde savaştan zarar görmüş, Asya ve Avrupa ülkelerinin ABD'nin desteğiyle altyapıları iyileştirilmiş ve ekonomik işleyişleri istikrara kavuşturulmaya başlanmıştır. Bretton Woods sistemiyle ABD ekonomisi ve parası ciddi üstünlükler elde etmiştir. Bretton Woods sistemini daha iyi anlayabilmek ve bu sistemin ABD lehine nasıl döndüğünün anlaşılabilmesi açısından White ve Keynes Planlarının detaylı incelenmesi gerekmektedir.

### **1.1.8 White Planı**

Uluslararası para sistemi çoğunlukla II. Dünya savaşı boyunca ve sonrasında ABD ve İngiltere yetkilileri arasında gerçekleştirilen görüşmelerin bir ürünü olarak ortaya çıkmıştır. Gerek Harry Dexter White gerekse de John Maynard Keynes yeni bir

parasal sistemin oluşumunda ciddi katkılar sunmuşlardır. Sistemin dizayn edilmesi ki bunun içinde IMF ve Dünya Kalkınma Bankası gibi kurumları da düşünerek ABD'nin ağırlığının İngiltere'ye nazaran daha fazla olduğunu söylemek lazımdır. Bu savaş sonrası sadece ABD'nin süper ekonomik gücünden değil, White'ın Keynes'e nazaran anahtar meselelerde çok taraflı olarak düşünmesinin de bir kenara atılmaması gerekmektedir.

Uluslararası parasal sistemin ve onun ürünleri olan kurumların oluşumunda değerli iki ismin katkıları yadsınamaz. Her iki isim de istikrarlı bir finans yapısının ve uluslararası arenada daha büyüyen bir ticaret yapısının gelişmesi ve aynı zamanda I. Dünya savaşı sonrasında yapılmış olan hataları yenilenmesinin engellenmesi adına birbirlerinden bağımsız kurumsal yapıları da bünyesinde barındıran planlar üretmişlerdir.

Teknik ve yapısal meseleler bir kenara bırakılırsa, iki plan arasında ciddi ve önemli farklılıklar bulunmaktadır. İlk olarak White'ın hayal ettiği IMF yapısı Keynes'e kıyasla daha ufak ve kaynak dağıtımı konusunda ülkelerin serbestçe talepleri doğrultusunda kullanımına açılması yerine, kaynakların daha seçici ve kıt oranda dağıtılmasını düşünmekteydi. İkinci olarak Keynes'in yeni bir para birimi ("bancor") yaratma fikrine White karşı çıkmaktaydı. Üçüncü olarak White IMF'nin daha uluslararası bir kurum olmasını istemekteydi.<sup>42</sup> Bretton Woods'a giden süreçte Amerikalılar'ın ciddi bir ekonomik gücü olduğu bilinmekteydi. Bunu da sonuna kadar kullanarak istedikleri sistemi empoze etmeyi başarabilecekleri aşıkardı. Fakat bu hikayenin tamamını anlamak ve White'ın sunmuş olduğu çok yönlü planı bir kenara bırakmak gibi bir şeydi. Her iki isim de ekonomik ve politik alanlarda kendi ülkelerini bir adım daha öne çıkarabilmek adına ellerinden geleni yapmışlardır. White ABD'nin itibarının; çok yönlü ve çok uluslu yapının yürüttüğü açık ticaret ve finansa bağlı olduğunu biliyordu. İngilizler ise ABD'nin aksine "İmparatorluğun" ihtiyaçlarının gerektirdiği sistemin idame edilmesi yönünde girişimlerde bulunmaktaydı.

---

<sup>42</sup>NBER, J.H.Riddle, "British and American Plans for International Currency Stabilization" <http://www.nber.org/chapters/c4631.pdf>, (05.05.2015), s.2.

Harry White ikinci nesil Amerikan'dı. Litvanya'dan göç etmiş bir aileden gelmiş olup, 1892 yılında Boston'da doğmuştur. Harvard mezunu olan White çeşitli üniversitelerde de İktisat eğitimi vermiştir. 1934 yılında Hazine'ye girmiştir. 1936 yılında Araştırma ve İstatistik Bölüm Müdür Yardımcısı olarak çalışmış, 1938 yılında da Para araştırmaları bölüm başkanlığı görevini yürütmüştür. 1941 yılında Bakan yardımcılığına kadar yükselmiş ve savaş boyunca ABD'nin önemli ve kilit isimlerinden biri olarak görev yapmıştır.<sup>43</sup>

White aynı zamanda zamanında, konjonktürel maliye politikaları konusunda Keynes'i yakından takip edip en önemli savunucularından da birisidir. Hem mali hem de döviz kuru politikaları alanında Keynes'in düşüncelerinden çok etkilenmiştir. 1937-1938 yılları arasında ABD Hükümeti'nin resesyona yönelik uyguladığı maliye politikalarına gönülden destek vermiştir.

White aynı zamanda Keynes'in makro ekonomi konularındaki görüşlerine de çok yakındır. White Keynes'in ekonomik depresyon dönemlerinde önermiş olduğu genişlemeci maliye politikasına önem verirken, Para politikalarına da Keynes'ten daha fazla önem vermektedir.

White Uluslararası finans konusunda ise Keynes'ten bağımsız şekilde hareket etmiş fakat görüşlerinin şekillenmesinde Harvard'daki hocalarından olan Allyn Young'tan etkilenmiştir. White'ın temel görüşü özellikle Para ve döviz kuru politikalarında kurallara bağlılığı tercih etmiştir. Fakat bu kural nadiren de olsa olağanüstü durumlarda Merkez bankalarını kural dışında tutarak ve onlara esneklik sağlayarak esnetilebileceğini de belirtmiştir. White'ın açıkça sabit fakat ayarlanabilir ("fixed but adjustable") terimi daha sonraları Bretton Woods'a da girecektir.

White aynı zamanda 1934 yılında altının rolünün ne olması gerektiği yönünde bir hazine raporu yayınlamıştır. Bu raporda altının Dolara sabitlenmesini ve bir ons altının değerinin \$35 olması gerektiğini üç aylık bir çalışma sonucunda 400 sayfalık raporunda ayrıntılarıyla açıklamıştır. White altına bağlı sistemi kullanışlı bir disiplin

---

<sup>43</sup> IMF, James M. Boughton, "Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System" <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0252.pdf>, (05.05.2015), s.4.

yaratması açısından önermiş, stres dönemlerinde Merkez bankalarının döviz kurları yönündeki değişiklikleri sağladığı sürece para politikalarının başarılı olacağını vurgulamıştır.<sup>44</sup>

White döviz kuru konusunda gerçekleştirmiş olduğu çalışmalarında yönetilebilir döviz kurunun altın veya başka enstrümanlara çıpalanmaması durumunda tehlikeli sonuçlar ortaya çıkacağını belirtmiş, ülkelerin döviz kurlarını ticari avantaj elde etmek için kullanabilmelerinin önünün açılacağını vurgulamıştır. Bu tehlike tam olarak da Roosevelt'in niyetinde de görülmektedir. Roosevelt döneminde altının fiyatı yukarı çekilerek diğer ülkelere göz dağı verilmiştir. İlk başlarda White bu politikayı açıkça eleştirmese de 1934 yılında altına dönüş fikrini sıkıca sahiplenmiştir.

White'in uluslararası arenada bundan sonra oluşacak olan yeni parasal sisteme en önemli katkılarından birisi, uluslararası kurallara ve anlaşmalara bağlı bir şekilde döviz kurlarının ayarlanması ve bunun yapılırken döviz kurları konusunda neler yapılması gerektiği konusundaki görüşleri olmuştur. White aynı zamanda 1935 yılındaki memorandum kararı sonucunda durgunluktaki bir ekonominin yeniden canlanma aşamasına geçişi için döviz kuru politikalarının aktif olarak kullanılması gerektiğini belirtmiştir.

White aynı zamanda ihracı desteklemek açısından çok sıkı önlemler almak yerine uluslararası anlaşmalar yoluyla döviz kurlarının istikrarın sağlanması ve yabancı hükümetlere anlaşmalar yoluyla resmi krediler verilmesinin uluslararası ticaret ağını koruma önlemlerinden daha çok geliştireceğini savunmuştur. 1935 yılında bu yüzden sterlin sahasına rakip olarak, Dolar sahası yaratılması fikrini savunmuş, ABD politikaları karşısında sterlinin öneminin bu şekilde kırılacağı ve ABD'nin kur stabilize önerisi uluslararası arenada Doların öneminin daha da artırılması konusunda stratejik bir araç olarak kullanılmıştır.

White'in uluslararası arenada işbirliği girişimleri üçlü para anlaşmasında (tripartite monetary agreement) tekrar vukuu bulmuştur. 1936 yılında İngiltere, Fransa ve

---

<sup>44</sup> IMF, James M. Boughton, "Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System" <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0252.pdf>, (05.05.2015), s.7.

ABD arasında yapılan anlaşma sonucunda Frank'ın, uluslararası piyasalarda devalüasyonu aynı zamanda döviz piyasalarında meydana gelebilecek dalgalanmalar konusunda da ülkeler arasında işbirliği sağlanması konusunda Bretton Woods sisteminin yapı taşlarından biri oluşturulmuştur.

White'in önerisi sonrasında Dolar Pound paritesinin tarihi seviyesi olan \$4.86'ya sabitlenmesinin uygun bir seviye olduğu belirtilmiş, aynı zamanda Fransız Frankının da devalüe edilmesi kararına varılmıştır. Bu şekilde anlaşma tamamen İngiltere'yi zor durumda bırakmıştır. Pound bu koşullar altında değerli hale gelmiş ve White'in uluslararası anlaşmalar konusundaki fikri Britanyalı'larla anlaşmalar konusunu beraberinde getirmiştir.

White'in Keynes'den ayrı ve bağımsız olarak geliştirmiş olduğu diğer bir fikir ise daha sonraları gündemi bir hayli meşgul edecek olan Uluslararası sermaye akımlarının kontrolü konusudur. White'in doktora tezinde sermaye ihraçlarının savaş öncesi dönemde Fransa ekonomisi üzerine olan etkileri konusunda yapmış olduğu çalışmada, tam anlamıyla sermaye akımlarının pozitif olduğu görüşünü çürüterek, aşırı şekilde gelen bu akımların hatta zarar verdiği görüşünü savunmuştur. Ölçülü şekilde akıllıca sermaye kontrollerinin özellikle de hacim ve yabancı yatırımcılar ölçüsünde mantıklı bir seçim olabileceğini belirtmiştir.

“Akıllı Kontrol” (Intelligent control) ile ifade edilmek istenen bu akımların durdurulmasından ziyade akıllıca yönetilebilmesini kapsamaktadır. White'a göre ise bunun silahı rezerv tutmak ve tutulan rezervlerin rastgele kullanılmaması olmalıdır. White'in sermaye kontrolleri konusundaki fikirleri özellikle 1930'lu yılların ikinci yarısında tekrar canlanmıştır. 1936 yılında sermaye akımlarının ülkeye doğru akmaya devam ettiğini görünce, ayrıntılı bir plan önererek yabancı sermayeli banka mevduatlarına %100 oranında rezerv tutmalarını önermiştir. Aynı zamanda damga vergisi yoluyla yabancılara menkul kıymet transferlerine de sınırlama getirmiştir.<sup>45</sup>

---

<sup>45</sup> IMF, James M. Boughton, “Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System” <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0252.pdf>, (05.05.2015), s.6.



Dönemin Maliye Bakanı Morgenthau, 1941 yılında yardımcılık görevini üstlenen White'dan müttefiklerle olan ilişkilerin daha da güçlenebilmesi açısından özellikle gerek müttefiklere parasal yardımda bulunabilmek, gerekse de savaş sonrasında oluşabilecek yeni bir sistemin temelini atması adına istikrar fonu hazırlamasını istemiştir.

ABD ve White ekonomik başarının siyasal başarıyı da beraberinde getireceğinden çok emindiler. Özellikle savaş ortamı ve sonrasında getirmiş olduğu zorluk ve ABD'nin yükselen ekonomisi müttefiklere yardım bahanesiyle yeni bir şekil almıştır.

White planının yapısal taşlarına baktığımızda müttefiklerin iktisadi açıdan gelişmelerine, ticaret hacimlerinin artırılmasına, parasal sistemlerinin onarılıp yeniden stabilize edilmesine, özellikle savaş ekonomisinin yıkıcı sonuçlarının bertaraf edilerek yerini barışçıl bir ekonomik sistemin sağlanması amaçlanmıştır. Bunların da sermaye ve yetki verilerek, uluslararası bir kurum yardımıyla gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır.

Dönemin özelliklerine detaylı olarak bakıldığında, ABD ve İngiltere'nin başını çektiği "eski düzen" sistemiyle bu sisteminin en önemli savunucuları Roosevelt yönetimindeki ABD olmuştur. Diğer tarafta ise Hitler önderliğinde Almanya'nın ekonomi bakanlığı görevini yöneten Walter Frank'ın öne sürmüş olduğu Avrupa devletleri'nin ve onların sistemik ve ekonomik işleyişlerine karşı Markın önderliğinde geliştirmiş oldukları "yeni düzen" hayali yer almıştır. Aynı zamanda dönemin ekopolitik yapısına bakıldığında, ABD ve İngiltere'nin 1942 yılları sonundaki güçlü yapısı Almanya'nın bu konuda fazla söz sahibi olamayacağını ve yeni uluslararası sistemin ABD ile İngiltere arasındaki fikir alışverişini sonucunda kurulacağını bir göstergesi olmuştur.<sup>46</sup>

---

<sup>46</sup> Harold James, "The Multiple Contexts of Bretton Woods", Oxford Review of Economic Policy, 2012, Vol.28, No.3  
[https://www.princeton.edu/system/files/research/documents/james\\_the\\_multiple\\_contexts\\_of\\_bretton\\_woods.pdf](https://www.princeton.edu/system/files/research/documents/james_the_multiple_contexts_of_bretton_woods.pdf), (06.05.2015),s.2.

ABD adına savaşın sonucunda White'ın ana hatlarını çizdiği planda uluslararası ödemelerde tekrar sıkıntı yaşamamak, dünya'nın imarı ve gelişimini düzenlemek, ticaret hacimlerinin artırılmasına çalışmak, ülkelerin ekonomik gelişmelerini sağlayabilmek adına gerekli sermayenin sağlanması ve buna engel olacak unsurların kaldırılması ana hedefler olmuştur.

White bu gelişmeleri sağlayabilecek olan iki kuruluş önermiştir: Bunlardan ilki günümüz IMF örgütünün öncüsü sayılabilecek olan İstikrar Fonu (United and Associated Nations Stabilization Fund) dur. Önerilen diğer kurum ise İmar ve Kalkınma Bankası Bank for Reconstruction and Development of the United and Associated Nations) dır.<sup>47</sup>

White ABD ekonomisinin savaştan daha da güçlenerek çıktığının bilinciyle adımlarını daha sağlam atmıştır. Bu nedenle de dünya ticaretine konulmuş olan kısıtlamaların kaldırılmasını, yeni olacak sistemde altın standardı gibi istikrarın olmasını ve bu sistemin işleyişinin en iyi sabit kurla sağlanacağını savunmuştur. White'ın diğer bir çekincesi de 1920'li yıllarda yaşanmış olan enflasyonist ortamın bir daha gün yüzüne çıkmaması konusudur ve bu noktada dış denkleşmede açık veren ülkelerin sorumluluğu almasını önermekteydi.<sup>48</sup>

White Planı'nın yeni düzende ve yeni sistemde en önemli unsuru hiç kuşkusuz "İstikrar Fonu" olmuştur. Fon uluslararası işlemlerde istikrarlı kurların sağlanmasından, ticari kısıtlayıcı engellerin azaltılması ve sermaye akımlarının kolaylaştırılmasına kadar bir çok konuda yetkili kılınıp düzeni sağlamada çok önemli bir konuma getirilmiştir. Fon aynı zamanda ticaret yapan ülkelerin ikili kliring düzenlemelerini de kaldırarak, iç politik ve ekonomik istikrarsızlıklarında yardım edici bir görev üstlenecekti.

İstikrar Fonun'da aynı zamanda altın, döviz ve kıymetli evraklar alınıp satılabilecek diğer bir anlamıyla "kliring house" işlevi yapacaktı.<sup>49</sup>

---

<sup>47</sup> IMF'nin Kökenleri, [http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V01\\_N03\\_A03.pdf](http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V01_N03_A03.pdf), "Ergun Türkcan", (07.05.2015) s.8.

<sup>48</sup> Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, 18. Basım, İstanbul: Güzem Can Yayınevi, 2013, s.543.

<sup>49</sup> NBER, J.H.Riddle, "British and American Plans for International Currency Stabilization" <http://www.nber.org/chapters/c4631.pdf>, (05.05.2015), s.8.

### 1.1.9 Keynes Planı

Ekonomi politikalarının uygulanması açısından Keynes ve White büyük ölçüde fikir birliğindeydiler. Her iki isim de Keynesyen fikirler taşımaktaydılar. İstihdam konusunda çevrime karşı maliye politikası uygulanması konusunda fikir birliğine varmışlardır.

White ve Keynes malların ve hizmetlerin açık ticaretini destekleyici yönde olması gereken kurların sabit fakat ayarlanabilir olmasını onaylamışlardır. Fakat ortak noktaların aksine bazı konularda ciddi fikir ayrılıkları görülmüştür. Özellikle savaş sonrası dönemin altyapısını oluştururken bu farklar gün yüzüne daha çok çıkmıştır.

White yeniden yapılacak olan sistem konusunda daha realistik olurken, Keynes bunu tam anlamıyla gerçekleştirememiştir. Keynes bütün çabasını ve amacını savaş sonrası dönemde hem ekonomik hem de politik gücünü kaybeden Britanya'nın yeniden hegemon olabilmesi adına harcamıştır. White ise bütün gayretini fiyat istikrarı ve parasal disiplinin yeniden sağlanması üzerine inşa etmiştir.<sup>50</sup>

Planlarda diğer ilgi çekici bir özellik ise, iki siyasi aktörün de 1930'lu yıllardan beri birbirlerini tanımalarına rağmen, 1942'li yıllara değin birbirlerinin planlarından hiç haberdar olmamalarıdır.

Keynes enerjisinin çoğunu İngiltere İmparatorluğu'nun korunmasını ve kaybettiği gücünü geri kazanması yönünde ikili ilişkilerle ayakta tutmak için harcamış, aynı zamanda bunu ABD'nin de yükselişini engelleyebilmek adına gerçekleştirmeye çalışmıştır. İngiltere savaş boyunca ABD'den güçlü finans desteği talebinde bulunmuştur. Aslına bakılırsa sadece savaş dönemi boyunca değil, savaş sonunda da ekonomisini yeniden inşa etmek için bu desteğe muhtaç olmuştur.

Savaştan sonraki ekonomik düzenin ne şekilde olacağı ve bu düzene kimin şekil vereceğini anlayabilmek için, özellikle Karşılıklı Yardım Anlaşması (Mutual Aid

---

<sup>50</sup> IMF, James M. Boughton, "Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System" <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0252.pdf>, (05.05.2015),

Agreement) ve İmparatorluk tercihli tarifelerinin (Empire Preferences) de payının hiç az olmadığı unutulmamalıdır.

ABD ve İngiltere arasında 1942 yılında imzalanan Karşılıklı Yardım anlaşması her iki ülkenin de geleceğini tayin etmiştir. Özellikle VII. Madde konusundaki tartışmalar İngiltere'yi çok zorlamış ve ABD'nin önerilerini kabul etmek zorunda kalmıştır. Özellikle İngiltere'nin sömürgelerine karşı uygulamış olduğu ayrımcı politikalara, ABD Hükümeti kesin bir şekilde karşı çıkarak, her ülkeye eşit şekilde ticari ve ekonomik politikalarda eşit davranılması gerektiğini savunmuştur.

İngiltere ABD'nin baskı ve zorlamaları sonrasında egemen olduğu sömürgelerine karşı uygulamış olduğu tercihli tarifelerin (Imperial Preference) kaldırılması konusunda boyun eğmek zorunda kalmıştır. İngiltere'nin bu haklarından vazgeçmesi karşılığında, ödünç verme ve kiralama anlaşmasından yararlanabilecekti. ABD'nin 1933 yılından beri savunduğu politikalar, sonucunda meyvelerini vermeye başlayacaktı.

İngiltere'de Keynes savaş sonrası dönemde ticari engellerin ve buna yönelik uygulamaların kaldırılmasına karşıydı. Fakat gerekli ekonomik koşulların yaratılmadan İngiltere'nin bu haklarından vazgeçmesini de kesinlikle istemiyordu.<sup>51</sup> İngiltere tarafı ABD ile birlikte gelecekteki ekonomik yapının şekillendirilmesini ve bunda İngiltere'nin de söz sahibi olmasını isterken ABD savaştan güçlü olarak çıkmasının siyasi kazanımını ekonomik anlamda da güçlendirmek istemekteydi.

İngiltere savaştan ağır bir şekilde çıkmış denizaşırı yatırımlarının çoğunu kaybetmiş, kurlarda rekabet gücünü yitirmiş ve ticaret de ağır yaralar almıştı. Bunların hepsinin sonucunda İngiltere'ye dönüşü ciddi boyutlara ulaşan ödemeler bilançosu açıkları olmuştur. İngiltere'nin karşılıklı tercihlerden vazgeçmede neden bu kadar ısrar ettiğinin en büyük kanıtı içinde bulunduğu olumsuz ekonomik koşullardır.

İngiltere üzerindeki yoğun baskılara dayanamayıp 1942 yılında Roosevelt'in dayatmış olduğu kayıtlamalar dahil, karşılıklı yardım anlaşmasını imzalamak zorunda

---

<sup>51</sup>Princeton University, Essay in International Finance ,1994  
[http://www.princeton.edu/~ies/IES\\_Essays/E192.pdf,\(05.09.2015\)](http://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E192.pdf,(05.09.2015)) s.7

kalmıştır. ABD'nin içinde bulunmuş olduğu ortama rağmen ayrımcı politika izlememesi de tarihi başarılarından birisi olmuştur.<sup>52</sup> Keynes bu anlaşma sonucunda kendi politikalarını belirleme konusunda içine düştükleri durumu bir çelişki olarak kamuoyuna duyurmuştur. Çünkü serbest ticaret denilince akla gelen ilk ülke olan İngiltere ayrımcı politikalarının kaldırılması gündeme geldiğinde aşırı şekilde karşı çıkmıştır.

Keynes'in düşündüğü sistemi açıklarken en önemli önerilerinden birisi, Uluslararası kliring birliğinin kurulmasıydı. Bu şekilde yapmış olduğu para birliği önerisiyle birlikte bunu tamamlayacak bir de "bancor" adını verdiği altın cinsinden sabit bir kaydi para sistemi oturtmak istemiştir. Aynı zamanda ülkelerin borç ve alacakların sınırsız bir biçimde artmasını önlemek için gerekli önlemler alınacak, sistem uzun dönemde kendi kendine dengeye getirme felsefesini gerçekleştirebilecekti.

Keynes'in savunmuş olduğu para birliğinde İngiltere ve ABD'ye özel yetkilerin verildiği, daha doğrusu kurucu ülke statüsünde ayrıcalıklı bir yapıya kavuşturulması gerektiğini savunmuştur.

Keynes'in savunmuş olduğu planın diğer bir özelliği ise, dünya ticaretinde daraltıcı yönde politikalar yerine, genişletici yönde politikaların benimsenmesi gerektiği olmuştur. Bunun için de Uluslararası ticaretin genişletilmesinde geniş tabanlı ve ayrıcalıklı uluslararası bir örgüte yer verilmesi gerektiği gündeme gelmiş, Uluslararası ticaret örgütünün oluşması için gerekli adımlar atılmıştır.

Keynes'in savaş sonrası dönemle ilgili önemli tespitlerinden birisi de Uluslararası Takas Birliğini'nin savaş sonrası dönemdeki ayırt edici özelliğidir. Öyle ki savaş öncesi dönemle ilgili tespitlerinde Londra'nın dönemin finans merkezi konumunda olduğunu ve ödemeler fazlası verdiğini, diğer ülkelere gerekli kredi ve kolaylıkları sağlayabilmekte olduğunu savunurken New York'un savaş sonrası dönemde elde etmiş olduğu bu yeni görevin Londra'nın 19.yy'da yapmış olduğu başarılı görevi yerinde getirememekte olduğu atıl kapasitenin diğer ülkelere kaymadığı ve borçlanma yapısının giderek kötüleştiğini belirtmiştir.

---

<sup>52</sup>IMF'nin Kökenleri, [http://ekonomiyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V01\\_N03\\_A03.pdf](http://ekonomiyaklasim.org/pdfs2/EYD_V01_N03_A03.pdf), (5 Eylül 2015)

Keynes altının konumu ve yapısıyla ilgili de radikal değişikliklere gidilmesi tarafında değildir. II. Dünya savaşı sonrasında altının değer saklama aracı olarak psikolojik olarak hala önemini koruduğunu görürken onu tamamen ikame edecek bir şeyin de bulunmasının hala zor olduğu kanısındadır. Keynes savaş sonrası dönemde uluslararası örgütlerin daha da öneminin artması gerektiğini savunmuştur.

Para birliğinin denetleme ve fiyat istikrarını sağlaması açısından gücünü gösterebilecek çok farklı yöntemlerin olduğunu belirtmiş bunun için de dört önemli kuruluş önermiş ve serbest ekonomik politikalar yönünden White ile bir kez daha ayrılmıştır. Bunlar Uluslararası İktisat Kurulu, Uluslararası Yatırım ve Kalkınma Korporasyonu, Emtia Kurulları konjonktürde meydana gelecek olumsuz durumlara karşı savaşta önemli güçler olarak kullanılabilir tezini ileri sürmüştür. Fakat hangi kurumun hangi görevi üstleneceği açıkça belirtilmemiş olmasından dolayı yürürlüğe girememiştir.

Keynes Planı, White'a 1942 yılında ulaşmıştı. Taraflar önemli konularda fikir ayrılığı içerisindeydiler. Birlikte ortak hareket edecek gibi değillerdi. Özellikle White'ın kendi banka önerilerinden Keynes'in Klering Birliği önerisi ABD'ye hiç sıcak gelmiyordu. Klering Birliği'ndeki sınırsız sorumluluk prensibi ABD tarafından en karşı çıkılan madde konumundaydı.

Keynes'in planının üç önemli noktası üzerinde durulacak olursa, özellikle ülkelere otomatik kredi sağlanması yönünde bir mekanizmanın kurulması, uluslararası ödeme ve denkleşme sisteminde dış açıktan ziyade dış fazla veren ülkelerin denkleşme görevini daha fazla üstlenmesini bir dünya Merkez bankası görevini üstlenecek Klering Birliği'nin kurulup uluslararası bir ödeme aracı olacak olan "bancor" ile bunun sağlanmasını hedeflemektedir.

Keynes planında ülkelerin inşası için Klering Birliği'nin \$26 milyar Dolarlık bir kaynak ayırmasını istemiş, bu rakam ise ABD'de üretilen nihai mal ve hizmetlerin toplam değerini bile aşmaktaydı. White ise Keynes'den bu noktada ayrışırken düşünmüş olduğu rakam \$5 milyar Dolardı.

Keynes'in White ile ayrıldığı diğer bir nokta ise kotalar ve oy hakkının hesaplanması konusunda yaşanmıştır. Keynes planında bu hesaplama dış ticaret ağırlıklı iken ABD planında bu hesaplama yalnızca dış ticaret değil, aynı zamanda altın ve milli geliri de içine alacak şekilde hesaplanmıştır. ABD savaş sonrası sahip olduğu ekonomik güç, altın rezervi ve istemediği olumsuz kararlara veto hakkı ABD'yi süper güç olma yolunda White planıyla desteklemekteydi.



## İKİNCİ BÖLÜM

### 2.1 BRETTON WOODS SİSTEMİ

#### 2.1.1 Bretton Woods Sistemi'nin Yapısı

1944 yılı Temmuz ayında ABD'nin New Hampshire eyaletinin Bretton Woods kasabasında 45 ülkenin katılımıyla gerçekleşen konferans sonucunda savaş sonrası oluşan durumun geleceği, hem ekonomik hem de politik anlamda tartışılmış olup, IMF ve Dünya Bankası gibi eko politik anlamda büyük öneme sahip kurumların görevleri ve bundan sonra Dünya ekonomisi ve siyasi yapısında nasıl yer alacağı karara bağlanmıştır.<sup>53</sup>

Keynes tarafından ortaya atılan ve White tarafından nihai şekli verilen para fonu görüşü nihai şeklini almış olup, sistem yıkılincaya kadar uluslararası parasal sistemin ana öğelerinden birini oluşturmuştur.

IMF ve Bretton Woods sistemi iki savaş dönemi boyunca Versay anlaşmasıyla sonuçlanmış olumsuzlukları, Milletler Cemiyeti deneyimi ve ikinci dünya savaşının yaratmış olduğu ekonomik yıkımın tecrübeleri ışığında tasarlanmıştır.<sup>54</sup>

Bretton Woods sisteminde amaçlanan ekonomik istikrar ve ülkelerin büyüme ve ciddi sorunlarla mücadele konusunda kendilerini daha rahat hissedebilecekleri kurumsal altyapının oluşturulması, bunun da kurumsal düzenlemelerle sağlanması aynı zamanda ülkelerin haksız rekabet avantajı elde etmemeleri, özellikle de kasıtlı devalüe hareketlerine yer verilmemesi amaçlanmıştır.

Sistemin ana temasını White'ın planı oluştursa da, yaşanan geçmiş tecrübeler ve Keynes'in dünya ekonomisine kazandırmış olduğu devletin ekonomik alanda

---

<sup>53</sup> SETA, IMF ve Küresel Misyon Arayışı, 2009, <http://file.setav.org/Files/Pdf/imf-ve-kuresel-misyon-arayisi.pdf>, (08.09.2015), s.2

<sup>54</sup> Pauly, L. (1997) Who Elected the Bankers: Surveillance and Control in the World Economy, Ithaca, NY: Cornell University Press.



mutlaka yer alması fikri ülkelerin uluslararası arenada daha aktif ve istikrarlı bir yapı için kendi kararlarını alabilmelerini gerekli kılmıştır.

Bretton Woods sistemi ilk bakışta ekonomik bir yapı üzerine kurulmuş olarak gözükse de, özellikle siyasi amaçları da bünyesinde barındırmıştır. Soğuk savaş dönemi boyunca Sovyet sisteminin işleyişi ve diğer ülkelere göz dağı vermesi karşısında Sovyetlere tepki olarak daha etkili ve güvenli bir piyasa sunma gayesi stratejik amaçlar arasında yer almıştır.<sup>55</sup>

ABD'nin özellikle White planını, ekonomik ve siyasi gücünün etkisiyle kabul ettirmesi sonucunda, sistemin ABD'nin çıkarlarına işletilmek istendiği yadsınamaz. Özellikle ekonomik ticaretin gelişimi, istihdamın artırılması ve ekonomik büyümenin hızlandırılmak istenmesi, planın arkasında duran ve herkes tarafından kabul edilmesine zemin oluşturan ABD Dolarının merkezde yer aldığı sabit bir kur rejimine (par value) dayalı şekilde kurulmuştur. Bu sistemin önemli saç ayaklarından birisi de IMF olmuştur.

1945-1971 yılları arasında IMF'ye üye olan ülkeler resmi kur oranlarını (onsu 35 Dolardan altına çevrilecek şekilde) Amerikan Dolarına sabitleyerek özellikle de radikal bir ekonomik değişiklik olmadığı sürece, IMF onayı alınmadan kur oranlarını değiştiremeyeceklerine dair taahhüt altına girmişlerdir.<sup>56</sup>

Bretton Woods sistemiyle ABD Doları hem hukuki olarak rezerv para birimi konumuna otururken IMF yardımının etkisiyle de, ticari ve ekonomik büyümeye olan katkısıyla global anlamdaki hegemonyasını daha da perçinlemiştir. Toplantının yapıldığı yerden ötürü her ne kadar Bretton Woods sistemi dense de sistemin daha düzenli işleyişini sağlama yönünde kendisine verilen görevden ötürü sisteme “IMF sistemi” de denmektedir.

Bretton Woods sisteminde ABD dışındaki tüm IMF üyeleri, resmi kurlardan paralarının değerini Dolar cinsinden tanımlamış, bu paranın resmi Dolar karşılığına da

---

<sup>55</sup>. Beeson, M. ve Broome, A. (2008) “Watching from the Sidelines: The Decline of the IMF’s Crisis Management Role”, *Contemporary Politics*, 14 (4), s.395.

<sup>56</sup> SETA, IMF ve Küresel Misyon Arayışı, 2009, <http://file.setav.org/Files/Pdf/imf-ve-kuresel-misyon-arayisi.pdf>, (08.09.2015),s.3.

Dolar paritesi adı verilmiştir. ABD'nin para birimi olan USD ise ayrıcalıklı konumundan ötürü bir başka ülkenin parasına değil, 1 ons: 35\$ fiyatından altına bağlanmıştır.<sup>57</sup>

### 2.1.2 Bretton Woods Sisteminin İşleyişi

Bretton Woods sisteminde, ülkeler ilan edilmiş sabit kurları (par value) değiştirmemeyi ya da çok dar bir sınır içerisinde hareket ettirmeyi kabul etmişlerdir. Uluslararası Para Fonu, sabit kurların ve sistemin hem gözetleyicisi hem de denetleyicisi konumunda bulunmuştur. Sistem işleyişinde ülke Merkez bankaları da sistem dışına itilmemiş kurların aşırı sapmasını önleyebilmek adına para arzlarında meydana gelebilecek fazlalık ya da azalma durumlarında uluslararası işlemlerde piyasaya müdahale edebileceklerdi.<sup>58</sup>

Bretton Woods sisteminde uluslararası rezerv olarak iki tür yapı ortaya çıkmaktadır; Altın ve fonun katılma kotaları yoluyla toplamış olduğu ulusal paralar yani döviz. Bütün ulusal paraların değerleri (par value) altına ve ABD Dolarına göre belirlendiğinden, ABD bu sistem içinde ayrıcalıklı bir yere sahipti. Çünkü ABD Dolarının değeri sadece altına göre belirlenmişti.

ABD ayrıca, yabancı Merkez bankalarına ellerindeki Dolarları Federal Rezerv Bank'a getirmeleri durumunda sabit resmi fiyatlardan o ülkelere altın satma sorumluluğunu da üstlenmekteydi. Sistemde buna "altın kambiyo sistemi" de denmektedir.

Bretton woods sisteminin getirdiği en önemli sonuçlardan bir tanesi, altın değişim sisteminin yürürlüğe girmesidir. Bu anlaşmaya göre ülkelerin para birimi altın veya altına bağlanmış para birimine bağlanıyordu. Kısa dönemde, döviz kurunun sabit paritenin en fazla %1 aralığı içerisinde dalgalanması mümkündü. Uzun dönemde ise bir temel dengesizlik sorunu söz konusu olursa, IMF'nin onayı ile tek taraflı devalüasyona izin verilmekteydi.

---

<sup>57</sup> Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, 18. Basım, İstanbul: Güzem Can Yayınevi, 2013, s.544.

<sup>58</sup> NBER, Global Imbalances and The Lessons of Bretton Woods, 2004, <http://www.nber.org/papers/w10497.pdf>, (12.09.2015), s.20

Bretton Woods sisteminde ulusal paraların Dolar paritesi etrafında dalgalanma marjı alt ve üst yönde  $\pm 1\%$  olarak sınırlanmıştır.<sup>59</sup> Bretton Woods sisteminde dış ödeme problemlerini giderebilmek için üye ülkelere belirli imkanlar tanımlanmaktaydı. Ancak, temelde bir ayarlanabilir sabit kur sistemi olduğu için devalüasyon ve revalüasyon en son başvurulacak yöntemlerden biriydi.

Sistemin önemli öğelerinden biri olan IMF'nin görevi de dış açık problemiyle karşılaşan üye ülkelere kısa süreli krediler sağlamaktaydı. Bütün önlemlere rağmen açıklar hala giderilememişse IMF'nin izni kaydıyla devalüasyon yöntemine başvurabilmekteydi. Buradaki sınırdaki %10 dan daha fazla yapılacak bir devalüasyon için IMF'nin izni alınması gerekiyordu.

ABD'nin sistem içindeki ayrıcalıklı konumu özellikle de sadece altına göre belirlenmiş olan Doları onu özel bir konuma yerleştirmekteydi. Doların uluslararası rezerv olarak imtiyazlı konumu onu daha da güçlendirmekteydi.<sup>60</sup>

Uluslararası ticaretle, hizmet ve sermaye muameleleri ile uğraşan özel bankalar, firmalar ve şahıslar tarafından da ulusal para otoriteleri gibi istenir ve saklanabilir bir durumda bulunması nedeniyle, ABD Doları, altın kadar hatta ondan daha iyi bir uluslararası rezerv statüsü kazanmıştır.<sup>61</sup> Bu sistem içinde Dolar rezerv para (reserve currency) haline gelince, ABD kendi para arzını artırarak uluslararası para yaratarak bir nebze Dünya Merkez Bankası görevini de dolaylı yoldan üstleniyordu.<sup>62</sup>

Bretton Woods sisteminde 1944 ile 1973 yılları arasında bazı sıkıntılı dönemler olmuş ve resesyona yaşanmış olsa da, dönemin geneli itibarıyla kur istikrarının, düşük enflasyon oranlarının buna eşlik eden düşük işsizlik oranları ve yüksek büyüme oranlarıyla birlikte reel gelirlerde artış gözlenmiştir. Özellikle 1921-1936 yılları

---

<sup>59</sup> “Yeni Uluslararası Para Sistemi Karşısında Gelişen Ülkeler”, [http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V01\\_N01\\_A06.pdf](http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V01_N01_A06.pdf), (12.09.2015)

<sup>60</sup> Gulati I.S. International Monetary Retorms in Retrospect and Prospect Commonwealth Economic Paper No. 7, London, (1977)

<sup>61</sup> Triffin. Robert, The International Monetary Order, The Indian Economic Journal July, Sept. 1978.

<sup>62</sup> Solomoon, Robert. *The International Monetary System 1945 - 197\_6, An Insider's View*, Harper and Row, New York, 1977

arasında yaşanan olumsuz gelişmelerle kıyaslandığında, daha verimli bir dönem olmuştur.

Bretton Woods sistemine yönelik yapılan çalışmalarda özellikle enflasyon ve büyüme oranlarının analizinde çok çarpıcı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Tarihsel olarak en düşük enflasyon oranının altın standardı döneminde olduğu ve Bretton Woods döneminde enflasyon oranının dalgalı kur dönemine göreceli olarak daha düşük olduğu sonucuna varmıştır. Kişi başına milli gelir artış oranı ise en yüksek düzeyine Bretton Woods döneminin konvertibilite alt döneminde ulaşmış, en düşük artış oranı ise, iki savaş arası (1919-1938) dönemde gerçekleşmiştir. Ayrıca, Bretton Woods döneminin konvertibilite alt döneminde, gelirdeki dalgalanmalar da en az düşük seviyesinde olmuştur.<sup>63</sup>

### 2.1.3 Bretton Woods Sistemi ve ABD

Bretton Woods sisteminde ayarlanabilir sabit kur biçiminde uygulanan döviz kuru sisteminden ABD Dolarının ayrıcalıklı statüsü tartışmaya yer vermeyecek kadar açıktır.

Sistemin içinde ABD Doları hegemonyası karşımıza dört temel noktada çıkmaktadır. **Uluslararası ödemelerde** ağırlıklı olarak ABD Dolarının kullanımı, değerinde aşınma olmadığı için borç ve alacak işlemlerinde özellikle bütçe gibi konularda Dolar ile tanımlama yapılması yönünden **değer standardı** görevini üstlenmiştir. Dış ödeme işlemlerinde ağırlıklı olarak kullanıldığından ve Dolar altın ile birlikte ülkelerin dış ödemelerinde kullanılmak üzere biriktirildiğinden **rezerv para** konumunu almıştır. Aynı zamanda ülkelerin paralarının resmi değerleri Dolar ile tanımlandığından değerinin sabit tutulması açısından piyasaya yapılan düzeltme işlemlerinde bir **müdahale aracı** olarak kullanılmıştır.

---

<sup>63</sup> MÜSLÜMOV, A., MÜBARİZ, H., ÖZYILDIRIM, C., (2002). Döviz kuru sistemleri ve Türkiye’de uygulanan döviz kuru sistemlerinin ekonomiye etkileri. *TÜGİAD Ekonomi Ödülleri 2002 Bilimsel Eser Yarışması*, 1-14. ss.

Altın değişim standardının geniş olarak kabul görmesinin ana sebeplerinden birisi de, ABD dışında para otoritelerinin ABD Hazinesinin Dolar ile altın arasındaki çift yönlü konvertibilitayı sağlayabileceğine inanmalarıydı.

ABD'nin savaş sonrası hem ekonomik hem de siyasi anlamda zaferle çıktığının en açık göstergesi olan White Planı'nın kabulü ve Breton Woods konferansı sonucunda ABD Dolarının ayrıcalıklı statüsü gelecek yüzyılları ABD'nin eksenini etrafında şekillendirmiştir. ABD Doları uluslararası piyasada bir anlamda “anahtar para” (key currency) statüsü kazanmıştır.

II. Dünya Savaşı sonrası böyle bir statünün kazanımı hiç tesadüf olmamıştır. Özellikle de ekonomisinin dünya'daki ağırlığı, dünya ticaretindeki payı ve arzının kolayca artırılabilmesi tüm çevreler tarafından kabul görmesini beraberinde getirmiştir. Özellikle savaş sonrası ABD, komünist Blok dışında dünya sanayi üretiminin üçte ikisini tek başına karşılıyordu.<sup>64</sup> Çoğu Avrupa ülkeleri ve özellikle de Japonya yıkılan ekonomilerini toparlamaya çalışmaktaydı. Bu üstünlük anahtar para statüsünü perçinlemeye yetmiştir.

ABD'nin ayrıcalıklı statüsünü perçinleyen diğer bir olgu da diğer ülkelerin Merkez bankalarının ellerindeki Dolar rezervlerini Federal Rezerv'e getirdikleri zaman istedikleri gibi altına çevirebilme özelliklerinden ileri gelmekle beraber, Doların altın kadar iyi bir para olarak görülmesine neden oluyordu. Diğer Merkez bankaları ellerindeki Dolarlarla başka bir avantaj da elde edebiliyorlardı. O da menkul kıymetlere yatırarak Dolar faizi elde edebilmeleriydi.

ABD Dolarının uluslararası arenada sahip olduğu bu ayrıcalık, gelecek yüzyılda da finansal piyasalardaki çerçeveyi belirleme yönünden önemli bir unsur olarak tartışılmaya devam edebilir olacaktır. Özellikle ABD'nin bu durumdan kendisine sağladığı önemli yararlar da bulunmaktadır.

ABD Dolarının rezerv para birimi olarak diğer tüm ülkelere kabul edilmesi ABD'ye bastığı paralarla ithalatını finanse edebilme imkanını sağlamıştır. Amerika

---

<sup>64</sup> Seyidoğlu, s.545.

Birleşik Devletleri dışındaki ülkelerin kendi yaratmış oldukları ithalat giderlerini finanse edebilmeleri için, ancak ve ancak mal ve hizmet ihracatlarını artırarak veya diğer yollardan Dolar geliri elde edebilmelerine bağlı olmuştur.

ABD'nin elde etmiş olduğu senyoraj kazançları yalnız ekonomik alanda değil, aynı zamanda da uluslararası siyasal ilişkilerde de, ABD'ye ayrıcalıklı bir konum sağlamıştır.

Bretton Woods sisteminde özellikle IMF'yi de arkasına alan ABD diğer ülkelerden daha büyük sorumluluk altına girmektedir. ABD dış denkleme durumuna diğer ülkelerden daha fazla özen göstermek ve ödemeler bilançosunda aşırı açık yaratacak politikalardan da kaçınmak durumundaydı.

ABD'nin devasa dış açıklar vermesi, ABD Dolarının değerini uluslararası piyasalarda düşürerek, ABD'nin hem ekonomik hem de siyasi üstünlüğünü sorgulatabilecek bir pozisyona sokabilirdi. ABD'nin Doları tek başına devalüe etme olanağı da bulunmadığından, sorumluluğunu daha da artırmaktaydı. Özellikle önceki dönemlerle kıyaslandığında devalüasyon ve dış ticaret kısıtlamaları ABD'nin Dünya'ya sunduğu önerilerle de bağdaşmazdı.

ABD'nin diğer ülkelere nazaran sorumluluğunu artıran diğer bir olgu ise, başka ülke Merkez bankaları'nın sunacakları dolarları altına çevirmekle yükümlü olduğundan, bu ülkelerin Dolar rezervlerinin aşırı ölçüde büyüyerek altın stoklarının erimesine karşı da dikkatli olmak zorundaydı.

ABD'de uluslararası mali piyasaların gelişmiş olduğu dönemde New York'da dönemin önemli mali merkezi statüsüne kavuşmuştur. ABD üzerindeki yükü daha da artırmıştır. Yabancı ülkelerin ve şirketlerin bu piyasalarda rahatlıkla borçlanabilmeleri açısından Dolar likiditesini ve faizlerin aşırı şekilde oynayıp, ödemeler bilançosu üzerinde hasarlar vermemesi açısından ABD'yi hem rezerv para biriminin değerinin hem de ikinci el piyasanın rahat hareket edebilmesi açısından yönetimi zorlamıştır.

#### 2.1.4 Bretton Woods Sistemi ve ABD Ekonomik Yapısı

Bretton Woods sisteminin hem ekonomik hem de siyasi temelini baş aktörü olan ABD sistemin işleyişinde de kritik konumda olmuş olup, özellikle halkın siyasi tercihleri sonucunda, hem kendi seçimlerinde, hem de dünyanın geri kalanına karşı ciddi adımlar atmak zorunda kalmıştır. O dönemlerden birisi de 1960 yılında Başkan Kennedy tarafından Demokratik Parti Başkan Yardımcılığı'na aday gösterilip Nixon'a karşı zafer kazanan 1963 yılında Lyndon B. Johnson ABD'nin 36. başkanı olmuştur.

ABD ve Dünya tarihinde “guns and butter” terimleriyle çığır açmış olup, Amerika tarihinin en yüksek oy oranlarından birini alarak başkanlığa seçilmiştir. Politika seçiminde “guns” olarak tabir edilen, Vietnam savaşıyla “butter” ile gönderme yaptığı ABD’de yaratmak istediği refah toplumunu atfetmiştir.

Lyndon B. Johnson başkanlığa geldiği zaman ikiye ayrılmış olan Vietnam’da SSCB ve Çin desteği gören Kuzey Vietnam’a karşı Güney Vietnam’ı desteklemek zorunda kalmıştır.<sup>65</sup> Çünkü Başkan Güney Vietnam’ın Kuzey’e yenik düşmesi durumunda diğer Uzakdoğu ülkelerinin doğu bloku eline geçeceğinden çekinmekteydi.

Tonkin Körfezinden Kuzey Vietnam’ın bir ABD destroyerine saldırması bahane gösterilerek ABD kendisini Vietnam savaşının içinde bulmuş, gelecek dönemlerini etkileyecek gelişmelerin gölgesinde kalmıştır.

Lyndon B. Johnson’ın Vietnam savaşından sonra ABD’de yapmış olduğu önemli dönüşümlerden birisi de Refah Toplumu (Great Society) adını verdiği yoksullara yönelik herkesin yeterli sağlık koşullarına kavuşabileceği bir sistem yaratma arzusuyla.<sup>66</sup>

ABD’de uygulamaya konulan bu iki politika neticesinde 1965’li yıllara gelindiğinde Amerika Birleşik Devletleri’nin savaş sonrası dönemde uygulamış olduğu

---

<sup>65</sup> James E. Westheider, “The Vietnam War”, 1973, Greenwood Press, <http://hfs1.duytan.edu.vn/upload/ebooks/1696.pdf>, s.6.

<sup>66</sup> Francis M. Bator, “NO GOOD CHOICES LBJ and the Vietnam/Great Society Connection”, 2006, American Academy, <http://www.amacad.org/publications/batorweb.pdf>, s.10.

başarılı ekonomik ve politik kazanımlar yavaş yavaş tükenmeye başlamış ve ABD halkı ve ülke ekonomisi üzerinde olumsuz sonuçlar doğurmuştur.

Başkan Kennedy-Johnson yıllarında özellikle vergi indirimleri konusunda önemli adımlar atılmış, indirim yönünde alınan kararlar neticesinde ekonominin canlandırılması amaçlanmıştır. Bu uygulanan politika neticesinde büyüme %5 olarak kayıtlara geçmiştir. Fakat uygulanan bu politikanın yan etkisi olarak, enflasyon hızlanmış, çifte bütçe ve ticaret açıkları verilmiştir. Uygulanan politikalar yeni bir dönemin başlangıcı olarak da düşünülebilir.

Enflasyon oranları incelendiğinde 1965 yılında % 1,5 olarak ölçülen bu oran uygulanan politikalar neticesinde 1966 yılına gelindiğinde % 3,5 olarak ölçülmüştür.<sup>67</sup> Uygulanan bu politikalar ABD'nin gelecek yirmi yılını etkilemiş, aynı zamanda kontrolden çıkan politikalar neticesinde enflasyon %1'in hafif üzerinde gerçekleşmiş ve 1986 yılına kadar ABD'nin üzerinde bir yük oluşturmuştur. Öyle ki, 1977-1981 yılları arasında kümülatif enflasyon oranları %50'nin üzerinde olmuş ve ABD Doları değerinin yarısını kaybetmiştir.<sup>68</sup>

ABD vatandaşları bu olumsuz dönemde Weimar Dönemi Almanya'sında yaşayan insanların yaptıkları aynı hatalara düşmüşlerdir. İlk olarak fiyatların yükseldiğini düşünen insanlar, gerçekten de para biriminin çöktüğünü düşünerek yüksek fiyatların daha da yerleşeceğini düşünmüşlerdir.

Tarihi perspektif açısından bakıldığında ABD'nin merkezi politikaları ve ABD enflasyonu Kur savaşları'nın tarihi açıdan ikinci unsuru olarak değerlendirilmektedir. Özellikle dönemin çok önemli bir oyuncusu olmamasına rağmen İngiltere'nin 1964 yılından beri sterlin krizinin başlaması ve 1967 yılına geldiğinde durumun patlaması buna örnek teşkil etmektedir.

Bretton Woods döneminden beri ilk büyük kur devalüasyonu yaşanmıştır. Her ne kadar İngiltere ekonomik ve politik olarak ABD kadar önemli olmasa da, hala hem rezerv hem de ticari ilişkilerde kullanılan önemli bir para birimidir. 1945 yılında İngiliz

---

<sup>67</sup> Rickards, s.28.

<sup>68</sup> Rickards, s.29.



poundu global rezerv para birimi olarak büyük bir kesim tarafından tutulmaktaydı. İngiliz poundu bu üstünlüğünü diğer Merkez bankaları'nın Dolara olan güçlü taleplerine rağmen gerçekleştirebilmekteydi.

İngiltere'nin 1945 yıllarından ekonomik ve politik gücü özellikle adım adım azalmış ve durumu kötüye gitmiştir. 1965 yılına gelindiğinde global rezerv olarak büyük Merkez bankaları tarafından tutulan bu oran sadece %26'ya gerilemişti. İngiltere'nin bu güç kaybına özellikle de ödemeler bilançosundaki kötüleşme eşlik etmiş ve 1964 yılında radikal bir şekilde büyüme negatif gerçekleşmiştir.

İngiltere'nin sterlin para biriminde yaşanan istikrarsızlık sadece kısa dönemde dış ticaretinde meydana gelen dengesizlikten değil, aynı zamanda İngiltere dışında diğer ülkeler tarafından tutulan sterlin rezervlerinden kaynaklanmıştır.

Üç tane küçük boyutlu Sterlin krizi 1964-1966 yılında meydana gelmiştir. Fakat bu krizlerin hepsi de sonunda bastırılmıştır. 4. Sterlin krizi ise 1960'lı yılların ikinci yarısında meydana gelmiştir. Aynı zamanda ekonomik faktörlerin haricinde bir takım siyasi ve politik gelişmeler de bu durumu hızlandırmıştır.<sup>69</sup>

İngiltere'nin para biriminde yaşamış olduğu bu sıkıntıda, 1967 yılında meydana gelen 6 gün savaşları olarak da bilinen, Arap-İsrail savaşları neticesinde Suez Kanalı'nın kapatılması da etkili olmuştur. Enflasyon İngiltere'de artarken aynı zamanda ABD'de artmaktaydı.

İngiltere içinde bulunduğu durumdan kurtulmak için enflasyon işsizlikle mücadele adına rasyonelleştirilmek zorunda kalınmıştı. Fakat bu durumun etkisi para biriminin değerindeki yıkımla sonuçlanmıştır. Para birimindeki satış baskısı durdurulamayınca sterlin Dolara karşı resmen devalüe olmuştur. 18 Kasım 1967 yılında \$2.80 olan Dolara karşı değeri \$2.40 inmiştir ki bu da %14.3'lük devalüasyona tekabül etmektedir.<sup>70</sup>

---

<sup>69</sup> Roger Bootle and John Mills, "The Real Sterlin Crisis", Civitas, <http://www.civitas.org.uk/content/files/The-Real-Sterling-Crisis.pdf>, (05.11.2016)

<sup>70</sup> The Great Devaluation Myth, <http://www.thesaturdayeconomist.com/the-great-devaluation-myth--uk-and-sterling.html>,

Bütün bu gelişmelerin ışığında Bretton Woods sistemindeki ilk çatlak bütün kurulan bu başarılı sistemin sabit kur sisteminin ve istikrarın yeniden sorgulanmaya başlamasına neden olmuştur. Eğer İngiltere para birimini devalüe ediyorsa, diğer ülkelerde bunu yapabilecekti. Bu durum aynı zamanda ABD yetkililerini de endişelendirmiştir. Çünkü Sterlin'in devalüasyonunu engellemek için daha çok çalışmaları gerekecekti.

ABD Doları, İngiltere tecrübelerinin de gösterdiği gibi baskı altında kalabilecek diğer para birimi olarak görülmeye başlanmıştı. Çünkü ABD hükümeti de dış ticaret açıkları ve enflasyonla mücadele etmek için elinden geleni yapmaktaydı. ABD'yi diğer ülkelerden ayıran en önemli özellik ise Doların diğer para birimleri değil, altına bağlanmış olmasıydı.

ABD Dolarının devalüasyonu aynı zamanda altının Dolar fiyatının revalüasyonu demek oluyordu. Bu da diğer piyasa oyuncuları tarafından eğer Doların devalüasyonunun olacağı düşünülüyorsa altın almanın, en mantıklı alım-satım fikri olduğu görüşünü perçinlemekteydi. Bu da spekülörlerin dikkatini Londra Altın Borsa'sına yönlendirmiştir.

1961 yılından beri ABD ve diğer önde gelen büyük ekonomik güçler, Londra Altın Havuzu'nu (London Gold Pool) yönetmişlerdir. Fiyatın sabit bir şekilde işleyebilmesi açısından piyasayı sürekli kontrol altında tutmaya çalışmışlardır. Gerek rezervleri gerekse altınlarıyla bunu sağlamaya gayret etmişlerdir. Bu Altın Havuzun'da Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Almanya, Fransa, İtalya, Belçika, Hollanda ve İsviçre bulunmaktaydı. ABD diğer 7 ülkeden sağladığı %50'lik rezerv büyüklüğüyle diğerlerinden ayrılmaktaydı.

Altın Havuz sistemi ilk olarak 1960 yılında meydana gelen panik havasıyla mücadele yönünde adım atmıştır. Geçici olarak altının fiyatı Dolar karşısında \$40 seviyesine çıkmıştır. Bu havuz hem alıcı hem de satıcı görevini üstlenmekteydi. Dönerden altını alırken yükselişlerde satmaktaydı. Özellikle fiyatı \$35 seviyesinde

tutabilmek adına, fakat bu havuz 1965 yılına gelindiğinde neredeyse sadece satıcı durumunu almıştır.<sup>71</sup>

Bretton Woods sisteminin işleyişinde rezerv artışları dünya ekonomisinin gelişimine ve bunun paralelinde ticaretin büyümesine katkı sağladığı ölçüde herhangi bir sıkıntı yaşanmamaktaydı. Üstü kapalı olarak işleyen bu sistem yazılı bir kurala bağlanmış değildi. Aynı zamanda bir ülke tarafından aşırı şekilde birikim diğer ülkeler tarafından ise bir kıtlık durumunda IMF'ye de sistematik olarak bu dengesizliği giderecek herhangi bir görev verilmemişti.

Sistem hakkında ilk dikkatleri çeken isim Robert Triffin olmuştur. Triffin paradoksu, (Triffin Dilemma) olarak bilinen bu açıklamalarda, ABD'nin sahip olduğu cari açığını kapatmaya çalışırken aynı zamanda piyasadan USD toplaması nedeniyle likidite sıkışıklığının olacağını ve ABD'nin bu açığı kapatamazsa ciddi güven problemleriyle karşılaşacağını belirtmiş, böyle bir ortamda da herkesin Dolarizasyondan vazgeçerek global anlamda büyük ekonomik sorunların ortaya çıkacağını sistemin bozulma emarelerinin başladığını ve ne gibi sıkıntılarla karşılaşılacağını belirttilerini önceden belirtmiştir.

Triffin eğer ABD ekonomisinin ödemeler dengesi açıklarını düzeltmeye başlaması durumunda dünya rezerv artışının altın fiyatlarını onsu 35\$ Dolardan altın üretimi ile karşılanamaz duruma getireceğini aynı zamanda açık devam ederse dış tahahütlerde altına çevrilemeyecek kadar artıp, sonuçta Dolar ve altın krizinin gerçekleşeceğini belirtmiştir.<sup>72</sup>

Bretton Woods sisteminin yapısından gelen önemli hatalarının yanı sıra ödemeler dengesi açıklarına tek ülke bazında yaklaşması, aynı zamanda büyük sermaye akışlarının yarattığı önemli dengesizlikleri karşılayacak araçlardan yoksun olması da eklenebilir.<sup>73</sup>

---

<sup>71</sup> Philip Judge, Lessons From the London Gold Pool, Gold-Eagle,21.05.2011, <http://www.gold-eagle.com/article/lessons-london-gold-pool> (24.09.2015)

<sup>72</sup> National Bank of Belgium, I Maes, On the Origins of Triffin Dilemma, Working Paper Research, 2012, No:240, <https://www.nbb.be/doc/oc/repec/reswpp/wp240en.pdf>, (24.09.2015) s.18.

<sup>73</sup> "Robert Solomon" *The International Monetary System 1945-1976, 1. New York, s.45*

Sistemin genel yapısı değerlendirildiğinde, uluslararası parasal ilişkiler sisteminde bir tarafta bazı ülkeler fazla rezerv artışı yaratırken başka ülkelerde yeterli rezerv artışına sahip olamamaktan dolayı sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır.

### **2.1.5 Bretton Woods Sisteminin Geçerliliğinin İncelenmesi**

1967 yılında sterlinin devalüasyonu ile birlikte, dominant olarak altına bağlanmış olan Dolar ve Bretton Woods sistemine yönelik genel bir saldırı başlamıştır. Özellikle 1965 yılında Fransa Devlet Başkanı Charles de Gaulle yaptığı bir konuşmada, kışkırtıcı ifadeler kullanarak, ABD Dolarının uluslararası parasal sistemde lider para birimi rolünün sistemde artık bitmesi gerektiğini savunmuştur.<sup>74</sup>

Charles De Gaulle konuşmasında daha da ileri giderek, tekrardan klasik altın standardı dönemine geri dönülmesi gerektiğini savunmuştur. Fransa konuşmalarını aynı zamanda aksiyona döken önde gelen ülkelere birisi olmuştur. Ocak 1965'te 150 milyon Dolarlık rezervini altına çevirmiş ve diğer 150 milyon Dolarlık rezervini de kısa süre içerisinde altına çevireceğini ilan etmiştir.<sup>75</sup>

Fransa'nın bu radikal hareketi diğer ülkelere de oluşturmuş ve İspanya'da harekete geçen ikinci ülke konumunu almıştır. İspanya'da 60 milyon Dolarlık rezervini Fransa'dan sonra altına çeviren ülke olmuştur. Bu altına dönüşler yıllar 1965'i gösterdiğinde ABD'nin altın rezervlerinde ciddi bir azalmaya neden olmuştur. Öyle ki Fransa ABD'den altınları fiziki teslim alabilmek adına donanmasını ABD'ye göndermiştir.

Fransa ve İspanya'nın Dolarları altına dönme yönündeki hareketleri ve eleştirilerinin aksine ABD'nin savaştan sonra sadık müttefiklerinden biri olan Almanya ise çok kritik bir rol oynayıp Fransa ve İspanya'dan ayrı bir yol izlemiştir. Çünkü Almanya Altın havuzunun önemli oyuncularından ve sürekli dış ticaret fazlası vererek altın biriktirme yönünde strateji izlemekteydi. IMF ile birlikte sterlin devalüasyonunun da kritik bir rol almıştır. Almanya eğer bu sistemde Dolarlarla ve altınla işleyişte aksaklığa

---

<sup>74</sup> Seyidoğlu, s.547.

<sup>75</sup> Rickards, s.25.

neden olsa ABD'nin bu durumunun daha da kötüleşmesi kaçınılmazdı. Almanya'nın ABD'ye yaptığı bu iyiliğin mutlaka karşılığı olmalıydı.

ABD Almanya'dan güçlü bir destek bulmaktaydı. ABD ise bunun karşılığında Almanya askeri birliklerini Sovyet askeri güçlerine karşı ekonomik ve politik olarak korumaktaydı.

İkinci Dünya savaşından sonra 1950'li yıllara gelinceye kadar tüm piyasalarda görülen bir "Dolar kıtlığı" (dollar shortage) yaşanmıştı. Özellikle Avrupa ülkeleri ve Japonya yıkılan ekonomilerini tekrardan hayata döndürmeleri için desteğe ihtiyaç duymaktaydılar. Bu geri dönüş için tek kaynak ABD idi. Bu yüzden de bu ülkelerin altın rezervleri Amerika'ya akmaktaydı.

ABD ekonomik hegemonyasını politik alanda da perçinlemek adına bir takım önemli adımlar atmıştır. Özellikle Marshall yardımlarıyla birlikte bu ülkelere karşılıksız olarak kaynak aktarmış ve geri dönüşleri için çaba harcamıştır. Bu dönemde dikkatlerin ABD'nin üzerine çekilmesinin en önemli nedeni ABD'nin ödemeler bilançosunun ilk defa açık vermesi olarak düşünülebilir. O zamanlar çok önemli olarak görülmesi de daha sonra uluslararası parasal sistemin en önemli problemleri arasına girmiştir.

ABD'nin özellikle giderek dış açıklarının artması problemi sistemin sorgulanmasında ve yıkılmasında başrol oynamıştır. 1958-1971 yılları arasındaki geçen sürede ise dünyada artık Dolar kıtlığından çok "Dolar bolluğu" (Dolar glut) problemi su yüzüne çıkmıştır. Diğer bir problem de ABD Dolarının "aşırı değerlenmiş" (overvalued) bir para birimine dönüşmesi sayılabilir. Bu problemlerin ortadan kaldırılması için kesinlikle Doların devalüasyonu gerekmektedir. Fakat Doların konumu buna izin vermemekteydi.

1960'lı yıllara gelindiğinde Batı Avrupa ülkeleri ve Japonya önemli aktörler olarak tekrardan piyasalarda boy göstermeye başlayınca biriktirdikleri devasa boyutlardaki bu dolarları altına çevirme istekleri daha da artmıştı. Bu hareket Fransa'nın Dolara karşı savaş açtığı döneme denk gelmektedir.

1968 yılı 15 Mart tarihinde Londra Altın piyasası geçici olarak kapatılmıştır. Çıkışı durdurabilmek adına fakat bu geçici kapatma 1933 ABD banka tatilinden sonra yaşanmış olan en uzun soluklu kapatma süresi olmuş ve 2 hafta kapalı kalmıştır.

1968 Mart ayı sonunda Londra Altın Fonu tamamen çökmüştür. Piyasada iki başlı bir sistem ortaya çıkmıştır. Piyasa fiyatı ve uluslararası ödemeler Bretton Woods sistemi altında daha önce belirlenmiş olan \$35 fiyatından Londra'da belirlenmekteyken, açık piyasa işlemlerinde \$40 Dolar ve üzerinde fiyattan işlemler geçmekteydi.

1968 yılı Kasım ayında Londra Altın Havuzu'nun çöküşüyle birlikte özellikle yazılan raporlarda parasal sistemin büyük problemlerle karşı karşıya olduğu Dünya ticaret hacminin dünyadaki altın arzından daha çok ve hızlıca yükseldiğinin altı çizilmiş ve altının gerçek rolünün gerçekten ne olması gerektiği soru işaretleriyle karşılanmıştır.

1969 yılında IMF tarafından Bretton Woods sistemini desteklemek amacıyla SDR (Özel çekme hakkı) oluşturulmuştur. SDR sistemine dahil olan ülkelerin kurlarını sabit tutabilmeleri adına döviz piyasalarında yerli paralarını satın almakta kullanabilecekleri resmi rezervleri sınırlıydı. En yaygın kullanılan ABD Doları ve altının arzı dünya ticaretindeki gelişmeye ve büyümeye eşlik edememekteydi. Bu nedenle de uluslararası toplum IMF'nin desteğiyle uluslararası yeni bir rezervin yaratılması kararına varmışlardır.<sup>76</sup>

IMF'nin yeni yaratmış olduğu bu rezerv varlık neticesinde anlaşmaya dahil olan ülkeler anlaşmaya göre üyelerine IMF kotalarıyla orantılı bir şekilde SDR tahsis edilebilmekteydi. Üyelere faiz ödenmeyen ve faiz getirmeyen maliyetsiz bir şekilde varlık edinme imkanı tanımaktaydı.

1967-1971 yılları arasında geçen dönemin en karakteristik özelliği Uluslararası parasal sistemin işleyişinde karışıklık ve belirsizlikler olmuştur. Özellikle 1967 yılında sterlin devalüasyonu ile başlayan karışıklık hem istikrara hem de sistemin işleyişine ciddi darbe vurmuştur.

---

<sup>76</sup> "Özel Çekme Hakları", 2009, <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/tur/sdrt.pdf>, (25.09.2015)

Altın para Fonu'nun çöküşü, para swapları, IMF yardımları, ikili fiyat sistemlerine aynı zamanda önde gelen ülkelerin iç işlerinde meydana gelen özellikle öğrenci gösterileri, işçi protestoları, anti-savaş gösterileri, kültürel devrim hareketleri ekonomiyi daha da kaotik bir duruma çekmiştir.

Özellikle altının fiyatının gerçekten de piyasada konuşulduğu gibi değerinin olması gerektiğinden daha fazla olması düşünüldüyse de, bu fiyat düşüklüğünün altının kıtlığından değil, kağıt paranın altına nispeten daha fazla olmasından kaynaklandığı makalelerde dile getirilmiştir. Asıl problemin fazla kağıt paranın hem ABD hem de İngiltere ve Fransa'da enflasyona yol açtığı belirtilmiştir.

### **2.1.6 ABD Doları ve Global Enflasyon**

Dönemin dönüm noktalarından birisi de, hiç kuşkusuz ki enflasyon oranlarındaki radikal artışlar olmuştur. Dönem incelendiğinde 1965-1978 yılları arasında enflasyon oranlarında ciddi artışlar olduğu yapılan çalışmalarda açıklanmıştır. Özellikle Dünya rezervlerindeki artışın dünya enflasyonu ile korelasyonu dikkat çekmiştir. Dünya rezervleri 1969-1975 yılları arasında %450 oranında bir artış gösterirken Petrol krizi yaşanmadan bu oran %100 olarak gerçekleşmiştir.<sup>77</sup>

---

<sup>77</sup> Teigen, Ronald L. "Interpreting Recent World Inflation", American Economic Review, 1975, Vol:65 No:2 (26.09.2015),s.129.

**Tablo 2.1: Uluslararası Rezervlerin Artışı (1967-1978)**

**ULUSLARARASI REZERVLERİN ARTIŞI 1967 — 1978 (Milyar U.S. Dolar) Stok Olarak**

Rezervlerin Cinsi/Yıllar	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Altın (Monetary gold)	39.5	39.0	39.2	37.0	39.0	38.7	43.0	43.5	41.6	41.1	43.0	46.4
İmf'deki Rez. Pozisyonu	5.7	6.5	6.7	7.7	6.9	6.9	7.4	10.8	14.8	20.6	22.0	19.3
Döviz	29.3	32.5	33.0	45.4	81.4	104.2	122.4	154.6	160.2	185.7	243.0	286.6
SDR	—	—	—	3.1	6.4	9.4	10.6	10.8	10.3	10.1	9.9	10.6
Toplam	74.4	77.7	78.6	93.2	133.6	159.1	183.5	219.8	226.9	257.4	317.8	351.6

KAYNAK: Monthly Bulletin of Statistics U.N. Jzanyary 1976 ve April 1979.

Tablo 2.1'den de görüleceği üzere 1970'li yıllarda meydana gelen enflasyon hareketini sadece enerji fiyatlarına bağlamanın son derece haksız olduğu Monetarist düşüncelerin de haklılık payının olduğu son derece aşıkardır.

Tablo 2.1'in döviz sütununda incelendiği gibi, özellikle döviz cinsindeki artışların dikkat çekici olduğu, bunun baş aktörünün ABD Dolarındaki artıştan kaynaklandığı tartışmaya yer vermeyecek kadar açıktır.

Konunun dikkat çekici diğer bir özelliği ise ABD Dolarındaki bu inanılmaz artışın arkasında yatan ana öğenin ne olduğu konusundaki açıklama son derece önemlidir.

ABD'nin ödemeler dengesi pozisyonu dikkatlice incelendiğinde konunun aydınlanması daha da kolaylaşmaktadır. Özellikle ABD'nin 1970-1972 yılları arasında ödemeler açığı 50 milyar Doların üzerine çıkmıştır. Rezerv hareketleri düştüğünde ise karşımıza 47 milyar Dolarlık döviz borcu çıkmaktadır.<sup>78</sup>

<sup>78</sup> Yeni Uluslararası Para Sistemi Karşısında Gelişen Ülkeler", [http://ekonomiyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V01\\_N01\\_A06.pdf](http://ekonomiyaklasim.org/pdfs2/EYD_V01_N01_A06.pdf), (26.09.2015)



**Tablo 2.2:** ABD Ödemeler Dengesi (1967-1977) (Milyon US Dolar)

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Ticaret Dengesi	3900	635	607	2603	-2260	-6416	911	-5367	9045	-9320	-31241
Hizmetler (net)	540	1052	395	309	1920	329	2610	7509	7119	12917	15828
Transferler Toplamı	-3125	-2951	-2994	-3294	-3702	-3854	-3836	-4433	-4613	-5024	-4795
CARİ DENGE	-1215	-1265	-1993	-383	-4043	-9942	-367	-2291	11552	-1427	-20209
Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri (1)	-5385	-1004	-2000	-3528	-6504	-973	-446	-1534	-8855	-7475	-6280
TEMEL DENGE	-6600	-2401	-3906	-4155	-10774	-10052	-1102	-3826	2697	-9902	-26489
Kısa Vadeli Sermaye Hareketi (2)	1	-223	389	892	-1076	-590	-1250	-813	-1109	-1665	4
Net Hata ve Noksan	-128	-439	-1515	-244	-9822	-1966	-2720	-1555	25661	9360	-72993
Kısa Vadeli Sermaye Hareketi (3)	877	3694	7859	-7443	-9029	2406	-572	-2325	-10267	-7973	-4569
RESMİ DENGE (4)	-3420	1642	2471	-10705	-30473	-11065	-5353	-8518	-3019	-8674	-34045
Rezerv Hareketleri (+ = Artış)	-74	883	1198	-2891	-3043	-198	-209	1434	607	2530	231
Resmî Borçlanma (+ = Borçlanma)	3345	-758	-1541	7815	-27427	10866	5145	9953	3927	1103	34267

KAYNAK: OECD Economic Surveys, United States, 1978'den amaca uygun olarak yeniden düzenlenmiştir.

Tablo 2.2'den de görüleceği üzere, ABD'nin dış dünyaya olan döviz borcu sürekli artma eğilimi göstermiştir. Hegemonyasını sağlama yönünde Rezerv para birimi olan Dolarının da gücünü arkasına alarak, ABD sürekli borçlanma yoluna gitmiştir. Özellikle transferler kalemindeki artış dikkat çekici boyutlardadır. Bu kalemin detaylarına girildiğinde askeri ve siyasi olarak, ABD'nin üçüncü ülkelere yapmış olduğu yardım ve hibelerin izlendiği bir kalem olduğu görülmektedir.

Genel görünüm itibariyle ABD'nin borçlanma düzeyinin rezerv değişimlerindeki borçlanma düzeyine eşit olduğu kolaylıkla görülebilmektedir. Özellikle anahtar para konumu ABD'nin siyasi ve ekonomik üstünlüğünü sağlamak yönünde stratejik olarak amaçlarına uygun biçimde kullanıldığının apaçık göstergesi konumundadır.

ABD'nin ödemeler açığı konusunda yapılan tartışmaların büyük çoğunluğu bu açığı meydana getiren olgunun talep kaynaklı mı, yoksa arz kaynaklı mı, olduğu yönündedir. Genel kanı ABD'nin kendi politikalarını uygulayabilmek adına yaratmış olduğu talepten kaynaklı olduğu yönündedir. Çünkü ABD dışında kalan ülkelerin rezervlerini o denli arttırabilecek kapasitelerinin olmadığı çok açıktır.

1950-1960 yılları Dolar kıtlığı olarak (dollar shortage) yaşanmış olup, bunun altında yatan temel etkenin talep kaynaklı olduğu görülmektedir. Öyle ki 1954-1958 yılları arasında uluslararası rezervlerin dünya ihracatına oranı 0.74'den 0.33'e düşmüştür.<sup>79</sup>

Uluslararası arenada yaşanan bu kıtlık nedeniyle rezervlerin artırılması gereği uluslararası camiada dillendirilmiş ve bu konuda IMF'ye SDR yaratma yetkisi verilmiştir. Fonun rezerv yaratma misyonu 1969 yılında yürürlüğe girmiş olsa da 1969-1972 yılları arasındaki rezerv artışları yeni para biriminin geleceği olmadan Doların hakimiyetine boyun eğmesine neden olmuştur.

Bretton Woods sisteminin dağılma sürecinden önceki yıllar olan 1970-1973 yılları, aslında daha önceden bazı önemli sinyalleri kendi bünyesinde barındırmaktaydı. ABD ve İngiltere gibi iki büyük gücün yanına artık ABD'nin ekonomik ve politik destekleriyle güçlenen Japonya ve Batı Avrupa gelmiş, bu gelişen ülkeler ekonomik sıkıntılardan kurtulmuş, ekonomide toparlanmanın başlaması neticesinde artan verimliliklerini ödemeler dengesi fazlaları vererek taçlandırmaktaydılar.

1960'lı yılların sonlarına doğru görülen olumsuz gelişmeler ve istikrarsızlıklar ekonomi politikalarının ana gündem maddesi haline gelmiştir. ABD özellikle ödemeler bilançosu fazlası veren Almanya ve Japonya gibi ülkelere paralarını revalüe etmeleri yönünde baskılar yapmakta fakat bu ülkeler tarafından kabul görmemekteydi. Özellikle dış ödeme fazlaları veren ülkeler ekonomik ve siyasi gücü arkalarına almaktaydılar.

ABD devlet başkanı Nixon özellikle Batılı ülkeler ve Japonya'yı revalüasyona zorlamak amacıyla 1971 yılında bazı önlemler almıştır. Bunlardan bir tanesi de ithalat üzerindeki gümrük vergilerini %10 oranında artırmıştır.<sup>80</sup>

Batı Avrupa ve Japonya'nın yeni ekonomik düzenin yapı taşları olarak uluslararası arenada boy göstermeleri, ülkeler arasındaki bağıllık düzeyinin artmasına özellikle sabit kur sisteminin artık bazı sorunları çözmeden yetersiz kalmasının ve

---

<sup>79</sup> Türkcan, s.99.

<sup>80</sup> Seyidoğlu,s.548.

özellikle ABD Dolarına olan güvenin yavaştan sarsılmaya başlaması, Bretton Woods sisteminin sorgulanmasını hızlandırmıştır.

Sistem içerisinde özellikle Dolarları karşılayacak altın miktarının olmaması sistem için son darbelerden birisi olmuştur. 1971 yılının 15 Ağustos'unda Doların altına çevrilmesi durdurulmuş, aynı yılın aralık ayında Smithsonian anlaşmasıyla Doların % 9 devalüasyonu ve belli bazı paraların yeniden kur ayarlamasına gidilmesi (realignment) kararına varılmıştır. Aynı zamanda altın penceresinin kapatılması onaylanmıştır. Bununla birlikte; uluslar paraların Dolar paritesine göre dalgalanma marjı  $\pm$  % 1'den % 2.25'e çıkarılmıştır.

ABD'nin ödemeler açığının boyutu durumu daha da ağırlaştırarak Doların devalüasyonun kaçınılmaz olarak devam edebileceği korkusuyla Dolardan hızlı bir kaçış başlamış Smithsonian anlaşmasının kısa sürede baskı altında tutarak kurlarda kaçınılmaz dalgalanmalara yol açmıştır. Bu şekilde ayarlanabilir kur sistemi 1973 yılında AET Bakanları'nın Dolara karşı ortak bir kur dalgalanmasını kabul etmelerine kadar sürse de, Mart 1973 yılında Bretton Woods sistemi fiilen sona ermiştir.

### **2.1.7 Bretton Woods Sisteminin Yıkılma Nedenleri**

Dünya savaşı sonrasında global anlamda ortaya çıkan ekonomik ve siyasi kargaşalar özellikle de milliyetçilik akımları, ulus devlet oluşumları, her ülkenin kendi parasını kullanma arzusu, hem uluslararası ticari akımlarda hem de uluslararası parasal sistemde ciddi problemleri beraberinde getirmiştir.

Uluslararası parasal sistemde tüm bu problemlerin ortadan kaldırılması amacıyla ABD önderliğinde kurulan Bretton Woods sistemi hem ABD Dolarını diğer paralardan ayırmış, hem de onu bir değer standardı ve rezerv para birimi haline getirmiştir.

Bretton Woods sistemi genel anlamıyla savaş sonrası ekonomik ve siyasi toparlanmayı bir nebze sağlamış, savaştan ağır kayıplarla çıkmış Almanya ve Japonya gibi iki büyük gücün bu sistem altında başarıyla kalkınmalarını sağlamıştır.

Sistemin neden yıkıldığını anlamada ana etkenin açıklanmasında Triffin ikilemi (Triffin Dilemma) büyük önem arz etmektedir. Triffin ABD'nin ciddi boyutlarda ödeme açıklarına sahip olduğunu bunu da kapatmaya çalıştığında dünyada bir likidite sıkışıklığı olacağını ve bunun etkisinin dünya genelinde deflasyonist baskılara neden olacağını belirtmiştir. Dolaylı yoldan da ABD'nin bu açığını kapatamama problemi, Doları altına çevirebilme imkanını ortadan kaldırarak, güven krizine neden olacağını belirtmiştir.<sup>81</sup>

Triffin'in de belirttiği gibi, sistemin bu şartlar altında uzun süreli yaşayabilme imkanı ilk kurulduğundan beri imkansız olarak görülmektedir. Özellikle finansal piyasalarda güven sorunu önemli problemlerden biri ve sistemin altını oyucu bir gelişmedir.

Triffin ABD Dolarının ayrıcalıklı konumu yerine sistemin ana probleminin çözülebilmesi adına, IMF'ye görev verilerek yeni bir para sisteminin yaratılması gerektiğini savunmuş ve uluslararası rezervlerin de ABD Doları yerine ülkeler tarafından belirlenmiş olan, bu yeni para birimi cinsinden tutulması gerektiğini savunmuştur. Triffin'in önerisi Keynes'in daha önce savunduğu Dünya Merkez Bankası ve ortak para birimi önerisine benzer olup, kabul ettiremediği bir öneridir.<sup>82</sup>

Bretton Woods sisteminde sistemin uzun süreli olmamasının nedenlerinden birisi de, özellikle ABD Dolarının sistem içindeki ayrıcalıklı konumunun yaratmış olduğu sabit döviz kuru sisteminde ortak bir para biriminin yaratılmaması olmasından da kaynaklanmaktadır.

---

<sup>81</sup> Robert A.Mundell,"The International Monetary System And The Case For a World Currency",2003, Columbia University, Leon Kozminński Academy of Entrepreneurship and Management, <http://www.tiger.edu.pl/publikacje/dist/mundell2.pdf>, (03.10.2015)

<sup>82</sup> İbrahim Al, "Uluslararası Sistemde Alternatif Arayışlar" <http://www.tiger.edu.pl/publikacje/dist/mundell2.pdf>, s.1.

ABD Dolarının dünya parası rolünü üstlenememiş olmasının altında yatan en önemli faktörün Bir Dünya Merkez bankası işlevini yaratamamış olmasında aranmaktadır. Çünkü uluslararası piyasalarda meydana gelen bir likidite sıkışıklığı veya fazlalığında piyasalara anında müdahale edip bu ülkelerin likidite sorununa çözüm olabilecek bir yapı sağlanamamıştır.

ABD Dolarının yaratmış olduğu hegemonya sadece kendi çıkarlarına hizmet etmekte global anlamda son ödeme mercii olarak işlevini sürdürmemekteydi. Sistemin altını oyan diğer bir unsur ise ABD'nin dünyanın en büyük borç vericisi konumundan, en büyük borç alıcısı konumuna gelmesi, Doların değerinde aşırı oynamalara ve istikrarsızlıklara neden olmuştur. Dolar Rezerv para birimi olması yolunda ciddi güvensizliklere yol açmıştır.

Sistemin sürdürülebilirliği konusundaki güvensizlik problemi, spekülasyon olgusunu da beraberinde getirmiştir. Özellikle hem döviz piyasasında hem de altın piyasasında meydana gelen spekülasyonlar sisteme darbe vurmuş, beraberinde ABD'nin aşırı boyutlardaki dış açıkları, Dolar altın konvertibilitesinin sağlanamayacağı beklentisi sabit döviz kuru sistemini çöktürmüştür.

Bretton Woods sistemindeki işleyişi bozan diğer bir problem de likidite sorunuyla ilgilidir. Özellikle sabit kur rejimlerinde dış açıkların finanse edilmesinde uluslararası rezervlere ciddi boyutlarda ihtiyaç duyulur. Fakat Bretton Woods sisteminde temel rezerv araçları Dolar ve altın olduğundan sıkıntıya düşülmüştür.

Uluslararası arenada altın üretiminin yetersizliği ve sanayi alanında yaygın kullanılışından ötürü likiditenin karşılanmasında gerekli cevabı verecek düzeyde olmamıştır. Bu yüzden bütün ibre tekrardan ABD Dolarına doğru dönmüştü. Bu da sistemi çok zor durumda bırakmıştır. ABD dış açıklar verirken likidite artarken Dolara olan güvenin sarsılmasına ve istikrarsızlıklara neden olmuştur.

Bretton Woods sisteminde dalgalı kur sistemindeki gibi otomatik bir dış denkleme mekanizmasının olmaması hükümetlerin üzerine aşırı şekilde yük bindirmiştir. Sabit kur sisteminde revalüasyon ve devalüasyonun sık sık yapılamaması

sorunu özellikle de devalüasyon girişimleri hükümet başarısızlıkları olarak görülmekteydi.<sup>83</sup>

Bretton Woods sistemi aynı zamandan uluslararası denkleşme problemlerinde denkleşmenin yükünü de açık veren ülkelere yüklediğinden dolayı, açık veren ülkeler öncelikle sahip oldukları rezervleri kullanmak mecburiyetinde kalıyor, daha sonra da diğer ülkelerden ve IMF'den borç alarak, açıklarını finanse etmek zorunda kalıyordu. Asıl sorun da burada ortaya çıkmaktaydı. Özellikle dış rezervlerin kıtlığı ve borçlanmanın belirli bir sınırı olduğundan, açık veren ülkelere ağır bir yük oluştururken dış fazla veren ülkelerin herhangi bir rezerv biriktirme limiti bulunmaması ülkeler arasında eşitsizlik meydan getirmiştir.

Sistemin diğer ülkeler tarafından uygulanmasında sık sık gündeme gelen diğer bir eleştiri de emisyon kazançları sorunudur. Bretton Woods sisteminde ABD'nin hegemonyasını kullanarak elde etmiş olduğu rezerv para statüsü, onu ayrıcalıklı bir yerde konumlandırarak, FED'in para basmasıyla ithalatını rahatlıkla finanse edebilmiş ve Doların sifıra yakın bir maliyetle basılabilmesi, ABD'nin senyoraj kazancı elde edebilmesine olanak sağlamıştır.

ABD'nin 1960'lara kadar olan yükümlülüğü diğer Merkez bankaları tarafından kendisine getirilen Dolarları altına çevirmektir. Ancak 1960'lardan sonra ABD bu yükümlülüğün ortadan kalkmasıyla kendisini sadece elinde ABD Doları tutan yabancılarla finanse edebilmek zorunda kalmıştır.

ABD'nin vermiş olduğu dış ödeme açıkları diğer ülkeler tarafından finanse edildiği sürece çok ucuza bir maliyetle ABD'yi fonladıkları ve rezerv para statüsünün öncülüğünde ABD'nin ayrıcalıklı statüsünü daha da ayrıcalıklı hale getirmekteydiler. Sistemin işleyişi açısından bir eşitsizlik durumu da burada karşımıza çıkmaktadır.

ABD'nin Bretton Woods sistemindeki ayrıcalıklı yapısı ödemeler bilançosu ve dolaylı yoldan da Doların anahtar para statüsünden kaynaklanmaktaydı. Sistem yıkılmadan önce özellikle Fransa başkanı De Gaulle tarafından da bir çok kez eleştiriyeye

---

<sup>83</sup> Seyidoğlu,s.557.

uğramıştı. De Gaulle sistemin doğası itibariyle “gayri ahlaki” bir yapıya sahip olduğunu ve altın para sistemin yeniden geri dđnölmesi gerektiğinin en bđyđk savunucularından birisi olmuştur.

### **2.1.8 Gđclđ Dolar Politikası**

1973 yılının başında Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla birlikte sistemin en önemli oğesi olan sabit kur sistemi sona ermiş ve ũlkeler paralarını ABD Dolarına bağlama uygulamasından vazgeçerek, hem paralarını kendilerine hem de ABD Dolarına karşı serbest dalgalanmaya bırakmışlardır.

Bretton Woods sisteminde ABD Dolarına sağlanan değer standardı ve rezerv para olma gibi özellikler paraların dalgalanmaya bırakılmasıyla sekteye uğramış, özellikle rezerv yönetimi konusunda ũlkeler ABD Dolarının eski gđcđnđ kaybedeceği endişesine kapılarak, zararlarını en aza indirebilmek adına farklı para birimlerine yönelme gibi girişimlerde bulunmuşlardır.

Bretton Woods’un çöküşüyle ABD Dolarında meydana gelen dalgalanmalar özellikle de ABD Dolarının değerinde meydana gelen dđřüřler, diğer ũlkelerin tuttuğu rezervlerin miktarlarının azalması anlamına gelmekteydi.

Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra ũlkelerin hepsi bir anda dalgalı kura geçmemiş çoğu az gelişmiş ũlke sabit kurları uygulamaya devam ettirmiş, ve paralarını sadece ABD Dolarına bağlamışlardır. Bu şekilde işleyen sistemde de sorunlar ortaya çıkmıştır. Çünkü ABD Dolarının değerinde meydana gelen dđřüřler doğrudan olarak paralarını USD’ye bağlayan ũlkelerin de paralarının yabancı paralar karşısında dđřüřü anlamına gelmekteydi.

1970’li yılların başında özellikle ABD Dolarının sistemin dışına çıkıp eski hegemonik gđcđnđ koruyamamasında kendi içinde izlemiş olduğu ve uluslararası politik arenada meydana gelen gelişmeler önemli rol oynamıştır. ABD Dolarından kaçış hızlanmış ve para birimini çöküş noktasına getirmiştir.

Carter dönemi ABD ekonomi politikaları, özellikle ABD'nin ve onun para biriminin anahtar para olma özelliğinin sarsılmasına yol açmıştır. Özellikle her yıl artma eğilimine giren tüketici fiyatları enflasyonu ABD Dolarının diğer yabancı devletler tarafından tutulmasının cazibesini düşürmüştür.

Özellikle enflasyon konusunda meydana gelen olumsuz tabloya eşlik eden diğer önemli bir gelişme de dönemin Hazine sekreteri olan Michael Blumenthal'in 1977 yılında yapmış olduğu konuşma sırasında Doların aşırı değerli olduğu ve değerini yitirmesi yönünde yapmış olduğu açıklamalar sonucunda, yabancıların ABD hakkında algısını olumsuz olarak etkilemiş ve Dolardan kaçışı hızlandırmıştır.

Blumenthal'in açık ağız politikası (open mouth policy) ABD Dolarının kısa süreli darbe yemesine neden olmuştur. Özellikle Arap dünyası bu politikaya ilk tepki veren hareket olarak karşımıza çıkmaktadır. Petrol fiyatlarının hesaplanmasında ABD Dolarının yerine başka bir para birimine kayılabileceğinin sinyali verilmiştir<sup>84</sup>.

ABD'ye tepkiler yalnızca Orta Doğu'dan değil, aynı zamanda Avrupa Bölgesi'nden de gelmiştir. Avrupalılar özellikle ABD Doları karşısında para birimlerinin değerinin arttığını ve ihracatta rekabetçilik özelliklerini yitirdikleri kanısına varınca, ABD Hazine sekreterine saldırgan yönde açıklamalar yaparak, dünya ekonomisi açısından iyi sonuçların olmayacağı görüşlerini dile getirmişlerdir.

Blumenthal'in yapmış olduğu açıklama tüm dünyada büyük yankı uyandırmış ve kontrolden çıkmıştır. Daha sonraları hatasını anlayıp güçlü Doları savunsa da yerini William Miller'a bırakmasına neden olmuştur.

William Miller ekonomi politikalarında hedeflediği tek amaç olarak tam istihdamı savunmaktaydı. Hatta diğer amaçları bu amaç uğruna feda edebileceğini açıklamıştır. Miller Fed'in tam istihdamı koalamasını savunmuş para politikasının enflasyonu frenleyici etkisinin sınırlı olacağını ve tam istihdam hedefini sekteye uğratacağını belirtmiştir.

---

<sup>84</sup> Einchengreen, s.63.



1979 yılının başlarında enflasyon hızla artmaya devam etmekteydi. Özellikle ekonomik politik anlamda farklı görüşlere sahip olan Alan Greenspan ve Arthur Okun sıkılaştırıcı para politikaları yönünde kararlar alınmasını savunmaktaydı.

ABD'nin uygulamış olduğu bu politika gerek Dolar rezervleri biriktiren, gerekse de OPEC ülkeleri tarafından hiç hoş şekilde karşılanmamış, tepkiler aşırı boyutlara ulaşmıştır. Özellikle OPEC ülkeleri petrolün fiyatının başka bir hesap birimi tarafından tanımlanması konusunda şiddetli ayrılıklara düşmüşlerdir.<sup>85</sup>

Suudi Arabistan ve kartelin diğer üyeleri rezervlerin Dolar dışında başka para birimlerine kaydırılması düşüncesinde olup, bunu uygulamak için bütün girişimlerde bulunmuşlardır.

ABD'nin almış olduğu tavır neticesinde Doların değerinde önemli düşüşler meydana gelmekle birlikte, diğer ülkeler tarafından da güçlü bir Dolar krizinin gerçekleşebileceği şiddetli şekilde konuşulmaya başlanmıştır.

ABD Dolarının değerindeki düşmeye istinaden, 1978'li yılların sonlarına doğru IMF tarafından bir ikame hesabının yaratılması fikri gündeme getirilmiştir. Eskiden olduğu gibi Doların yeniden SDR'lerle değiştirilebilmesinin önü açılmak istenmiştir. Fakat sistemin işleyişinde bir takım zorluklar ortaya çıkmıştır. Doların değer kaybında IMF üyelerinin kayıpları eşit şekilde karşılaması istenmekteydi. Fakat Dolar rezervlerinin çoğu ABD tarafından tutulmaktaydı. Böyle bir önerinin gündeme gelmesi bile ABD ve onun hegemonyasını son derece rahatsız etmiştir.

ABD açısından bu olumsuz tablo Paul Volcker'ın 1979 Ağustos ayında Miller'in yerine FED başkanlığına atanması ile son bulmuştur. Belki de ABD tarihi ve politik anlam açısından bir dönüm noktası olmuştur.

ABD açısından son derece önemli bir isim olan Paul Volker bir anda ABD'nin içine düşmüş olduğu olumsuz tablodan uygulamış olduğu sıkı para politikasıyla Doların değerini artırarak kurtulmasına yardımcı olmuştur.

---

<sup>85</sup> Einchengreen, s.65

Paul Volcker bu politika kararını alırken geçmiş tecrübeleri bunda çok büyük rol oynamıştır. Öyle ki Volcker çok önemli iki devalüasyon yaşamıştır. Bunlardan birincisi 1971 yılında Bretton Woods sisteminin çöküşüne zemin hazırlayan olayken ikincisi ise 1973 yılında Smithsonian anlaşmasıyla meydana gelen ve sistemin çöküşünün son noktası olan olaylardır.

Paul Volcker Miller'in aksine hem yurtiçi hem de yurtdışında olmak üzere başarısızlıkla bir daha karşılaşmamak için, bir çok ülkeyi dolaşmış Doların ayakta kalabilmesi için her türlü aksiyonu almıştır. Bunları yaparken hem New York Fed başkanı olması, hem de Açık Komite de olması ABD açısından karar alma mekanizmasında ona kolaylıklar sağlamıştır.

Carter için de aranan ekonomist olarak görülmekteydi. Hem Doların desteklenmesi hem de enflasyonun frenlenmesi açısından Açık Komite aracılığıyla artırılan faizler Doların güçlenmesine, ikame hesabı söylentilerinin son bulmasına, özellikle anahtar para statüsüne gelecek bundan sonraki tehditleri tamamen ortadan kaldırmak adına bu faiz artırımını radikal bir adım olmuştur.

Tüm atılan bu adımlar Dolardan kaçış söylentilerinin son bulmasına neden olmuştur. Volcker ABD tarihi ve ekonomisi açısından tarihi bir adım atmıştır. OPEC ülkeleri tüm bu gelişmelerin ışığında Dolar haricinde başka bir para birimi veya para sepetine petrol fiyatlarının bağlanabilmesi önerisinden de tamamen vazgeçmiştir.<sup>86</sup>

OPEC ve diğer ülkelerin aksine bir tek ülke ABD hegemonyasına ve onun para birimi olan Dolara karşı farklı bir strateji izlemiştir. O da İran'dır. İki ülkenin arasında meydana gelen politik anlaşmazlık İran'ın elinde tutmuş olduğu rezervlerini değiştirme yönünde karar almasına sebebiyet vermiştir. Özellikle İran Devrimi ve ülke içinde meydana gelen krizler bu kararın alınmasında etkili olmuştur.

1977-1980 yılları arasında, ABD Dolarının geleceği konuşulmaktaydı. Özellikle sahip olduğu ayrıcalıklı konumunu yitirip yitirmediği tartışmaların başında gelmekteydi. Özellikle ABD Dolarının değerinde meydana gelen düşüşler, diğer para

---

<sup>86</sup> BIS, Reserves and International Liquidity, 1988, <http://www.bis.org/publ/econ22.pdf>, (09.10.2015), s72.

birimlerine ülkelerin kaymasına aynı zamanda da rezerv para birimi olarak sorgulanmasına neden olmaktadır.

ABD ekonomisi özellikle 1973-1981 yılları arasında yaşamış olduğu resesyonlardan çok olumsuz etkilenmişti. 1977-1981 yılları arasında Doların satın alma gücü %50 civarında değer kaybetmiştir.<sup>87</sup> Petrol fiyatları ise aynı dönemde çift haneli seviyeleri görmüştü.

Uluslararası arena literatürüne yeni bir kavram olarak “stagflasyon” terimi girmektedir. Hem enflasyon hem de durgunluğun bir arada olduğu bu ekonomik yapı ABD ekonomisini ve para birimini olumsuz yönde etkilemekteydi.<sup>88</sup>

Global rezerv oranında ABD Doları olarak tutulan kısmın önceki dönemlere göre yeniden stabil hale gelmesine Paul Volcker faiz artırımlarıyla önemli rol oynamış ve ABD'nin bundan sonraki yüzyıllarda anahtar para statüsünün korunması konusunda kendinden sonra geleceklere önemli bir yol açmıştır.

Paul Volcker şok etkisiyle politika faizlerini 1981 yılında %20'li seviyelere çıkarmıştır. Bu etki son derece başarılı sonuçlar vermiş ve yıllık enflasyon 1980 yılında %12.5'den, 1986 yılında %1.1'e gerilemiştir. Aynı olgu altın fiyatlarında da görülmüş olup \$612 seviyesinden \$317 Dolarlara kadar gerilemiştir. Hem enflasyon hem de altın fiyatları düşerken güçlü Dolar dönemi başlamıştı.

Dönemin şartlarında ABD Doları hegemonyasını sürdürmüştür diğer ülkelerin girişimlerine rağmen ABD'nin en büyük ekonomi olması, ticari alanda en büyük hacme sahip olması, ve finansal piyasalarının derinliği onu diğer ülkelere ayıran en önemli özelliklerin başında getirmektedir.

ABD'de Volcker'ın yapmış olduğu faiz artırımının yanında Doların değerindeki artışa eşlik eden diğer bir olgu da Reagan Yönetimi'nin uygulamaya koymuş olduğu Arz Yönlü (Supply-Side Economics) ekonomi politikaları olmuştur. Bu yaklaşım Keynes'in aksine talepten çok arz faktörüne ağırlık veren politikalar zinciridir.

---

<sup>87</sup> Rickards, s.51.

<sup>88</sup> Vivek Moorthy, “Understanding Stagflation Past and Present”, <http://economicsperiscope.com/USPAP10PgSummary.pdf>, (05.11.2016)

Arz yönlü ekonomi politikalarında ekonominin yeniden canlandırılması adına üretimin artırılması ve özel kesime yönelik bir takım teşvikler temel noktaları oluşturmaktadır. Özel kesim için özellikle vergi indirimleri ve kamu harcamalarının kısılması, temel politik hedefler olarak uygulanmıştır. Bu politikaların ortaya çıkarmış olduğu bütçe açıkları ise iç ve dış borçlanma yoluyla finanse edilmiş bunun neticesinde ise yüksek faiz politikası olarak bu durum savunulmaya çalışılmıştır.

Hem Reagan, hem de Volcker, güçlü Doların temellerini atmada çok önemli kararlar almaktaydılar. Özellikle düşük vergi politikası ve firmalara sağlamış olduğu faydalar ABD ekonomisinin tarihinde görmüş olduğu en önemli ekonomik büyüme gerçekleştirmelerinin yaşanmasına neden olmuştur. 1983-1985 yılları arasında gayri safi yurtiçi hasıla büyümesi reel ve kümülatif olarak %16.6 oranında sıçrama göstermiştir.<sup>89</sup>

1980’li yıllarda özellikle arz yönlü uygulanmış olan ekonomi politikaları sonucunda ortaya çıkan yüksek faiz politikası Uzak Doğu piyasalarından, ülke içine fonların girmesine neden olmuştur. Fonların ABD’ye aşırı şekilde gelmesi sonucu Doların değerini artırıcı bir etki yapmaktaydı. Bu durum da iktisat literatüründe “özel çıkar sağlama amacına yönelik ihmal” (benign neglect) olarak nitelendirilmekteydi.

ABD’ye rakip olarak gözükebilecek o dönemin ülkelerinden birisi Almanya olarak gösterilmekteydi. Almanya’nın da ABD gibi finansal piyasalarının derinliği ona avantajlar sağlamaktaydı. Her ne kadar finansal menkul kıymetlerin en büyük ihraççısı olmasa da, diğer Merkez bankaları ve yabancı yatırımcılar tarafından her durumda cazip bir yatırım alanıydı.

Alman ekonomisinin özellikle uygulamış olduğu denk bütçe politikası ve finansal altyapısının banka temelli olması, ABD Doları açısından dönemin para birimi ve rezerv biriktirme açısından en büyük rakibi olarak gözükmekteydi. Özellikle Alman yetkilileri 1970’li yılların başından beri çıkarmış oldukları sabit getirili menkul kıymetleri yurt dışı yatırımcılara satma konusunda öncülüğe sahip bir politik yapının altında sistemlerini yürütmekteydiler.<sup>90</sup>

---

<sup>89</sup> Rickards, s.70.

<sup>90</sup> Eichengreen, s.67.

Alman finansal sistemi rezerv karşılama oranlarını yükselterek büyük kazanımlara sahipken, aynı zamanda da yabancı menşeli bankaların mevduat ve depolarının ülke içine girmesine ve bunun da enflasyonu artırmasına yönelik ciddi kurallar koymuşlardır.

1979 yılında ABD ile İran arasında meydana gelen anlaşmazlıklar sonucunda İran'ın rezerv para birimi olarak tutmuş olduğu Dolarları başka bir para birimiyle özellikle de Alman Markı ile değiştirebileceğini açıklamasına, Bundesbank tarafından şiddetle karşı çıkılmış, özellikle ülke içine girecek olan aşırı paranın para tabanını artırarak enflasyona neden olacağı düşüncesiyle, bu düşüncenin karşısında durmuştur.

Dönemin şartlarında ABD'nin en büyük ekonomiye sahip olması, diğer dünyanın bütün kalanına sağlamış olduğu kolaylıklar ve istenildiği anda rezerv para birimini istenilen şekilde diğerlerinin ihtiyaçlarına göre ayarlayabilmesi bunu yaparken de sermaye hareketlerini caydırıcı önlemler almadan ve ekonomik politikasını sermaye hareketleri üzerine yoğunlaştırmadan yapabilmesi ABD'nin rezerv para birimi olarak sorgulanmasının bile yanlışlığını ortaya çıkarmaktadır.<sup>91</sup>

Alman Markı'nın sahip olduğu dezavantajlar uluslararası para birimi olarak diğer ülkeler tarafından çekiciliğini kaybetmiştir. 1980'lere doğru Alman Markı'nın global rezerv para birimi olarak tutulduğu oran %15'lerin bile aşağısında kalmıştır.<sup>92</sup>

ABD Doları haricinde İngiltere ekonomisi incelendiğinde, özellikle enflasyonla karşılaştığı problemler ve ekonomik büyümede istenilen başarısını sağlayamaması Thatcher hükümetinin başarı yakalayıp yakalayamayacağı konusundaki belirsizliklerin de eklenmesi sonucu İngiltere seçeneğini ortadan kaldırmıştır.

Dönemin şartları altında Almanya ve İngiltere'den sonra, Fransa incelendiğinde düşük büyüme oranları, ülkesinin yıllar sonra karşılaştığı yüksek işsizlik oranları, ülke içinde finansal problemler ve sermaye hareketlerine getirmiş olduğu kontroller

---

<sup>91</sup> Newk York Times, 20.02.1979

<sup>92</sup> Deutsche Bundesbank Monthly Report, The Role of Deutsche Mark as an International Investment and Reserve Currency, [https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly\\_Report\\_Articles/1997/1997\\_04\\_international\\_investment.pdf?\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly_Report_Articles/1997/1997_04_international_investment.pdf?_blob=publicationFile),

uluslararası arenada rezerv para birimi olarak dünyadan aldığı payın git gide azalmasına neden olmuştur.

Avrupa ülkelerinin ortak problemleri özellikle sermaye hareketleri ve ülkelerin karşılaşmış oldukları ekonomik sorunlar global anlamda ABD'nin yerini alabilecek bir durumu işaret etmemektedir.

Avrupa ülkelerinden ziyade Japonya örneğini incelediğimizde, uluslararası anlamda tutulan döviz rezervleri açısından 1970'lerden itibaren önemli bir ülke olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle yakalamış olduğu ekonomik büyüme başarısı ve dış ticaret hacimleri Doların statüsünü yıkmada bir alternatif olabilir mi sorularının artmasına neden olmuştur.

Japonya'nın ABD Dolarının statüsünü alma konusunda diğer Avrupa ülkelerinden bir adım önde olsa da, özellikle Bono Piyasalarının hacimsel düşüklüğü ve global döviz rezervleri açısından sahip olmuş olduğu yaklaşık %8'lik pay da Japonya'yı diğer ülkelerle aynı şekilde değerlendirmemize neden olmaktadır.

ABD'nin hem arz yönlü ekonomi politikaları, hem de uygulamış olduğu yüksek faiz politikası diğer ülkelerin tepkisini çekmekteydi. Özellikle Almanya ve Japonya gibi ülkeler sermaye çıkışlarından önemli ölçüde etkilenen ülkeler konumundaydılar.

ABD'ye yönelik eleştirel yaklaşımlara ABD'nin de karşı cevap olarak, diğer ülkelerin biriktirmiş oldukları dış ödeme fazlalıklarının ABD'nin açıklarına neden olduğunu ve bu ülkelerin politikalarında değişikliğe giderek daha liberal politikalar izlemeleri gerektiğini belirtmiştir.

Eylül 1985 yılında hem ABD hem de diğer ülkeler arasında anlaşmaya varılarak, New York'ta Plaza Anlaşması imzalanmıştır. Anlaşma gereğince ABD yüksek faiz politikasını terk ederken Japonya gibi önde gelen bir ülke, harcamalarını genişletici yönde politikalar uygulamayı kabul ediyordu.

Global anlamda Plaza Anlaşması'ndan sonra Dolar, döviz piyasalarında inanılmaz boyutlarda satılmış ve kısa bir süre sonra istikrara kavuşmuştur. Global

anlamda meydana gelen dalgalanmalar ABD Dolarını ve onun hegemonyasını sarsmaya çalışsa da yine de tüm ülkeler tarafından kabul edilen anahtar para statüsünü korumaya devam etmektedir.

### **2.1.9 Finansallaşma**

Dünya parasal sisteminde, Bretton Woods sisteminin yıkılması neticesinde ekonomi alanında ciddi dönüşümler meydana gelmiştir. II. Dünya savaşı sonrasında dünya ekonomisinin parlak yapısı, 1970'li yıllara gelindiğinde, çoğu ekonomik oyuncuların kar hadlerinin düşmesiyle karşı karşıya gelmiştir.

1970'li yılların ekonomik sistemi içerisinde artan petrol fiyatlarının getirmiş olduğu aşırı petro-dolarlar finansallaşmanın olmaması dolayısıyla hareket alanları çok dar olmakla birlikte, bu sisteme dayalı finansal araçlar yok denecek kadar azdı.

Yeni çıkış yolları olarak ekonomi alanındaki sıkı denetimlerin kaldırılması gündeme daha sık gelmeye başlamıştır. Çoğu ülkeler 1970'li yıllardan sonra iktisadi olarak büyük bir çöküntü içine girmişlerdir.

Bretton Woods sistemi sona erdikten sonra dünya ekonomisinde ana hakim düşünce, finansal kurumların ve işlemlerin artmasının önündeki engellerin kaldırılması ve finansal olmayan kurumların bu piyasalara daha fazla girmelerinin sağlanmasıdır.

Dünya ekonomik sisteminin içerisinde küreselleşme, neoliberalizm ve finansallaşma kelimelerinin bir arada kullanıldığı görülmektedir. Dünya'nın global bir köy haline gelmesi sonucunda dünya ekonomileri arasındaki engellerin kalkmasıyla, iktisadi faaliyetlerde finansa doğru bir kayış başlamıştır.

1980'li yıllarda başlayan ve günümüze kadar gelen süreçte devlet müdahalesinin giderek zayıfladığı, serbest piyasa ekonomisinin ağırlığını hissettirdiği bir dönemde IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlarının önerileriyle de desteklenen daha serbest ekonomi politikaları finansal sistemin daha da genişlemesini sağlamıştır.

Kapitalizmin özellikle 1970’li yıllarda karşı karşıya kaldığı düşen kar hadleri oranları sonucunda Neoliberal politikalar ve beraberinde getirmiş olduğu finansallaşma süreci kurtuluş olarak ekonomiler tarafından görülmektedir.

Neoliberal politikalar sonucunda kar oranları düşen yerel firmaları daha karlı alanlara yönlendirebilmek adına devletin sahip olduğu firmalarını özelleştirmesi, yerel piyasalarındaki serbestleştirmeleri artırması ve finansal piyasalara ulaşımında tüm engellerin kaldırılması ana hedefler olarak belirlenmiştir.

Finansallaşma terimiyle ilgili literatürde önemli tanımlamalar yapılmakla birlikte herkes tarafından kabul gören tanımı şu şekildedir: Finansal piyasada, finansal motiflerin, finansal elitlerin, finansal kuruluş ve piyasa oyuncularının hem yerel, hem de uluslararası arenada işlemlerinin ve öneminin artması şeklinde tanımlanmaktadır.<sup>93</sup>

Krippner finansallaşma tanımını yaparken kar yaratım sürecinin ticaret ve mal üretimine kıyasla finansal kanallar yoluyla gerçekleştiği birikim biçimi olarak tanımlamaktadır.<sup>94</sup>

Finansallaşma, ekonomi alanındaki dönüşümünü mikro ve makro alanda şu kriterlere göre gerçekleştirmiştir: finansal kesimin öneminin reel sektör alanına göre yükselmesi, transfer gelirin reel sektörden finans sektörüne aktarılması, gelir dağılımının bozulmasına finansal sektörün öncülük etmesidir.<sup>95</sup>

Finansallaşma alanında Dore daha kapsamlı yapmış olduğu çalışma neticesinde, ekonomik aktivite alanında finansal endüstrinin hakimiyetinin artması, şirketlerin yönetim alanında finansal kontrollerin olması, şirketlerin öz kaynaklarında finansal varlıkların payının artması sonucuna varılmıştır.<sup>96</sup>

---

<sup>93</sup> G. Epstein, “Financialization and The World Economy”, 1. Baskı, Cheltenham, Northampton, USA: Edward Elgar, 2015, s.1.

<sup>94</sup> Greta R. Krippner, “The Financialization of The American Economy”, Socio-Economic Review, 2005, <http://courses.umass.edu/econ711-rpollin/Krippner---Financialization%202005.pdf> (13.11.2016)

<sup>95</sup> Thomas Palley, “Financialization: What It Is and Why It Matters”, The Levy Economic Institute, 2007, No:525, [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_525.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf), (12.11.2016), s.2.

<sup>96</sup> Ronald Dore, “Financialization of the Global Economy”, Industrial and Corporate Change, Volume:17 Number:6, 2008, <https://myweb.rollins.edu/tlairson/seminar/financeglb.pdf>, (12.11.2016)



David Harvey, finansallaşmanın tanımını yaparken, ekonomik sistemde finansın büyük değişimiyle birlikte finansın rolünün niteliksel olarak değişmesi olarak yorumlamaktadır.<sup>97</sup>

David Harvey, aynı zamanda finansallaşmanın gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki yapısal ilişkinin de dönüşüme uğramasının nedenlerini açıklamıştır, ona göre finansallaşmayla birlikte gelişmekte olan ülkelere doğru artan sermaye hareketleri neticesinde gelişmekte olan ülkeler rezerv biriktirme zorunda kalırken, ABD gibi büyük cari işlemler veren bir ülkenin kolayca finanse edilmesi bu yolla sağlanmıştır.<sup>98</sup>

David Harvey'e göre ABD'nin gelişmekte olan ülkeler tarafından finanse edilmesi neticesinde Doların en büyük ihracatçısı olması sonucunda rezerv para birimi olarak itibar görmesinde finansallaşmanın payı yadsınamaz boyutlardadır.

Stockhammer'a göre finansallaşma finans sektörünün ağırlığının reel sektöre nazaran daha fazla artması, aynı zamanda finansal araçların yaygınlaşması ve bunun sonucunda finansal sektörün kuralsızlaştırılmasıyla sermaye hareketlerinin uluslararası boyutlarda artması olarak tanımlanmaktadır.<sup>99</sup>

Lapavistas ise finansallaşmayı açıklarken finansal sektörün daha bağımsız hale gelmesi olarak yorumlarken, finansallaşma tanımıyla birlikte kapitalist ekonomilerin yeni bir oluşum içine girdiğini, üretim ile dolaşım arasındaki sistemik yapının dolaşım lehine bozulduğunu ve artık işletmelerinde kar olgusu için finansal piyasalara yöneldiğini vurgulamaktadır.<sup>100</sup>

Lapavistas aynı zamanda finansallaşmanın temel yapısını incelerken kapitalizmin aşırı birikim sürecine odaklanırken, düşen büyüme oranları, monopolistik

---

<sup>97</sup> David Harvey, "A Brief History of Neoliberalism", <http://rebels-library.org/files/d3Thompson-1.pdf>, 2005, (12.11.2016)

<sup>98</sup> Jellamy Foster, "The Financialization of Accumulation", Monthly Review, Vol:62 No:5, <http://monthlyreview.org/2010/10/01/the-financialization-of-accumulation/>, 2010, (12.11.2016)

<sup>99</sup> Engelbert Stockhammer, "Financialization and the Global Economy", PERI, <http://content.csbs.utah.edu/~mli/Economics%207004/Stockhammer-WP240.pdf>, 2010, (12.11.2016)

<sup>100</sup> Costas Lapavistas, "Theorizing Financialization", SAGE, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.669.4781&rep=rep1&type=pdf>, 2011, (12.11.2016)

çokuluslu şirketlerin artması ve finansallaşma olgularının kapitalizmde krizlerin oluşumuna zemin hazırladığını belirtmektedir.<sup>101</sup>

Günümüzde finansallaşma olgusu incelenirken üzerinde durulması gereken en önemli kriterlerden birisi ulusal gelir dağılımından hangi sektörün daha fazla pay aldığı olgusudur. Finansal sektörün reel sektöre nazaran daha fazla pay aldığı bir ekonomide finansallaşmanın payının da çok olduğu küçümsenemeyecek düzeylerde dir.

Finansallaşma operasyonunu üç kanalla organize etmektedir: Finansal piyasaların yapısının ve operasyonunun değiştirilmesi, finansal olmayan şirketlerin davranışlarının değiştirilmesi ve ekonomi politikalarının yapısının değiştirilmesidir.<sup>102</sup>

ABD'nin son 40 yıl içerisinde finansal hizmetler sektörünün büyümesi inanılmaz boyutlara ulaşmış olup, finans sektörünün GSYH içindeki payı artmış, finansal varlıkların miktarı, finansal sektörde çalışanların sayısı ve ortalama ücretlerin artışı bu sektörün büyümesine katkıda bulunmuştur.

Finansal sektördeki büyüme oranları yalnızca ABD ekonomisine özgü bir olay olmayıp, aynı zamanda aynı sonuçlar OECD ülkelerinde de tespit edilmiştir.<sup>103</sup> Finansal sektörün yükselişi kendini hisse senedi kar oranlarının artışı ile de desteklemiştir. ABD'de aynı zamanda finansal kurumlarında karları toplam kar oranları içerisinde sürekli artış eğilimini korumuştur.

ABD'de finansal sektörün karı/ toplam kar oranları 1960 yılında %13 seviyesindeyken, 2002 yılında bu oran % 37 seviyesine yükselmiştir. Yükselen bu trend OECD ülkelerinde de kanıtlanmıştır.<sup>104</sup>

---

<sup>101</sup> Costas Lapavistas, "Theorizing Financialization", SAGE, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.669.4781&rep=rep1&type=pdf>, 2011, (12.11.2016)

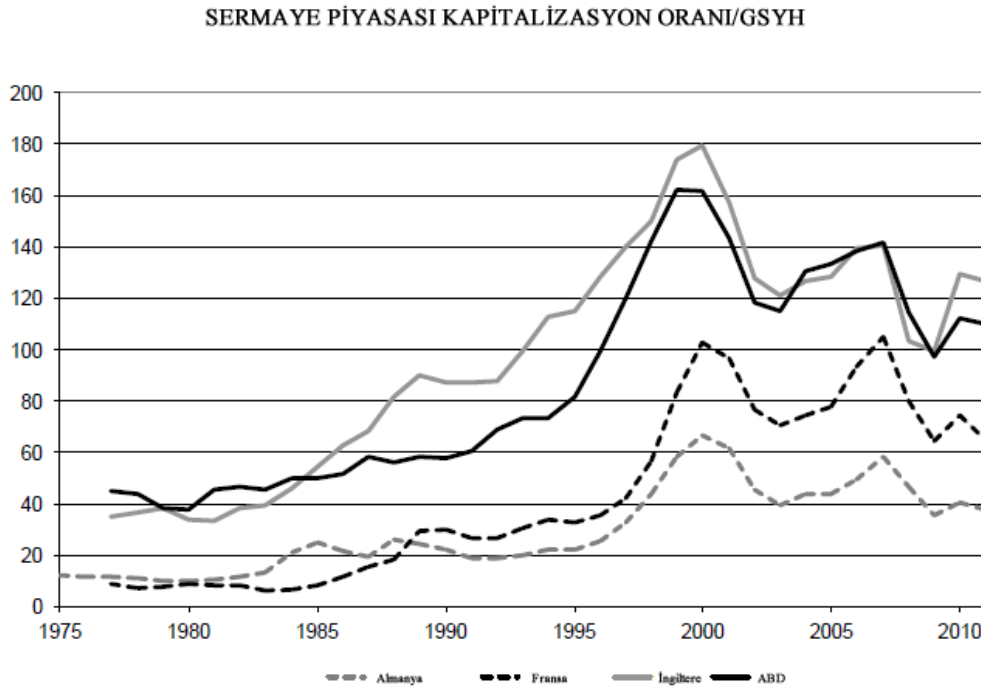
<sup>102</sup> Thomas Palley, "Financialization: What It Is and Why It Matters", The Levy Economic Institute, 2007, No:525, [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_525.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf), (12.11.2016), s.2.

<sup>103</sup> Thomas Philippon, "An International Look at The Growth of Modern Finance", Journal of Economic Perspectives, Vol:27, No:2, 2013, <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.27.2.73> (14.11.2016)

<sup>104</sup> Petra Dünhaupt, "Financialization and the Crises of Capitalism", International Political Economy, No:67, 2016, [http://www.ipe-berlin.org/fileadmin/downloads/Papers\\_and\\_Presentations/IPE\\_WP\\_67.pdf](http://www.ipe-berlin.org/fileadmin/downloads/Papers_and_Presentations/IPE_WP_67.pdf) (14.11.2016)

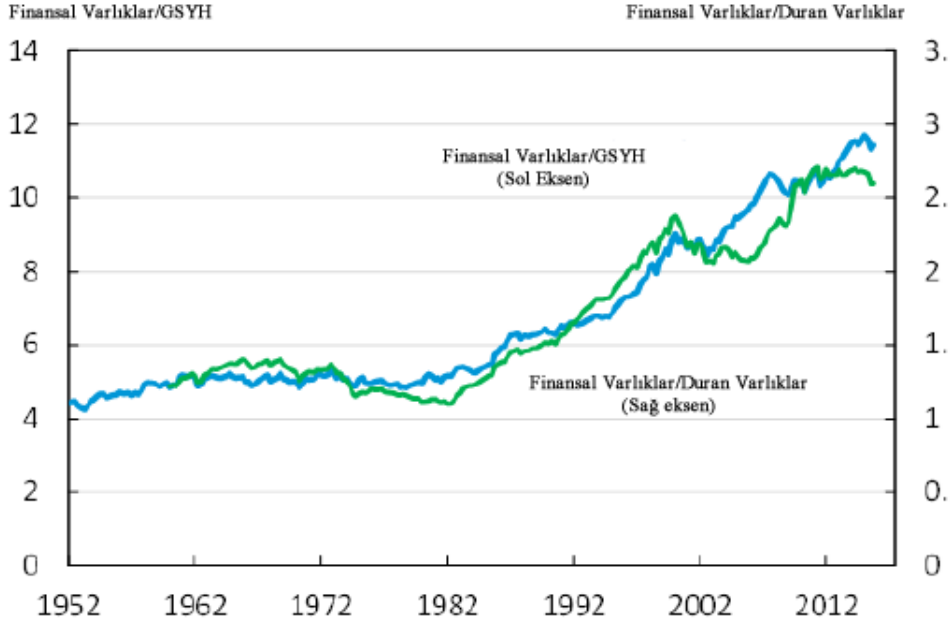
Finansal sektörün reel sektöre oranla daha fazla büyümesinin önemli göstergelerinden birisi de sermaye piyasası kapitalizasyon oranıdır. Bu oran hesaplanırken GSYH'ya göre oranlamak finansal sektörün o ülkeler içinde ne kadarlık bir paya tekabül ettiğini anlamak açısından son derece önemlidir.

Şekil 2.1.'de görüleceği üzere yapılan çalışma neticesinde Almanya, Fransa, İngiltere ve ABD'de sermaye kapitalizasyon oranları 1975-2011 yılları arasında incelenmiş olup, 1980'li yıllardan itibaren başlayan yükseliş trendi 2000'li yıllarda zirve yapmış olup, 2011 yılına kadar yükseliş eğilimini sürdürmüştür.



**Şekil 2.1:** Sermaye Piyasası Kapitalizasyon Oranı/GSYH

**Kaynak:** [http://www.ipe-berlin.org/fileadmin/downloads/Papers\\_and\\_Presentations/IPE\\_WP\\_67.pdf](http://www.ipe-berlin.org/fileadmin/downloads/Papers_and_Presentations/IPE_WP_67.pdf)



**Şekil 2.2:** ABD’de Finansal Varlıkların Büyüme Oranı (1952-2015)

**Kaynak:** [https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/20160610\\_financial\\_inclusion\\_cea\\_issue\\_b.pdf](https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/20160610_financial_inclusion_cea_issue_b.pdf)

Şekil 2.2.’de görüleceği üzere ABD’de 1952-2015 yılları arasındaki finansal varlıkların GSYH içindeki payıyla, finansal varlıkların duran varlıklar içerisindeki büyüme oranları gösterilmiştir. Finansal varlıkların 1980 sonrası ABD’de inanılmaz bir boyutta artış eğilimi açıkça görülmektedir. 1980’li yıllarda finansal varlıklar/ GSYH oranları % 5 düzeyinden 2015 dördüncü çeyreği itibarıyla % 12’li seviyelere yükselmiştir.<sup>105</sup>

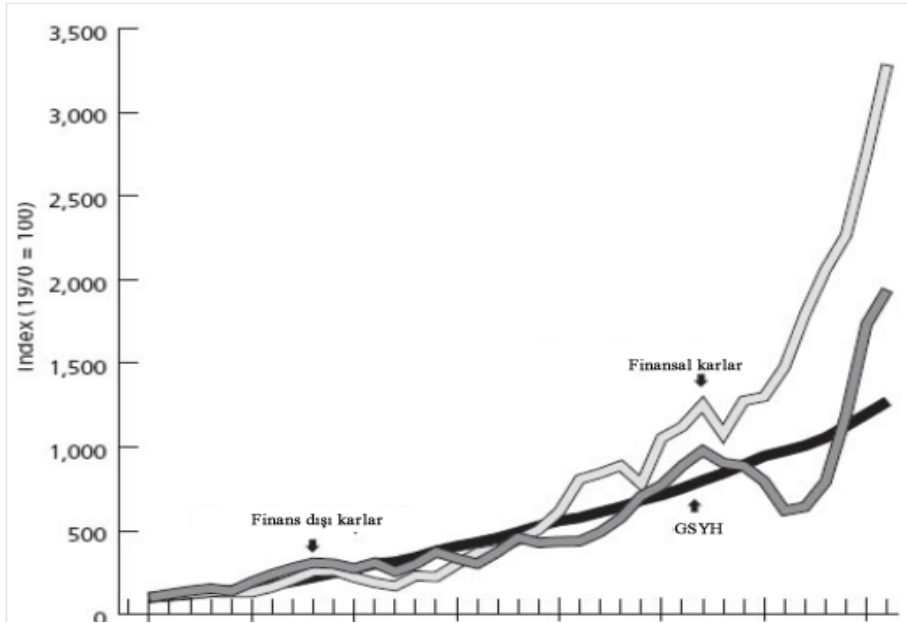
Finansallaşma olgusuyla birlikte kapitalizmin yükselişini beraberinde getirirken üretim anlarının reel sektörden finansal kesime doğru kaymasına neden olmuştur. Ekonomik resesyon dönemlerinde sisteme yeniden canlılık getiren bu olgu beraberinde ciddi sorunları ve riskleri de barındırmaktadır.

<sup>105</sup> White House, “Financial Inclusion in the United States”, [https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/20160610\\_financial\\_inclusion\\_cea\\_issue\\_b.pdf](https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/20160610_financial_inclusion_cea_issue_b.pdf)

Magdoff ve Foster tarafından yapılan çalışma neticesinde kapitalizmin öncülüğündeki dünya yapısında gelişmiş ülkelerin ekonomik büyümelerinde uzunca yıllardır sıkıntı yaşadığı kanıtlanmıştır.<sup>106</sup>

Reel kesimde meydana gelen sıkıntılara çözüm olarak, finans alanına daha fazla para aktarımıyla çare bulunmakta bunun sonucunda da finansal alanda kar oranlarında artış, borç/milli gelir oranlarında yükseliş ve finansal araç sayısı bakımından inanılmaz derecede bir artış meydana gelmektedir. Finansallaşmaya başvurulması daha açık bir ifadeyle Neo-Liberalizmin ortaya çıkarmış olduğu zayıf yatırım ve düşük ücret sarmalına bir ilaç olarak sunulmaktadır.

Şekil 2.3.'de görüleceği üzere ABD'de 1980'li yıllardan itibaren arada meydana gelen kriz ve durgunluklara verilen cevaplarda göz önüne alındığında, finansal sektörün kar payı reel sektörün kar payına göre çok ciddi oranda artmıştır.



Şekil 2.3: ABD'de Kar Oranlarındaki Büyüme/GSYH

Kaynak: <http://monthlyreview.org/2008/12/01/financial-implosion-and-stagnation/>

<sup>106</sup> Magdoff, F and Foster J.B. "Financial Implosion and Stagnation", Monthly Review, Vol:60, No:7, <http://monthlyreview.org/2008/12/01/financial-implosion-and-stagnation/> (14.11.2016)

Kapitalizmin gelişme aşamasında Neoliberalizm, küreselleşme ve finansallaşma çok önemli bir rol oynamıştır. Ekonomistler tarafından finansallaşma son dönemlerde daha çok araştırma alanlarına girmektedir.

Finansallaşma olgusunu Marksist teori açıdan incelediğimizde kapitalist sistemde yapılan üretim insanların gerekli olan ihtiyaçlarını karşılamaktan daha çok kar için yapılmaktadır.

Son dönemde kapitalist sistemin üretimlerinin büyük çoğunluğu çok uluslu tekeller tarafından aşırı kar amacıyla yapılmakla birlikte, bu tekeller sert rekabet şartlarında plansız ve aşırı ölçüde kontrolsüz üretim genişlemeleriyle birlikte kapasite yatırımlarını artırmaktadırlar. Bunun sonucunda yeteri kadar talep görmeyen bir ortamda aşırı sermaye birikimlerine neden olmaktadır.

Marx'a göre kapitalizm açısından, bireysel kapitalist üreticileri ekonominin genel talebine bakmaksızın üretim kapasitelerini sürekli artırma yoluna giderek birikimlerini en uç seviyeye çıkarma gayretindedirler. Bunun sonucunda kapitalist üretim sürecinin önündeki en büyük engel olarak kapitalin kendisini görmektedir.

Kapitalizm sisteminde sürekli rekabet halinde olan işletmeler kar oranlarını artırabilmek ve rekabet olanaklarında geri kalmamak adına maliyetleri düşürme yollarını aramaktadırlar.

Kapitalizm olanaklarında işletmeler sürekli yeni teknolojiler ışığında üretim maliyetlerini kırmak yönünde otomasyon yoluna girerken makineleşmenin getirdiği imkanlarla birlikte emek tasarrufuna giderken aşırı kapasite yatırımlarına yol açmaktadır.<sup>107</sup> Bu durum sabit sermaye oranının değişen sermaye oranına oranla daha fazla tercih edilmesine neden olmaktadır.

Kapitalizm sistemi açısından karın ana kaynağı olarak, diğer bir ifadeyle artı-değer yaratan olgunun emek olması, otomasyon sürecinde üretime giren işçi sayısının

---

<sup>107</sup> Mustafa Durmuş, "Aşırı Birikim-Finansallaşma İlişkisinin 2008 Krizi Bağlamında Analizi", [http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V21\\_N77\\_A01.pdf](http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V21_N77_A01.pdf), (26.11.2016)

azalması sonucunda emek üzerinde yaratılmış olan kar fırsatının azalması anlamına gelmektedir.

Kapitalizm üretim sürecinde karın azalmasına karşı verilen en büyük cevap yeni teknolojilere yönelerek rekabetin altında kalmamak, ya da işçi maliyetlerini düşürmek yönünde atılacak adımlardır. Bunun sonucunda aşırı üretim kapasitesi neticesinde piyasanın talebinin üstüne çıkılmasına neden olmaktadır.

Kapitalizm neticede maliyetlerini düşürebilmek adına işçi çıkarma yoluna giderken, işçilerin almış olduğu ücretlerde baskılama sonucuyla yüz yüze gelmektedir. Talep yönünde aşırı üretim yapmış olan işletmelere gereken cevap gelmediğinden düşen kar oranları kapitalizm sisteminin en büyük sorunu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Finansallaşma da Marxist teori açısından aşırı üretim ve birikim krizlerine ve düşen kar hadlerine karşı kapitalist sistem tarafından verilmiş yeni bir reçete olarak gözükmektedir.

Kapitalizmin geçirmiş olduğu önemli değişimler bakımından Sweezy 1997 tarihinde yayınlamış olduğu makalede üç önemli değişimin finansallaşma sürecinde önemli olduğunu vurgulamaktadır: Bunlar; 1974-1975 yılında meydana gelen dünya genelindeki büyüme oranlarındaki düşüş, dünya genelinde çok uluslu monopol ve oligopolistik şirketlerin yaygınlaşması ve sermaye birikim süreci sonucunda finansallaşmanın yaygınlaşmasıdır.<sup>108</sup>

Sweezy ve Baran'ın iktisat alanına, Tekelci Sermaye (Monopoly Capital) adlı çalışmalarıyla finansallaşma olgusuna daha farklı açıdan bakılmasına önemli katkıları olmuştur. Yazarlara göre finansallaşma olgusu reel ekonomide meydana gelen durgunluğa karşı verilmiş bir cevaptı. Sistem modern sanayi sürecinde ekonomide meydana gelen üretim fazlasını dengelemeye yarıyordu.<sup>109</sup>

---

<sup>108</sup> Jonh Bellamy Foster, "The Financialization of Capitalism", Montly Review, Vol:58 No:11, 2007, <http://monthlyreview.org/2007/04/01/the-financialization-of-capitalism/>, (26.11.2016)

<sup>109</sup> Jonh Bellamy Foster, "Baran and Sweezy's Monopoly Capital, Then and Now", Montly Review, Vol:67 No:6, 2015, <http://monthlyreview.org/2015/11/01/baran-and-sweezys-monopoly-capital-then-and-now/> (26.11.2016)

Sweezy ve Baran ekonomik durgunluğun Ortodoks iktisatçıların öne sürdüğü gibi döngüsel bir süreç olmadığını, tam aksine uzun süreli durgunluk şeklinde çalışan bir sistem olduklarını öne sürmüştür.

Kapitalizm üretim sürecinde de ekonomik büyümenin sağlanabilmesi açısından sürekli aşırı üretimin meydana getirdiği ekonomik artığı emecek yeni talep kaynaklarının yaratılması gerektiği tezini savunmaktadırlar.

Sweezy Tekelci Sermaye çalışmasında, tekelci örgütlenme sonucunda işgücü mücadelelerinde sermayenin büyük avantajlar sağladığını, bunun sonucunda da artık-değer oranlarının yükselmesine neden olduğunu belirtmiştir. Aynı zamanda tekelci ve oligopolcü fiyatların rekabetçi fiyatların yerini alması sonucunda kar oranlarında hiyerarşinin meydana gelmesine neden olduğunu belirtmişlerdir.

Tekelciliğin sonuçları doğrultusunda yatırım seçeneklerinde kar getirecek ortamların azalmasına ve artık-değer sürecinin daha da arttığını kanıtlamışlardır. Daha önceki kapitalizm sürecinde artık-değeri emen unsur özel sektör tarafından gerçekleştirilen sabit sermaye yatırımlarıydı. 1970'lerden itibaren bu süreç net bir şekilde azalmıştır.

Aşırı sermaye birikimleri, aşırı üretim, uzun süreli yaşanan durgunluklar ve özel sektör yatırımlarının azalmaya başladığı bu süreçte finansallaşma olgusu kapitalizmin yardımına yetişmiştir.

1970'li yılların başından itibaren düşen kar oranlarına karşılık Neo-Liberalizm akımı altında finansallaşma adına önemli adımlar atılarak talep tarafında yetersiz kalan ekonomiyi canlandırma yoluna gidilmiştir.

Finansal varlıklar Altın çağ döneminde sınırlı düzeyde bulunmaktaydı. Keynesgil ekonomik sistemi, kontrole ve düzenlemeye dayalı olduğundan finans sermayesinin önünde önemli bir engel olarak gözükmekteydi.

Petrol fiyatlarında meydana gelen artış bu dönüşümün önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Petrol ihracatı yapan ülkeler elde ettikleri gelirleri batı bankalarına yatırım yaparak değerlendirmekteydi. Petro-dolarların sürekli bankacılık sisteminde atıl



olarak kalması kapitalizmin işleyişine tam anlamıyla aykırı olarak gözükmekteydi. Neo-Liberalizm akımı tam da bu noktada sahneye çıkarak bu atıl paranın finansallaşma yoluyla tekrardan sisteme kazandırılmasına imkan tanımıştır.<sup>110</sup>

Batı bankalarında biriken bu atıl paralar krediler yoluyla az gelişmiş ülkelere akmalı, az gelişmiş ülkelerde bu kaynaklarla sistemim daha karlı çalışmasına katkıda bulunmaları gerekliydi. Neo-Liberalizm finansal sermayenin kural tanımadan serbestleştirilmesi yönünde düşen kar hadlerine karşılık yeni bir trend olarak ortaya çıkmaktaydı.

Keynesgil fikirler yerini neoliberalizme bırakmış, devlet müdahalesi arka plana atılarak finansallaşma ile birlikte ve yeni finansal ürünlerinde ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Bankalar, hedge fonlar ve sigorta şirketleri aracılığıyla alım-satımı yapılabilen varlığa dayalı finansallar, menkul kıymetleştirilmiş türev ürünler, krediye dayalı türev ürünler gibi yeni finansal varlıklar satın alma gücü azalmış emekçilere bireysel krediler aracılığıyla satılması amaçlanmıştı.

Kapitalizmin hem küreselleşme ve teknoloji alanına yaratmış olduğu fırsatlar borsalar, internet ve konut sektöründe balonların oluşmasına neden olurken, bu aşırı fiyat artışlarından kar elde etmek isteyen düşük gelirli insanların buralara daha fazla yatırım yapmalarına neden olmuştur. Reel sektörde elindeki kaynakları artı-değeri emebilmek adına bu kaynaklara yönlendirince kapitalizmin çıkmazına bir çözüm olmuştur.

Finansallaşma olgusu ile birlikte, finansal işlemler, türev araçlar, finansal karlar, ekonomide toplam borçluluk oranları artmıştır. Aynı zamandan finansal sektörün dışındaki sektörlerde ellerindeki kaynakları daha fazla kar amacıyla bu alana yönlendirmeye devam etmektedir.

---

<sup>110</sup> Erinç Yeldan, "Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi : Türkiye Krizin Neresinde", <http://www.calismatoplum.org/sayi20/yeldan.pdf>, (27.11.2016)

ABD açısından kapitalizmin ve onun sürükleyicisi olan finansallaşmanın tüm dünyaya en uygun olan sistem olarak gözükmesinde Gramsci'nin hegemonya tanımını yeniden gözden geçirmek faydalı olacaktır.

Hegemonya, hakim grubun elinde toplanan ek güçtür; bunu sağlayan şey de bu grubun, toplumu, kendi çıkarlarına hizmet etmekle kalmayıp aynı zamanda bunun tabi gruplarca toplumun genel çıkarınaymış gibi algılanmasını da sağlayan bir doğrultuda çekip götürme kapasitesidir.<sup>111</sup>

---

<sup>111</sup> Giovanni Arrighi, “**Adam Smith Pekin’de**”, Yordam Kitap, 2. Basım, 2010, s.157.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3.1 REZERV PARA BİRİMİ VE ULUSLARARASI FİNANS PİYASALARINDAKİ SON GELİŞMELER

#### 3.1.1 Rezerv Para

Tarihsel perspektiften bakıldığında bir çok ülkenin parasının belirli dönemlerde uluslararası işlemlerde herkes tarafından kabul gördüğü bir gerçektir. Bu ülkeler gerek ekonomik güçleriyle gerekse de politik güçleriyle rezerv para statüsünü kazanabilmişlerdir.

Ekonomi literatüründe rezerv para birimi olabilme yönünde spesifik olarak nelerin gerektiği kurallara bağlanmamış olsa da, tarihi açıdan birkaç kriterin rezerv parayı tanımlamada önemli rol oynadığı açıktır.

Bir ülkenin parasının rezerv para olabilmesi açısından; *ekonomik büyüklüğü, sermaye hareketlerindeki serbesiyet derecesi, esnek döviz kuru uygulamaları, makro ekonomik politikaları uygulama biçimi ve finansal piyasalarının derinliği ve genişliği* ülkenin rezerv para birimi olabilmesi açısından son derece önemli kriterlerdir.<sup>112</sup>

Ekonomi literatüründe bu ölçütlerin yanı sıra; yapılan fx işlemlerinin büyüklüğü, rezerv olarak ülkeler tarafından tutulma oranları ve ticari işlemlerde kullanılma oranı da rezerv para birimini tamamlamada önemli rol oynamaktadır. Aynı zamanda ağ dışsallıkları yani diğer insanlar tarafından ne kadar çok oranda kullanıldığı ve ekonomik nedenlerin dışında politik ve stratejik nedenlerle tutulması da diğer kriterler arasındadır.<sup>113</sup>

---

<sup>112</sup> Eswar S.Prasad, **The Dollar Trap**, 1.Baskı, UK:Princeton University Press,2014,s.244.

<sup>113</sup> Menzie Chinn and Jeffry Frankel, “Why the Euro Will rival the Dollar”, International Finance, [http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/Chinn\\_Frankel\\_IntFin2008.pdf](http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/Chinn_Frankel_IntFin2008.pdf), Vol:11 No:8 , 2008, s.53.

**Ekonomik Büyüklük:** Bir ülkenin parasının rezerv para birimi olabilmesi açısından ülkenin büyüklüğü, global ticaret hacminden aldığı pay ve finansal piyasasının büyüklüğü son derece önemlidir. Ama o ülkenin parasını rezerv para birimi olarak düşünülmesi konusunda tek başına yeterli bir husus değildir.

Çin ekonomisi dünya Gayri Safi Milli Hasılası'nın %15'lik bir bölümünü karşılarken, Japonya %5.60 Almanya % 4.5, İngiltere % 3.90'luk bir orana sahipken, ABD'de bu oran %24.5'dir. Çin ekonomisi dünya ticaretinin yaklaşık % 9'luk kısmını karşılarsa da rezerv para statüsünü kazanması yolunda bu başarıları yeterli olamamıştır<sup>114</sup>.

**Sermaye Hareketleri Serbestliği:** Döviz rezervleri kesinlikle o ülkenin hem ticari hem de finansal partnerleri tarafından ödemelerde kullanılabilir olmalıdır. Global finans piyasalarında o döviz kuru kolaylıkla alınıp satılabilir bir nitelikte olmalıdır.

Bir ülke rezerv para birimi olma yolunda ilerlemek istiyorsa sermaye hareketlerine ve döviz piyasalarına herhangi bir kısıtlama getirmemeli ve olağan dışı müdahalelerde bulunmamalıdır.

Ülke ekonomisi herhangi bir kısıtlamaya gitmezken ülkenin ekonomik kontrolünü ve özellikle sermaye hareketleri konusunda alınacak kararlarda da yetkiyi tamamen hükümete de bırakmamalıdır.

Genel kanı olarak günümüzde en çok konuşulan ve tartışılan ülke konumunda Çin ve onun para birimi Yuan olduğundan Çin'i bu kategoride değerlendirmek yanlış olmayacaktır. Hem sermaye girişleri hem de çıkışlarında inanılmaz düzeylerde müdahaleler göze çarpmaktadır. Yoğun sermaye kontrolleri hala bir politika aracı olarak kullanılabilir. Oysa ABD sermaye hareketliliği serbestisinde dünyanın en önde gelen ekonomileri arasında yer almaktadır.<sup>115</sup>

---

<sup>114</sup> <http://statisticstimes.com/economy/projected-world-gdp-ranking.php> (2016)

<sup>115</sup> Hiro Ito and Menzie Chinn, "Financial Openness Index", [http://web.pdx.edu/~ito/Readme\\_kaopen2014.pdf](http://web.pdx.edu/~ito/Readme_kaopen2014.pdf), (06.11.2016)

**Esnek Döviz Kuru:** Rezerv para birimleri tarihsel açıdan incelendiğinde genel olarak serbestçe alınıp-satılabilir bir yapıya sahip olmalıdır. Bu özelliğinin yanında dış değerinin de piyasalar tarafından belirlenebilir olması gerekmektedir.

Döviz piyasalarında sağlanan bu esneklik hiçbir şekilde ülkelerin Merkez bankalarının müdahale edebilme yeteneğinin elinden alınması anlamına gelmemelidir. Ülkeler gerekli gördüğü durumda Merkez bankaları aracılığıyla müdahale edebilmelidir. Son dönemde yaşanan global krizler ve bun krizlerin diğer ülkelere sermaye piyasaları aracılığıyla kolayca yayılabilmesi bu gerekliliği artırmaktadır. Ama Çin'in yaptığı gibi bir savaş aracı olarak kullanılmamalıdır.

**Makroekonomik Politikalar:** Bir ülkenin yabancı yatırımcılar açısından değerlendirilmesinde ve o ülkenin para biriminin rezerv olarak tutulmasında bakılan önemli ölçütler arasında makroekonomik politikaların uygulanış biçimi gelmektedir.

Ülke ekonomisinin düşük enflasyon, yabancı varlıklara sahiplik düzeyi ve kamu borcunun sürdürülebilir düzeylerde olması anahtar para statüsünün kazanılmasında önemli rol oynamaktadır.

ABD ekonomisi makroekonomik politikaların uygulanması açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha iyi bir pozisyondadır. Fed'in uygulamış olduğu başarılı politikalar ve büyüme ile enflasyonun koordineli hedeflenmesi yabancı yatırımcılar açısından Dolara olan ilgiyi ve güveni daha da artırmaktadır.

Çin ekonomisi yine son yıllarda kamu borcunun GSMH'ya oranında bir çok gelişmiş ve rezerve para statüsüne sahip olan ülkelere daha iyi olduğu, aynı zamanda bunu enflasyonundaki ılımlı gelişmelerle de desteklediği açıktır.

Makroekonomik politikaların uygulanmasında Avrupa Birliği ülkeleri arasında da ciddi sıkıntıların meydana gelmesi rezerv para birimi olma yolunda bu birliğe ciddi zararlar vermektedir. Ülkelerin homojen yapıda bir ekonomiye sahip olmaması, makroekonomik göstergeler açısından aralarında ciddi farkların olması, tek bir para politikasına istinaden farklı maliye politikalarının uygulanması rezerv para olabilme ihtimalini çok düşürmektedir.

**Finansal Piyasaların Gelişimi:** Günümüzde rezerv para statüsünün değerlendirme kriterlerinde belki de en önemli madde olarak finansal piyasaların gelişim düzeyi en önemli yere sahiptir.

Bir ülkenin parasının rezerv para statüsünde olabilmesi için finansal piyasalarının geniş, derin ve likit bir şekilde işlemesi kesinlikle zorunludur. Uluslararası yatırımcıların da en dikkat ettiği konuların başında gelmektedir.

Uluslararası yatırımcılar bir ülkenin kendi para cinsinden ihraç etmiş olduğu finansal varlıkların büyüklüğü ölçüsünde piyasalara erişimi sağlayabilmekte ve derinliği görebilmektedir.

ABD'ye rakip olarak son dönemlerde Avrupa Birliği bu konuda önemli atılımlar yapmıştır. Uluslararası borçlanmalarda, fx işlemlerinde ve ticari ödemelerde Euro'nun da ağırlığı hissedilirken, ABD'ye rakip olabilme ihtimali daha da sorgulanmaya başlamıştır.

Çin ABD ile kıyaslandığında hala finansal piyasalarının sınırlı ve gelişmemiş olduğunu kabul etmektedir. Özellikle derin bir yapıya sahip olmadığı aynı zamanda kendi para cinsinden ihraçlarının son derece düşük olduğunu da kabul etmektedir. Fx işlemlerinin büyüklüğü, rezerv olarak diğer ülkeler tarafından tutulma oranı, ticari ödeme işlemlerinde kullanılma oranları ve ağ dışsallıkları da bu durumu teyit etmektedir.

### **3.1.2 Rezerv Para Birimi Olmanın Faydaları**

Rezerv para birimleri arasında süren yarışma sonunda bu ünvana hak kazanmış olan ülkenin sağlayacağı prestij son derece önemlidir. Bir ülkenin parası dünya tarafından rezerv para birimi olarak kabul gördüğünde bunun anlamı uluslararası aşamada ulaşabileceği en üst seviyeyi yakalamış ve uluslararası yatırımcılar tarafından güven kazanmış olduğu anlamına gelmektedir.

Rezerv para birimi konumunun kazanılmasının birçok başka somut faydaları da bulunmaktadır. Örneğin; Ülkenin ihracatçı ve ithalatçılarının uluslararası ticaret

işlemlerinde yerli para cinsinden işlemlerini gerçekleştirebilmelerine ve kur riskini ortadan kaldırebilmelerine imkan tanımaktadır.

Rezerv para birimi olarak bir ülkenin sağlayabileceği diğer bir fayda ise “senyoraj” (seigniorage) gelirdir. Bunu da paranın satın alma gücüyle üretilmesi esnasında ortaya çıkan maliyet farkı olarak tanımlayabiliriz.<sup>116</sup>

Rezerv para biriminde bu kaynak gelirin Merkez bankası tarafından kendi para birimini yaratması esnasında ortaya çıkmaktadır. Biraz alakalı olmakla birlikte özellikle enflasyon vergisinden (inflation tax), çok farklı bir yapıya sahiptir.

Özellikle para arzında meydana gelen artış ülke içinde enflasyonu artırırken, kamu borcunun enflasyona endeksli değerini ise dolaylı yoldan düşürmektedir. Hükümet de mal ve hizmet satın alımlarında bunu finansesini ihraçlarla gerçekleştirmektedir. Hükümet mal ve hizmetlerin satın alımını şimdi öderken para basarak ilerde bu borcu enflasyon sayesinde eritebilme imkanına sahip olmaktadır.

Bununla birlikte aşırı şekilde senyoraj gelirlerine bağımlı olarak yaşayan ve hükümet harcamalarını bununla finanse etmeye çalışan ülkeleri zorlu bir dönemde ayrıca beklemektedir.

Özellikle senyoraj gelirine bağlı yaşayan ülkenin ekonomik yapısına ciddi zarar verici etkileri bulunmaktadır. Sonuç olarak yüksek enflasyona neden olmaktadır. Özellikle de hükümet para basma işlevini sürdürdükçe, bazı önemli örneklerde görüldüğü üzere enflasyon kontrolden çıkarak insanların harcayacağı parayı değersiz hale getirmektedir.

1920’li yılların başında Almanya’da yaşanan hiperenflasyon tecrübeleri bu durumu açıklama açısından son derece önemlidir. Aylık enflasyon oranları %29.000’lik seviyeleri görmüştür. Aynı örnek 2008 yılında Zimbabwe’de günlük enflasyonun %100’ü görmesi ile sonuçlanmıştır.

---

<sup>116</sup> Prasad, s.263.

Zimbabwe’de yaşanan yüksek enflasyon sonucunda sürekli değer kaybeden yerel paraya olan güven düşmektedir. Yerel paranın hem tasarruf aracı olarak, hem de mübadele aracı olarak kullanılabilmesi zora girdiğinden yerel tasarruf sahipleri kendi paralarını bırakıp yabancı paraya geçmektedirler. Para ikamesi olarak adlandırılan bu olgu sonucunda Dolara olan talep ciddi ölçüde artmaktadır.

Zimbabwe ekonomisinde yaşanan para ikamesi sonucunda dolarizasyon olgusu yaygınlaşırken, enflasyon oranlarının etkisiyle yerel para birimi aşırı derecede değer kaybetmek zorunda kalmıştır. Enflasyon ile döviz kuru arasındaki ilişki açısından Nisbi satınalma gücü paritesine (SGP) değinmekte faydalı olacaktır.

Nisbi SGP teoremine göre; bir ülkenin yerel parası ile yabancı ülkenin parası arasındaki ilişki incelenirken, yurtiçi enflasyon oranı, dış enflasyon oranından yüksek olan ülkede döviz kuru bu fark ölçüsünde yükselmektedir.

Zimbabwe’de fiyatlar bir günde çift haneli seviyelere yükselmiş ve bir somon ekmek 300 Milyar Zimbabwe Dolarına yükselmiştir.<sup>117</sup> Bunun üzerine Zimbabwe Merkez bankası 1 Trilyon Dolara kadar para basmış ve en sonunda ülke içinde yabancı para birimlerinin yerli işlemlerde kullanılabilmesine imkan tanımıştır.

Ülkeler arasındaki döviz kuru değişimlerinin ne yönde hareket ettiğini göstermede ünlü iktisatçı Frederic Mishkin’in çalışmaları yadsınamaz boyutlardadır.

Mishkin’e göre, çok sayıda alıcı ve satıcının olduğu, piyasaya giriş ve çıkışlarda herhangi bir engellenmenin olmadığı, piyasa hakkındaki bilgilerin düşük maliyetle ve masrafsız sağlandığı bir ortamda ticarete konu olan bir ekonomik varlığın aynı anda tüm piyasalarda geçerli tek fiyatının olması gerektiğini savunmaktadır. Tek fiyat Kanunu olarak adlandırılan bu teori arbitraj mekanizmasına dayanmaktadır.<sup>118</sup>

Tek fiyat kanununa ve arbitraj mekanizmasına göre, yurtiçi piyasalarda işleyişi kadar yurtdışı piyasalar açısından da geçerli bir teoridir. Başka bir deyişle ulusal para

---

<sup>117</sup> Dallas Fed, "Hyperinflation in Zimbabwe", 2011, <https://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/annual/2011/annual11b.pdf>, s.15.

<sup>118</sup> Frederic Mishkin, "Economics of Money, Banking, Financial Markets", 7.Baskı, London, Wesley Series, 2004, s.439.



birimi ile adlandırılan bir ekonomik varlığın dünya piyasalarındaki fiyatlarının da eşit olması lazımdır.

Tek fiyat kanunundan hareketle mal piyasalarına uygulanma biçimi karşımıza Satınalma Gücü Paritesi (SGP) olarak çıkmaktadır. Bu teoriye göre bir ülkenin ulusal parasının başka bir ülke karşısındaki değeri, bu ülkelerdeki fiyat hareketlerine bağlıdır. Mishkin bu teoriyi örneklendirirken Japonya ve Amerika örneğini ele alarak, Japonya'da eğer fiyat seviyeleri ABD'ye göre %10 yükselirse, Doların değerinin Japon Yeni'ne nazaran %10 yükselmesi gerektiğini savunmaktadır.<sup>119</sup>

Satınalma Gücü Paritesi teoremi, ABD ve Japonya arasındaki örneğe dayanarak, bir ülkenin fiyat seviyelerinde diğer ülkelere oranla yaşanan bir artış, fiyat seviyesinde meydana gelen ülkenin para biriminin değerinde aynı oranda düşmeyle sonuçlanmaktadır. Mishkin yapmış olduğu çalışmalarda bu teorinin uzun dönemli kur değişimlerini açıklamada daha başarılı olduğunu ispatlamıştır.

Mishkin yapmış olduğu çalışmalarda uzun dönemde döviz kurlarının hareketlerini belirlemede dört faktörün etkili olduğunu açıklamaktadır: Göreceli fiyat hareketleri, tarife ve kotalar, yerli malların ithal mallara olan tercih düzeyi ve verimlilikler.<sup>120</sup>

- **Göreceli Fiyat Hareketleri:** Satın Alma Gücü paritesiyle uyumlu olarak, uzun dönemde bir ülkenin fiyatlarında meydana gelen artış, o ülkenin para biriminde değer kaybıyla sonuçlanmaktadır.

- **Tarife ve Kotalar:** ABD ve Japonya örneğinden hareketle eğer, ABD Japonya mallarına tarifeleri artırıp ya da ufak oranlarda kota uygularsa, ABD mallarına olan talep artacağından dolayı, ABD Doları değerlenme eğilimine girecektir. Uzun dönemde bir ülkenin tarife ve kota uygulaması o ülkenin para biriminin değerlenmesiyle sonuçlanmaktadır.

---

<sup>119</sup> Mishkin, s.439.

<sup>120</sup> Mishkin, s.441.

- **Yerli Malların Yabancı Mallara Tercih edilmesi:** Eğer Japonya ABD mallarına olan talebini artırırrsa artan bu talep neticesinde ABD'nin ihracatı artacak ABD'nin para biriminin değerlenmesine neden olacaktır.

- **Verimlilik:** Eğer bir ¼lke, diğer ¼lkelere nazaran daha verimli olursa ¼retmiř olduğu malları daha ucuza mal edip, bu durumdan daha karlı ¼ıkabilmektedir. Bunun sonucunda yerli mallara olan talep artarken, yerli para birimi de değerlenme eğilimine uzun d¼nemde girmektedir.

Mishkin uzun d¼nemli d¼viz kuru hareketlerini a¼ıklarken kısa d¼nemli hareketlerin a¼ıklaması y¼n¼nde Faiz oranı paritesi teoreminden yararlanmıştır. Kısa s¼reli mali fon piyasalarında tam mobilitenin olduğu bir durumda arbitraj faaliyetlerinin sonucu olarak bu teorem ortaya ¼ıkmıřtır.

Yatırımcılar a¼ısından arbitraj işlemi yapılmaya karar verilmeden ¼nce, teoreme hem ¼lkeler arasındaki faiz farkı, hem de vadeli piyasada ¼lkelerin para birimlerinin iskonto oranları dikkate alınmaktadır.

Mishkin Faiz oranı paritesi teoremini incelerken banka mevduat hesapları ¼zerinden hareket etmiş, aynı zamanda işlem giderlerinin bulunmadığı ve mali piyasaların tam işlediği varsayımında bulunmuştur. Teoreme g¼re, faizi d¼ř¼k olan ¼lkenin ulusal parası, faizi y¼ksek başka bir ¼lkenin ulusal parası karşısında, aradaki faiz farkı kadar prim yapmalıdır sonucuna varmıştır.<sup>121</sup>

Faiz oranı paritesi teoremine g¼re, ana ¼lke bakımından y¼ksek olan faiz farkı, bu ¼lke paritesinin iskonto oranından daha y¼ksekse, o taktirde fonları ana ¼lke piyasasına yatırmak daha karlı olur<sup>122</sup>.

Para birimi konusunda bu extreme ¼rnekler senyoraj gelirlerine teredd¼tle yaklaşılması gerektiğini g¼zler ¼n¼ne sermektedir. Aynı şekilde enflasyon vergisinin de işleyiş bi¼imi ¼ok tehlikeli olabilmektedir. Sonu¼ta her iki girişimde de kontrolden ¼ıkan enflasyon hareketleriyle karşılaşılmaktadır.

---

<sup>121</sup> Mishkin, s.445.

<sup>122</sup> Seyidoğlu, s.137.

Rezerv para birimi örneğinde paradan gelir yaratma yöntemi her iki koşulda da anahtar para statüsüne sahip olan ülkeye önemli avantajlar sağlamaktadır. Para birimlerinin çoğu o ülkenin Merkez bankası tarafından tedavüle sürülmekte ve iç piyasada sirküle olmaktadır. Böylece enflasyon vergisi yabancılar tarafından taşınmaktadır.

ABD’de 30 Eylül 2015 itibariyle dolaşımdaki para miktarı yaklaşık \$1.39 trilyon düzeyindedir.<sup>123</sup> Çoğunluğu banknot olan bu paranın ufak bir kısmı madeni para şeklindedir. Bu paranın tahminen \$750 milyar kadarlık kısmı ABD dışındaki kişi ve kurumlar tarafından tutulmaktadır.

ABD’de eğer enflasyon oranları %2’lik bir seviyeyi gösterirse, enflasyon vergisinin yaklaşık \$15 milyara tekabül eden değeri, her yıl ABD’ye dünyanın geri kalanı tarafından ödenmektedir.

Rezerv para birimi yönünden ABD Dolarına rakip olarak gösterilen Euro’da ise yine karşımıza inanılmaz tutarlar çıkmaktadır. 2012 yılı sonu itibariyle tedavüldeki Euro miktarı yaklaşık \$1.24 trilyon Dolar düzeyinde bulunmaktaydı. Yaklaşık % 20-% 25’lik bir kısım eurozone dışında tutulmaktaydı.

Örneklerden de görüleceği üzere hem senyoraj hem de enflasyon vergisi sistemi açıkça düzenli gelir kaynaklarıydı. Özellikle de o ülkenin parası rezerv para birimiye bu sistem daha çekici hale gelebilmekteydi. Hem de ülke dışında yaşayan kişi ve kurumlar tarafından bu gelir aktarılmaktaydı.

Mc.Kinsey Enstitüsü tarafından yapılan bir çalışma neticesinde 2007-2008 yılları arasında ABD’nin Dolarının rezerv para statüsünden dolayı net olarak sağlamış olduğu gelir, \$ 40 ile \$ 70 milyar Dolar arasında olduğu, bunun da yaklaşık GSMH’sına oranının % 0,3 ile % 0,5 arasında olduğu hesaplanmıştır.<sup>124</sup>

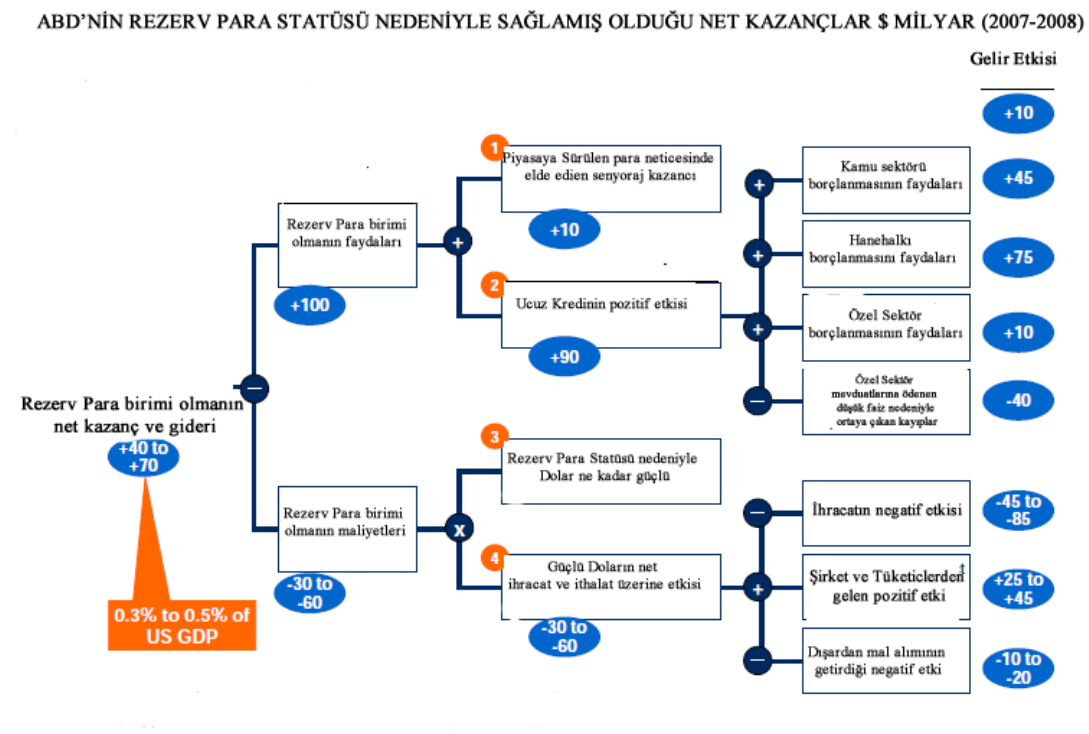
Şekil-3.1’den de görüleceği üzere, yapılan çalışma neticesinde kullanılan parametreler ışığında 2007-2008 yılları arasında ABD’nin dünyanın geri kalanıyla

<sup>123</sup> Federal Reserve, <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/Current/> (16.10.2015)

<sup>124</sup> Mc Kinsey Global Institute, An Exorbitant Privilege?, 2009, [http://www.mckinsey.com/insights/economic\\_studies/an\\_exorbitant\\_privilege](http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/an_exorbitant_privilege), (17.10.2015), s15.

yapmış olduğu işlemler neticesinde rezerv para olma statüsü dolayısıyla kazancı \$40 ile \$70 milyar Dolar arasında olduğu kanıtlanmıştır.

ABD'nin sahip olmuş olduğu bu güç, hem politik hem de ekonomik gücünü yalnızca kendi ülkesinden değil, aynı zamanda yurtdışından kendisine duyulan güven ve yatırımlara da borçludur.



**Şekil 3.1:** ABD'nin Rezerv Para Statüsü Nedeniyle Kazanmış Olduğu Net Kazanç Milyar (\$)

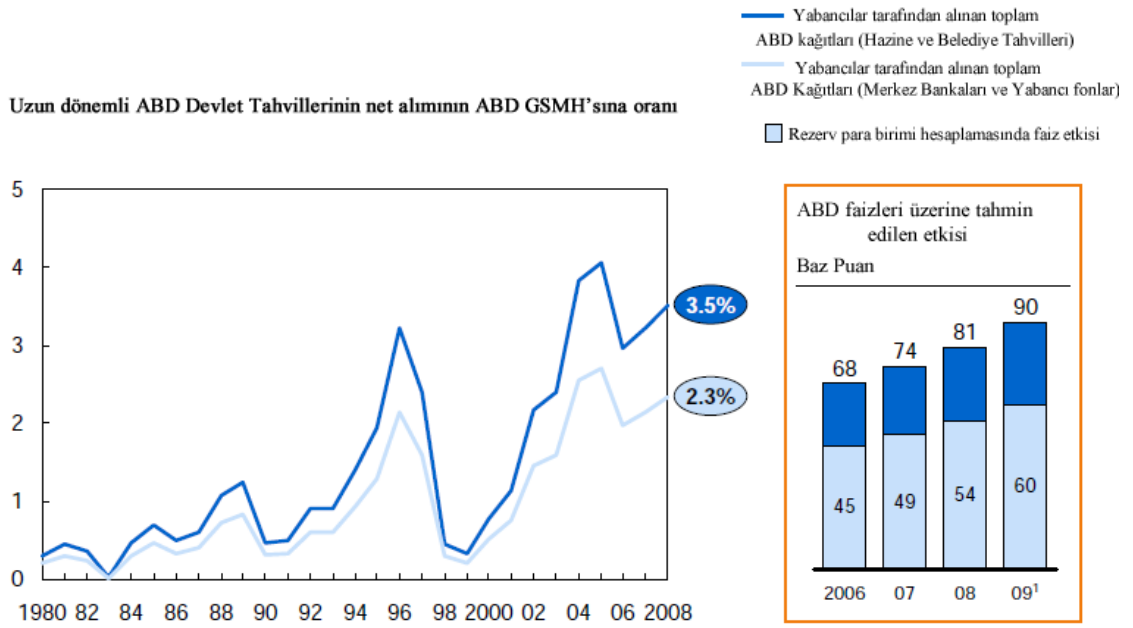
**Kaynak:** Mc Kinsey Global Institute, (17.10.2015)

Rezerv para birimi olmanın kazançları özellikle senyoraaj ve enflasyon vergisinin yanı sıra, hem o ülkenin hükümetinin, şirketlerinin ve hane halklarının ucuz bir şekilde sermaye artırımına gidebilme şanslarıdır.

Rezerv para birimi olan ülkede gerek hükümet, gerekse de özel sektör şirketlerinin çıkarmış oldukları kağıtlar güven nedeniyle büyük rağbet görmektedir. Özellikle de ABD'yi göz önünde bulundurduğumuzda kamu kağıtlarına hem dışardaki yatırımcıların hem de hükümet Merkez bankalarının ilgisi son derece fazladır.

Literatürde yapılan çalışmalar neticesinde ABD'nin ucuz yoldan borçlanabilme kapasitesi onun rezerv para birimi olma yönünde attığı önemli adımların başında gelmektedir.

Yabancı ülke Merkez bankaları ve Özel sektör yatırım şirketlerinin ABD Dolarını rezerv para birimi olarak görmelerinden ötürü bu kağıtlara yapmış oldukları yatırım neticesinde ABD'nin sermaye maliyetlerinde 50 ile 60 baz puanlık bir avantaj sağladığı yapılan çalışmalar neticesinde kanıtlanmıştır.



**Şekil 3.2:** Yabancı Yatırımcıların ABD Kağıtlarını Almasının ABD Borçlanmasına Etkisi

**Kaynak:** Mc Kinsey Global Institute, (19.10.2015),

Şekil 3.2'den de görüleceği üzere, ABD kağıtlarına olan yabancı ilgisi ABD'nin borçlanması ciddi şekilde düşürmektedir. Yapılan çalışma neticesinde hükümet, şirketler ve hane halklarının yılda \$130 Milyar düzeyinde tasarruf sağladığı hesaplanmıştır.<sup>125</sup>

Aynı zamanda düşük faiz oranlarının bazı olumsuz sonuçları da ortaya çıkabilmektedir. Özellikle hane halkları ve özel şirketlerin mevduat olarak bankaya yatırmış oldukları paralar neticesinde elde etmiş oldukları faiz kazançları bunun sonucunda düşmektedir.

Yapılan çalışmalar neticesinde düşük faiz ortamında firmaların ve hane halklarının \$40 Milyar'a yakın gelir kaybına uğradıkları, netleştirme işlemi yapıldıktan sonra ortaya \$90 Milyar'lık bir net gelir kazancı çıktığı hesaplanmıştır.

ABD'de son birkaç yıldır negatif net finansal pozisyonuna rağmen dışardan çok rahat borçlanabilme imkanına sahip olmuş, aynı zamanda düşük faiz ortamından yararlanarak borçlanmış ve bunu da off-shore yatırımlara, yani yüksek getirili varlıklara yatırım yaparak rezerv para olma özelliğinden faydalanmıştır.

Rezerv para biriminin o ülkenin parasına olan talebi artırdığından ötürü onu değerli kılabilmekte ve o ülkeye negatif etkiler yapabilmektedir. O da o ülkede ihracatla ilgilenen sektörleri olumsuz yönde etkilemektedir.

Son yıllarda yapılan çalışmalarda ABD Dolarının rezerv para statüsü nedeniyle aşırı değerli olduğu kanıtlanmıştır. Özellikle Peterson Enstitüsü tarafından yapılan Temel Denge Döviz Kurları (Fundamental Equilibrium Exchange Rates) analizi Doların hala olması gereken değerinden yüksek olduğunu göstermektedir.

---

<sup>125</sup> Mc Kinsey Global Institute, An Exorbitant Privilege?, 2009, [http://www.mckinsey.com/insights/economic\\_studies/an\\_exorbitant\\_privilege](http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/an_exorbitant_privilege), (19.10.2015), s19.

**Tablo 3.1:** 2014 Nisan-2015 Nisan Arasında Reel Efektif Döviz Kurlarında Meydana Gelen Değişim (%)

NİSAN 2014-NİSAN 2015 ARASI REEL EFEKTİF DÖVİZ KURLARINDA MEYDANA GELEN % DEĞİŞİM			
Ekonomi	Değerlenme	Ekonomi	Değer Kaybı
Arjantin	21.2	Brezilya	-14.2
Çin	12.3	Kanada	-6.1
Hong Kong	9.7	Kolombiya	-12.6
Filipinler	10.6	Avrupa Birliği	-11.4
Suudi Arabistan	11.7	Japonya	-8.2
İsviçre	9.8	Meksika	-8.0
Tayland	7.1	Norveç	-7.4
İngiltere	6.7	Rusya	-7.2
ABD	11.7	İsveç	-7.8

**Kaynak :** Peterson Institute, <http://www.iie.com/publications/pb/pb15-8.pdf> (20.10.2015)

Tablo 3.1’den görüleceği üzere Rezerv Para birimi olarak kabul edilen ABD Dolarının ilgili dönemde %11.7 oranında değer kazandığı görünmektedir<sup>126</sup>.

Özellikle global anlamda küresel büyüme oranlarının düştüğü, Çin ekonomik büyümesinin yavaşlamaya başladığı ve Avrupa Merkez Bankası’nın parasal genişlemesini sürdürme yönünde almış olduğu kararlar neticesinde hala ABD Dolarının güvenli liman olarak görüldüğünün en büyük göstergesidir.

ABD Dolarının değerinin ne olduğu ve gerçekte ne olması gerektiği günümüzde en çok tartışılan konuların başında gelmektedir. Yapılan çoğu hesaplamalarda Rezerv para statüsü nedeniyle % 5 ila % 10 oranında değerli olduğu hesaplanmaktadır.

<sup>126</sup> Peterson Institute, <http://www.iie.com/publications/pb/pb15-8.pdf>, s.2.

Rezerv Para birimi olmanın getirileri kadar, o ülke ekonomisi üzerinde bazen olumsuz etkiler de bıraktığı çok açıktır. Toplam fayda ve maliyet analizine geçmeden önce 2000’li yıllardan beri ABD Doları ile ihracat rakamları arasındaki negatif korelasyona dikkat çekmekte fayda vardır.

2008 yılında yapılan çalışmaların neticesinde ABD Dolarının değerinde meydana gelen % 5-% 10 oranındaki bir artış, ABD’nin dış ticaretinde olumsuz bir etki bırakarak, ihracat sektöründeki firmaların gelirlerinde \$30 ile \$60 milyar tutarında bir kayba uğrattığı hesaplanmıştır.<sup>127</sup>

ABD’nin hegemon güç olarak veya rezerv para birimi olmasından ötürü yapılan çalışmalarda genellikle ABD üzerinden değerlendirmeler yapılmaktadır.

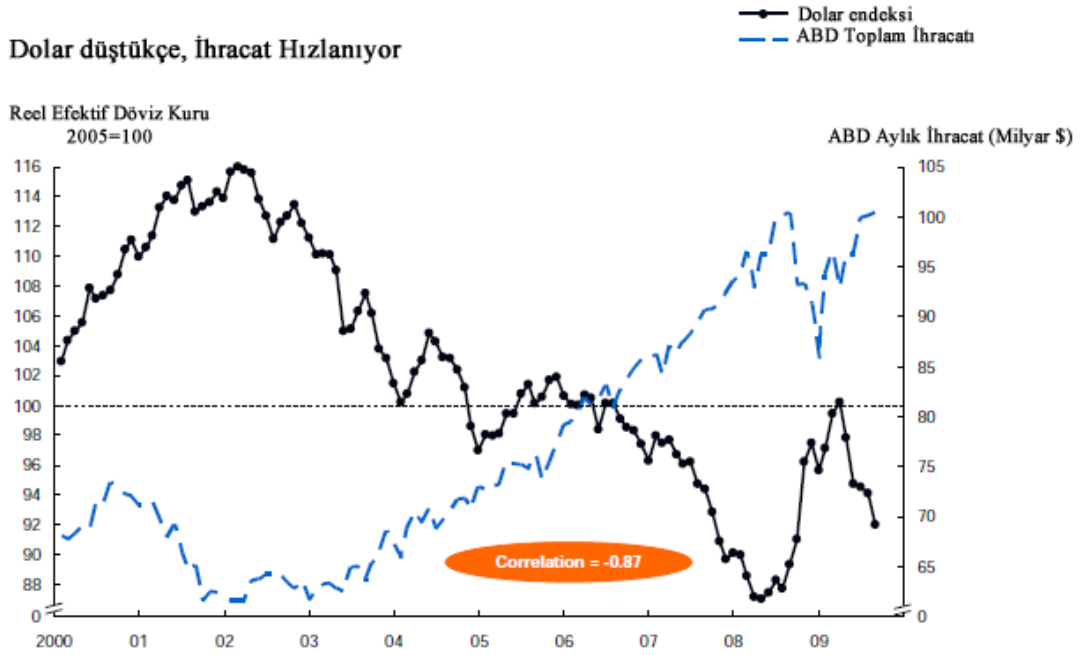
Şekil-3.3’den de görüleceği üzere, 2000-2010 yılları arasında ABD Doları ile ABD’nin yapmış olduğu ihracat arasındaki ilişki karşımıza -0.87’lik bir korelasyon olarak çıkmaktadır.

Yapılan çalışmalar genelde bir ülkenin para biriminin değerlenmesinin o ülke ekonomisinde faaliyet gösteren reel sektör şirketlerinin rekabet gücünün değersizleşerek, sattığı mallarının daha da pahalılaşmasına ve bunun sonucunda ihracatlarının azalmasına aynı zamanda yurtdışından elde ettiği mallar da ucuzladığından, daha da ithalat patlamasına neden olduğu belirtilmiştir.

---

<sup>127</sup> Mc Kinsey Global Institute, An Exorbitant Privilege?, 2009, [http://www.mckinsey.com/insights/economic\\_studies/an\\_exorbitant\\_privilege](http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/an_exorbitant_privilege), (19.10.2015), s20.





**Şekil 3.3:** ABD Reel Efektif Döviz Kuru- ABD İhracatı arasındaki İlişki

**Kaynak:** Bank for International Settlements Bureau of Economic Analysis, (24.10.2015)

Genel anlamda Rezerv para birimi olmanın faydaları ve zararlarını karşılaştırdığımız zaman Rezerv para birimi olan ülkenin net finansal olarak 40\$ Milyar ile \$70 Milyar arasında bir gelir kazancı olduğu, bunun da GSMH'sına oranlandığında yaklaşık %0.9 ile %1.4'lük bir orana tekabül edildiği hesaplanmıştır.<sup>128</sup>

Aynı zamanda rezerv para birimi açısından en sıkıntı yaratan unsurun para biriminin değerlendirilmesi neticesinde ihracattan yaşamış olduğu kayıp olarak karşımıza çıkmaktadır.

Rezerv para statüsü nedeniyle yapılan bir diğer çalışma da istihdam göstergeleri ile o ülkenin rezerv para birimi arasındaki ilişkiyi gösteren ilişkidir.

<sup>128</sup> Mc Kinsey Global Institute, An Exorbitant Privilege?, 2009, [http://www.mckinsey.com/insights/economic\\_studies/an\\_exorbitant\\_privilege](http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/an_exorbitant_privilege), (24.10.2015), s23.

ABD’de yapılan bir çalışmaya göre %1 oranındaki bir büyümenin, 1 Milyon’a yakın sayıda yeni istihdam yarattığı hesaplanmıştır.<sup>129</sup>

ABD’nin rezerv para statüsü nedeniyle değerli Doların ihracat sektöründe olumsuz etkisi yaklaşık 400.000 ile 900.000 arasında bir iş kaybı olmakla birlikte, yapılan çalışmaya diğer sektörlerde iş bulabildiklerinden hesaplamaya katılmamıştır.

ABD’nin rezerv para statüsü nedeniyle sahip olduğu senyoraaj gelirleri, düşük orandan borçlanabilme kabiliyetleri Doların değerindeki aşırı değerlenmeye rağmen hem ülkenin, hem de özel sektör ve hanehalklarının durumu genel olarak değerlendirildiğinde, ABD ekonomisine son derece olumlu faydaları hem ekonomik hem de politik anlamda devam etmektedir.

### **3.1.3 Küresel Finans Krizi ve Dolar**

2007 yılında ABD 700 milyar USD’lik cari açığıyla ki yaklaşık GSMH’sının % 5’ine tekabül etmektedir.<sup>130</sup> Sistem açısından erken uyarı sinyalleri vermekteydi. Bu da ABD büyüklüğünde bir ekonomi için bazı soru işaretlerini her zaman gündeme getirmektedir. Aynı zamanda buradan çıkarılacak ders, ABD kendi tüketimini ve yatırımını dışarıdan yaptığı borçlanma yoluyla gerçekleştirmektedir.

ABD’nin bu sistemin çarklarını döndürebilmesi açısından sıcak paranın sürekli olarak ABD’ye akması gerekmektedir. Eğer bu olay gerçekleşmeyeceği anlaşılır ve sürekli gündeme getirilmeye başlanırsa, ABD Dolarında da geçmişte olduğu gibi düşüşlerin başlayacağı düşüncesi gündemi meşgul edecektir.

ABD Dolarının cari açık probleminin aynı zamanda ABD emlak piyasasında yaşanan ciddi çöküşle aynı zamana denk gelmesi, ciddi sorgulamaların da başlamasına yol açmıştır.

---

<sup>129</sup> Estimation of Job Creation From the American Recovery and Reinvestment Act of 2009, The White House, [https://www.whitehouse.gov/assets/documents/Job-Years\\_Revised5-8.pdf](https://www.whitehouse.gov/assets/documents/Job-Years_Revised5-8.pdf), (24.10.2015), s.2.

<sup>130</sup> Junxin Sun and Ning Yu, “The U.S. Trade Deficit, Dollar Value and Financial Issues”, Journal of Chinese Economics, 2014, Vol.2 No.1 (08.11.2015) s.1.

<http://journals.sfu.ca/nwchp/index.php/journal/article/viewFile/23/26>

Finansal piyasa oyuncuları, önde gelen akademisyenler, Devlet yetkilileri, basın, uluslararası finansal kurumlar, bu yaşanan gelişmelerden sonra, Doların çöküşü yönünde ciddi uyarılar yapmışlardır.

Jim Rogers ve George Soros gibi önde gelen finansal yatırımcılar dönemin ABD Fed başkanı Ben Bernanke'yi hedef göstererek, hedeflenenden daha fazla piyasaya para sürülmesine devam ederse ABD'nin ciddi şekilde bir resesyona gireceğini aynı zamanda Doların değerinin ciddi şekilde düşerek, global anlamda çöküşe ve rezerv para birimi olma statüsünü kaybedeceği yönünde açıklamalarda bulunmuşlardır.

Finansal analistlerin çoğu, hem Doların değerinin çöküşü, hem de bono piyasalarında yaşanan fiyat düşüşlerinin bir Dolar krizine dönüşebileceği yönünde sürekli olarak piyasaya olumsuz haberler yüklemişlerdir.

Paul Krugman, hemen hemen herkesin beklediği gibi, ABD'nin cari açığını sonlandırmak zorunda olduğunu ve bunun devamı halinde ABD Dolarının değer kaybının kaçınılmaz olduğunu savunmuştur.

2008 Ocak ayında ABD finansal piyasalarında yaşanan çalkantılar ve emlak piyasasında yaşanan çöküş ve beraberinde Lehman Brothers'ın batması, finansal sistemin bir anda ciddi sıkıntılarla karşılaşmasına ve panik yaşanmasına, sonuçta büyük bir tedirginliğe dönüşmesine neden olmuştur.

Bono piyasaları donma noktasına gelmiş, borsalar tam anlamıyla çökmüş, büyük fon yöneticileri ciddi kayıplar içerisine girmişlerdir. Kriz yayılma etkisiyle (spill-over effect) tüm dünyaya yayılmıştır.

Yaşanan geçmiş tecrübeler ışığında, finansal ve kur krizleri meydana geldiğinde, sonuçları genel anlamda hemen hemen aynıdır. Böyle bir ortamı gören yatırımcılar (yerli ve yabancı) derhal o ülkeden paralarını çıkarmakta, anaparalarını güvenli limanlara yatırmaktadırlar. Bunun sonucunda da krizin meydana geldiği ülkede ciddi kur kayıpları meydana gelmektedir.

ABD ekonomisi ve Doları ise tam anlamıyla krizin merkezinde olmasına rağmen, böyle bir durum ve olumsuzluk tablosu yaşamamış aksine ülkeye ciddi oranda sermaye girişi yaşanmıştır.

ABD’li yatırımcılar da sermayelerini dışarıdaki ülkelerden çekmiş ve güvenli liman olarak lanse edilen kendi ülkelerine getirmişlerdir. Eylül ayından Aralık 2008 yılına kadar ABD kağıtlarına yaklaşık yarım trilyon Dolarlık net sermaye girişi gerçekleşmiştir.<sup>131</sup>

ABD ekonomisine giren sermaye girişlerinin çoğu, ABD hazine kağıtlarına yönelik olmuştur. ABD ‘nin aksine diğer gelişmekte olan ekonomilerde, ki buna gelişmiş olarak Almanya ve Japonya’yı da alırsak, net sermaye çıkışlarının yaşandığını görebiliriz.

Her ne kadar ABD merkezinde bir kriz yaşansa da herkes tarafından beklenen Doların değerinde ciddi düşüşlerin meydana gelebileceği ve yarım yüzyıldır devam eden ABD önderliğindeki sistemin beraberinde bir çöküşü de getireceğiydi. Fakat bu durum gerçekleşmemiş ABD, Japon yeni hariç diğer tüm para birimlerine karşı değer kazanmıştır.

ABD Hazine kağıtlarına gelen olağanüstü talep neticesinde, Hazine kağıtlarının fiyatları aşırı şekilde artmış, bu da beraberinde faizlerin aşırı şekilde düşerek hükümetin kendini çok kolay finanse edebilmesinin önünü açarak, kurlardaki işleyişin bir benzerini burada da gerçekleştirmiştir.

2009 Ekim ayında Global finans piyasaları yavaş yavaş kendi ayaklarının üzerinde her ne kadar durmaya başlasa da, bu sefer küresel anlamda başka bir sorun gündemi meşgul etmeye başlamıştır. O da Yunanistan ekonomisinin borç sorunları olmuştur.

---

<sup>131</sup> Carol C. Bertaut and Laurie Pounder, "The Financial Crisis and U.S. Cross-Border Financial Flows", <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2009/articles/crossborder/default.htm>, Federal Reserve Bulletin, 2009, Vol.95, (09.11.2015)

Yunanistan ekonomisinin borç sorunu bu sefer global anlamda yeni endişelerin yaşanmasına neden olmuş, finansal piyasalarda tedirginlik daha da artmıştır. Yunanistan'ın GSMH'sinin %113'üne denk gelen kamu borcu bazı unsurların yeniden sorgulanmaya başlamasına neden olmuştur.<sup>132</sup>

Avrupa Komisyonu bu sorunun üstesinden gelebilmek adına, diğer kurumlarıyla ciddi programlar yürütmüşlerdir. Yunanistan ekonomik çöküşle yüzleşirken, sorunlar sadece Avrupa'nın bu küçük ekonomisiyle sınırlı kalmamış, aynı zamanda diğer ülkelere de sıçramıştır.

Mali ve bankacılık problemlerinin Euro bölgesindeki diğer ülkelere sıçramasıyla ki bu ülkelerin başını çeken İrlanda, Portekiz, İspanya ve İtalya olurken, bu ülkelerin kurtarılması adına ciddi adımların atılması gerekmektedir.

Avrupa Komisyonu Yunanistan sonrası bu sorunlu ülkeler için tekrardan ciddi adımlar atmış, Avrupa Merkez Bankası ve IMF de Yunanistan için bir takım kurtarma paketleri hazırlamıştır.

Avrupa tarafında artan endişeler bir kez daha gözleri güvenli liman olarak ABD'ye çevirmiştir. ABD Doları tekrardan gündem maddesi olmuş ve ABD kağıtlarına talep artmıştır.

Şekil 3.4'den de görüleceği gibi, ABD 10 Yıllık Hazine kağıtları %3.6 seviyesinden %2.5 seviyesine düşmüştür. Avrupa krizle boğuşurken ABD aynı süre zarfında 180 Milyar\$ net sermaye girişi sağlamıştır.<sup>133</sup>

---

<sup>132</sup> Greek Government Deficit and Debt Statistics, 2010, [http://ec.europa.eu/eurostat/documents/4187653/6404656/COM\\_2010\\_report\\_greek/c8523cfa-d3c1-4954-8ea1-64bb11e59b3a](http://ec.europa.eu/eurostat/documents/4187653/6404656/COM_2010_report_greek/c8523cfa-d3c1-4954-8ea1-64bb11e59b3a) (08.11.2015)

<sup>133</sup> Prasad, s.318.



**Şekil 3.4:** ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi

**Kaynak:** FRED, <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10> (06.11.2016)

Euro zone bölgesi krizlerle boğuşurken bu sefer de 2011 yılında ABD’de Demokratlarla Cumhuriyetçiler arasından yaşanan ve politik kriz halinde dönüşen, borç tavanı meselesi tüm global finans piyasalarının ana gündem maddesi olmuştur.

Temsilciler meclisinde Cumhuriyetçilerin hakimiyette olması, borçlanma tavanına onay vermemeleri, yeni bir krizin de önünü açmıştır. ABD hükümetinin iflas aşamasına gelmiş olmasının korkusuyla piyasalar bir kez daha çalkantılı bir dönemin içine girmiştir.

31 Temmuz 2011’de iki parti anlaşıncaya kadar piyasalar çok sıkıntılı bir dönem yaşamıştır. ABD’de Euro bölgesi sorunları bitmemişken bir diğer sıkıntı ise 5 Ağustos günü S&P ABD’nin kredi notunu kırarak AAA olan notunu AA+ düzeyine indirmiştir.

S&P’nin uzun süredir AAA notuna sahip ABD’nin notunu indirmesi ve tüm piyasaya lanse etmiş olduğu ABD’nin eskisi gibi güvenli bir liman olmadığı yönündeki açıklamaları sonrasında, ABD Dolarının değeri global anlamda düşmeye başlarken faizler hızlı bir şekilde artmaya ve fonlar ülke dışına çıkmaya başlamıştır.

ABD’de hem ekonomik hem de politik tansiyon 2012 seçimlerine kadar hiç düşmemiştir. Diğer bir problem ise ortaya çıkan bütçe tartışmaları olmuştur. 5 Şubat 2012 tarihinde ABD’liler politik anlamda gerçekten de, hiçbir şeyin değişmediğini görüp daha da çok kaygılanmaya başlamışlardır.

Cumhuriyetçiler ile Demokratların hala bütçe kanununda anlaşamamaları ve mali uçurum endişeleriyle birleşince, yeni kaygılar global anlamda artmaya ve hızla yayılmaya başlamıştır.

ABD’de mali anlamda yaşanan sıkıntılar 2013 yılına kadar devam etmiştir. Anlaşma 2013 Mart ayında yapılmış ve her yıl bütçede 2021 yılına kadar 100 Milyar \$ kesinti yapılması yönünde anlaşılmıştır.

ABD’de yaşanan tüm bu gelişmelere rağmen 10 yıllık Hazine kağıtlarının faizi %2 ’li seviyelerde işlem görmekteydi. O kadar olumsuz tabloya rağmen, Eylül 2013 yılının başlarında bu faizler % 3’lü seviyelere yükselmiştir.

2002-2007 yılları arasında ortalama ABD 10 yıllık Tahvillerinin faizi %4.5 düzeylerinde gerçekleşirken, bu kadar yaşanan olumsuz tabloya rağmen faizlerin geldiği noktalar hala ABD’nin güvenli bir liman olduğunun en açık göstergelerinden biridir.

Tüm bu gelişmelerin ışığında, finans piyasalarındaki problemler ister ABD kaynaklı, isterse de diğer gelişmekte ve gelişmiş ülkelerden kaynaklansın, global anlamda paraların ABD’ye akmasına, bu da ABD’nin güvenli liman algısının artmasına ABD’de faizlerin düşmesine ve ABD Dolarının değerinin artmasına neden olmaktadır.

ABD’nin kendi iç dinamiklerinden ötürü, para ve mali sıkıntılar ABD Dolarının her geçen gün rezerv para birimi olarak yerini daha da sağlamlaştırmasına ve rakiplerinden daha az bahsedilir bir duruma gelmesine yardımcı olmaktadır.

Bretton Woods sisteminden beri tüm ekonomik oyuncuları ilgilendiren asıl mesele ABD Dolarının bu kadar krizlerle ve ekonomik problemlerle uğraşmasına rağmen nasıl bu kadar güçlü bir para birimi olduğu ve onun yerine başka bir para biriminin rezerv para birimi rolünü alıp alamayacağıdır.

Global finansal entegrasyon iki yüzyıl önce başlamasına rağmen, asıl sorulması gereken sorulardan birisi de global parasal sistemin neden Dolar merkezli olması ve bu durumun hala sürmesidir. Ne zaman ki dünya genelinde yatırımcılar güvenli bir liman ihtiyacı içine girseler, o zaman tüm gözler ABD'ye çevrilmektedir. Aynı şekilde ne zaman ki finansal kriz ve kargaşa ortamı ortaya çıksa, Dolar global anlamda güçlenmeye başlamıştır.

### **3.1.4 Güvenli Varlıklara Olan Talep ve ABD Dolarının Ayrıcılığı Konumu**

Global finansal kriz ABD konut sektöründe ortaya çıkmış ve ülke içinde bütün sektörleri etkilemiş ve dünyanın geri kalanına sıçramıştır. Bu durum, ABD Dolarının hegemon rolünü daha da güçlendirmiştir.

ABD Dolarının rezerv para birimi olarak daha da güçlenmesinin nedenleri arasında belki de en önemli unsurlardan birisi kriz ortamlarında uluslararası yatırımcıların kendilerini risklere karşı korumak için güvenli limanlara yönelmek istemeleridir.

Kriz ortamlarında güvenli finansal kıymetlere olan talep son derece güçlüdür. Aynı zamanda bu varlıkların arzı talebine göre son derece düşük kalmaktadır. Bu koşullar altında en büyük ihraççı ABD olup, bundan ciddi şekilde faydalanmaktadır.

Uluslararası yatırımcılar en azından anaparalarını korumak adına sürü psikolojisiyle yatırım kararlarını aniden bir para biriminden diğerine dönüştürebilmektedirler.

Finansal piyasalarda işlem yapan gerek yatırımcılar gerek Merkez bankaları para birimi tercihlerini yaparken, bu para biriminin konvertibilitesinin olup olmamasına son derece önem vermektedirler. Bu özelliğin yanı sıra likit olması, büyük oranlarda alınıp-satılabilir olması da son derece önemlidir.

Genel hatlarıyla bakıldığında konvertibil olması, likidite konusunda çok esnek olması ve uluslararası piyasalarda alınıp-satılabilmesi açısından hiçbir sıkıntı



çekilmeyen ABD bono ve tahvilleri yatırımcılar açısından son derece cazip görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde Doların hegemonyasının güçlendirilmesinde ciddi roller oynamaktadırlar. Bunu da güvenli liman olarak gördükleri Dolar varlıklarını artırarak rezerv varlıklarını güçlendirme çabalarında aramaktayız.

Gerek yatırımcılar gerekse de Hükümetlerin karar mercilerinde bulunanlar giderek ekonomilerinin uluslararası finansal piyasalarda daha açık bir yapıya geldiklerinin farkında ve aynı zamanda ciddi şoklara karşı korumasız kaldıklarının da bilincindedirler.

Özellikle finansal piyasaların birbirine bu kadar entegre olduğu bir ortamda şok zamanlarında zor durumda kalmamak ve etkili politikalar üretebilmek adına rezerv varlıklarını artırmalarının kaçınılmaz olduğunun bilincinde hareket etmektedirler.

Gelişmekte olan ülkeler açısından Çin buna gösterilebilecek en uygun ülke konumundadır. Doların uluslararası arenada rezerv para birimi olarak güçlenmesinde ciddi oranda rol oynamaktadır.

Çin 2015 Eylül ayı itibariyle 3.5 trilyon Dolarlık bir rezerve sahiptir.<sup>134</sup> Bu konumuyla ABD Dolarının rezerv para birimi olarak kalmasında önemli bir paya sahiptir. Çünkü; ABD Doları'na kıyasla diğer para birimlerinin stabil ve güvenilir bir yapısı olmamasından dolayı önümüzdeki dönemde de Çin ABD ekonomisini fonlayan en büyük ekonomilerin başında gelecektir.

Gelişmekte olan ülkelerin bir çoğu ekonomilerini güçlendirmek ve dış şoklara karşı daha stabil hale gelebilmek adına rezerv pozisyonlarını artırmaktadırlar. Özellikle de yerel para birimlerini koruyabilmek adına fx piyasalarına daha kolay müdahale edebilmeleri açısından bu yolu seçmektedirler.

---

<sup>134</sup> China Forex Reserves in Record Fall as Beijing Tries to Calm Markets, 2015, <http://www.worthynews.com/21642-china-forex-reserves-in-record-fall-as-beijing-tries-to-calm-markets> (10.11.2015)

Gelişmekte olan ülkeler bu şekilde aksiyon planını yaparken özellikle portföylerine ekledikleri paraların rezerv para (hard currency) olmalarına dikkat etmektedirler.

Gelişmekte olan Merkez bankaları kolaylıkla alınıp-satılabilen bu paraları aynı zamanda piyasada müdahale için kullanırken özellikle kendi ülke para birimlerinin aşırı değerlenmesinin önüne geçmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler özellikle ülkelerinin ihracat yapısını korurken, rekabet edilebilirliği de göz önünde bulundurmaktadırlar. Bazı gelişmekte olan ülkeler Çin gibi uzun bir süredir merkantalist bir yapıyla rezerv para birimi yatırımı yapmaktadır.

Güvenli varlıklara yatırım ve talep artarken finansal krizlerden sonra bu varlıkların arzları ciddi oranlarda düşmüştür. Özellikle geçmişi çok eskilere dayanan banka ve özel sektör şirketleri güvenli liman olarak sanılan Özel sektör tahvilleri nedeniyle ciddi zararlar yazmışlardır.

Çoğu piyasa oyuncusu özel sektör tahvil ve bonolarından ziyade yönünü yeniden devlet tahvili ve bonolarına çevirmiştir. Bunu da sağlayan sürekli kamu borcu artan ABD olmuştur. Bu kriterler ışığında en önemli fonlayıcı ABD olmuştur.

ABD kendi para birimi üzerinden bunu sağlayabilen en önemli ülke konumundadır. Bazı gelişmiş ülkeler de Japonya ve İsveç Merkez Bankaları gibi parasal operasyonlarla kendi ülke para birimlerinin değerinin düşmesi yönünde aksiyon alırken Güvenli varlıklara da ciddi şekilde yatırım yapmaktadırlar.

Rezerv para birimi olarak ABD'nin arkasında olan güç, sadece onun ayrıcalıklı yapısından değil, aynı zamanda dünyanın geri kalanının güçsüzlüğü ve derin problemleriyle global para sistemi içerisinde kaybolmalarından da kaynaklanmaktadır.

ABD'nin global finans sistemi içerisindeki güçlü yapısı sadece ekonomik büyüklüğünden değil, aynı zamanda büyütüp geliştirdiği finansal kurumları, demokratik devlet yapısı, mali kurumları, finansal piyasalarının derinliği, yasal olarak düzenlemeleri dünyaya örnek konumundadır.

ABD'nin borçlanma piyasası, devlet ve özel sektör yapısının derinliği dünyanın ilk sırasında yer almaktadır. Yatırımcılara ise güven veren olgular sistemin şeffaf ve kontrol altında olmasından kaynaklanmaktadır. Bu kolaylıklar özellikle hacim, büyüklük ve kolaylıkla alınıp-satılabilmesi bunların başında gelmektedir.

Çin ve Hindistan gibi ekonomiler büyüklük olarak ABD'yi zorlasa da ve para birimleri ABD Dolarına rakip olarak gösterilse de, finans piyasalarında derinliklerinin olmaması, yasal yapılarını hala oluşturamamış olmaları ve politik belirsizliklerin varlığı yatırımcıları korkutmaktadır.

Finansal krizlerden sonra güvenli varlıklara olan talebin artması sonucu rezerv biriktirme faaliyetleri inanılmaz düzeylerde artmıştır. Güvenli liman olarak nitelendirdiğimiz bu varlıklara olan talep artarken, bu varlıkların arzında ciddi düşüşler meydana gelmiştir.

Çoğu özel banka ve finansal kuruluşlar kriz boyunca ciddi problemlerle karşılaşmışlardır. Bunun da en büyük nedeni varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki dengeyi sağlıklı bir şekilde sağlayamamalarından kaynaklanmaktadır.

Şirketlerin ve bankaların çoğu fonlamalarını kısa süreli borçlanmalarla yani depo ve kredi olarak karşılamaktaydılar. Kriz boyunca finansal kurumları fonlayanların bu problem dolayısıyla bir güven kaybına uğradığı açıktır.

Şirket ve bankaları varlık ve yükümlülük arasındaki dengesizlikten daha çok kısa süreli likidite ihtiyaçlarını karşılayacak ve onlara tampon oluşturacak likit varlık statüsündeki menkul kıymetlere sahip olmamaları daha da sıkıntıya sokmuştur.

Krizler ışığında yaşanan tecrübeler göstermiştir ki bankaların sermaye yeterlilik oranlarına regülatörler tarafından acilen bir düzenleme yapılması gerektiği zaruri bir hal almıştır.

Regülatörler bir daha böyle bir likidite sıkışıklığı ve sermaye yeterliliğinde sıkıntılar yaşamamak adına adını, İsviçre'deki bir kent alan Basel düzenlemeleriyle önlem almışlardır.

Basel düzenlemesiyle bankalara belirli kriterlere uyma zorunluluğu getirilirken varlık ve yükümlülükler arasındaki dengenin sağlanabilmesi için daha fazla sermaye tutmalarını, finansal sistemin bir daha sıkıntı altına girmemesi için risk departmanları tarafından belirli dönemler itibariyle raporlama yapılmasını garanti altına almıştır.

Her banka Basel düzenlemesiyle birlikte “Sermaye Yeterlilik Oranı’nı” (Liquidity Coverage Ratio) yerine getirmekle yükümlü olurken, bunun bir diğer anlamı da bankaların yüksek kaliteli varlıkları belirli miktarda portföylerinde tutmaları zorunluluğunun gelmesiydi.<sup>135</sup>

Basel düzenlemesiyle birlikte bankalar regülatörlere karşı sorumluluklarını yerine getirebilmeleri adına LCR rasyosunu yakalayabilmek için kaliteli varlık olarak bu kağıtları mutlaka bilançolarına almak zorundadırlar.

Güvenli ve kaliteli varlıklara olan talep özellikle 2008 krizinden beri artarken tam tersine bu kağıtların arzında ciddi gerilemeler meydana gelmekteydi. Özellikle ABD mortgage piyasalarında yapılan buluşlar ve seküritizasyon düzenlemeleri bu kağıtların farklı derecelendirme oyunları ile birlikte; piyasaya çok kolay bir biçimde girebilmişlerdir.

Bankalar bu gibi varlıkları derecelendirme şirketlerinden de yatırım yapılabilir seviye notu değerlendirmeleri geldikçe bilançolarına daha kolay dahil edebilmiş ve müşterilerine karlı bir yatırım aracı olarak gösterebilmişlerdir.

2007 yılında ABD emlak piyasalarında problemler su yüzüne çıkmaya başlayınca bu varlıklara yatırım yapmış olan yatırımcıları ve bilançolarına bu kağıtları almış olan bankacıları tedirgin etmiş ve bir an önce ellerinden çıkartma yarışına girmişlerdir.

Varlığa dayalı menkul kıymetleri bilançolarında bir an önce azaltma yarışına giren bankalar özellikle bu kağıtların çoğu AAA düzeyinde bir derecelendirme notuna

---

<sup>135</sup> Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools, 2013, <http://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>, (14.11.2015)

sahiplerdi. Karşılarında alıcı bulamamışlar ve bu kağıtların likiditesi durma noktasına gelmiştir.

Riskli varlıklar ve sekürítésazyon süreci, bu varlıklara verilen yüksek notlarla desteklenmiştir. % 63 düzeyinde AAA rating düzeyine sahip ipoteğe dayalı olan ve 2005-2007 yıllarında ihraç edilmiş olan bu kağıtlar BB düzeyine, notları indirilince 2009 ağustos ayı itibariyle % 52 düzeyine düşmüştür.<sup>136</sup>

Yaşanan tüm bu gelişmelerin ışığında zaten arzları çok düşük düzeylerde olan güvenli varlıkların arzı, bu süreçten sonra daha da azalmıştır. Özellikle güvenli liman olarak değerlendirilen ve AAA ratingine sahip ABD özel sektör borçlanma araçları da radikal bir biçimde düşüş göstermiştir.

1938 yılında finansal olmayan ve AAA derecelendirme notuna sahip bulunan ABD'deki şirketlerin sayısı 32 iken günümüzde sadece bu nota sahip üç şirket bulunmaktadır. Bunlar; Exxon Mobil, Johnson&Johnson ve Microsoftdur.<sup>137</sup>

Apple gibi inanılmaz nakit düzeyine sahip ve karlı bir şirket bile özel sektör borçlanmasına gidereken AAA rating notunu elde edememiştir.

IMF'nin yapmış olduğu çalışma neticesinde özel sektör ihraçları ABD ve Avrupa bölgesinde 2007 yılında 3 trilyon \$ iken, 2010 yılında bu oran 750 Milyar \$'ın altına gerilemiştir.<sup>138</sup>

Krizin dünya genelinde bırakmış olduğu güven tahribatı bu güvenli limanlar üzerinde çok etkili olmuş, güvenli olarak değerlendirilen bu varlıkların daha da güvenli olanları tercih edilmeye başlanmıştır.

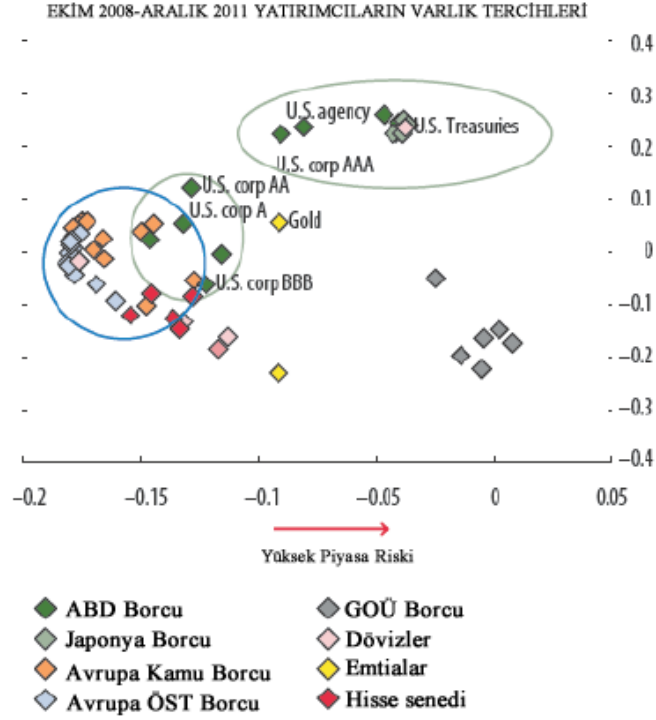
Güvenli liman olarak değerlendirilen ABD Hazine kağıtları ve ABD özel sektör şirketlerinin çıkarmış olduğu borçlanma kağıtları, krizden sonra hem ABD'ye hem de Dolara rezerv para birimi olma yolunda ciddi avantajlar sağlamıştır.

---

<sup>136</sup> IMF, Global Financial Stability Report, 2012, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/pdf/text.pdf>, (14.11.2015)

<sup>137</sup> Downgrade! Only 3 U.S. companies now rated AAA.,2014, <http://americasmarkets.usatoday.com/2014/04/11/downgrade-only-3-u-s-companies-now-rated-aaa/>, (14.11.2015)

<sup>138</sup> Prasad,s.82.



Şekil 3.5: Ekim 2008-Aralık 2011 Yatırımcıların Varlık Tercihleri

Kaynak: IMF, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/pdf/text.pdf> (14.11.2015)

Şekil 3.5’den de görüleceği üzere, kriz sonrası yatırımcılar güvenli liman olarak ABD tarafından ihraç edilen kamu kağıtları ile Özel sektör borçlanma ihraçlarına ilgi göstererek ABD’nin hegemonyasını taçlandırmışlardır.

1990’lı yıllar boyunca gelişmiş ülkelerin çoğu AAA derecelendirme notuna erişmiş güçlü bir ekonomik altyapıya sahiplerdi. Ekonomilerinde meydana gelen kamu ve bütçe borçları sarmalı sorunları nedeniyle gelişmekte olan ve gelişmiş ekonomilerin çoğu bu notlarını kaybetmiş. Günümüzde de bu özelliği sağlayan ve güvenli liman olarak görülen ülke sayısı son derece düşük düzeyde kalmıştır.

ABD’de AAA derecelendirme notunu kaybetmiş S&P tarafından yabancı para cinsinden notu AAA’dan AA+ düzeyine indirilmiş fakat güvenli liman olarak varlık

alımlarında hala hegemonyasını sürdürmektedir. Bu ayrıcalıklı konum ne yazık ki diğer notu indirilen ülkeler açısından aynı sonuçları doğurmamıştır.

Günümüzde değerlendirmelerde de Euro ve Dolar rekabetinde ayırım yapılırken en dikkat edilmesi gereken konuların başında kredi derecelendirmeleri kriteri gelmektedir. Öyle ki Avrupa bölgesinde bulunan ülkelerin heterojen yapısı bu para birimine olan güvenin her zaman sorgulanmasına neden olmaktadır.

Almanya borçlanma senetleri hala güvenli varlık olarak görülürken Yunanistan, İtalya ve İspanya için aynı değerlendirmeleri yapmak imkansız durumundadır.

Özellikle 2012 yılında meydana gelen Avrupa bölgesi borç krizi Euro'nun uluslararası arenada kullanımına ve ağırlığına sekte vurmuştur. Bu ağırlık düşüşü finansal alanda da kendini hissettirmiştir.<sup>139</sup> Tüm bu gelişmeler aynı zamanda Avrupa bölgesi finans piyasalarının hacim ve derinliğini de olumsuz yönde etkilemiştir.

Genel anlamda bakıldığında risk olgusu finansal piyasalarda anında fiyatlanmakta ve yatırımcılar tarafından aniden portföy dağılımlarının da değişiklik yapılabilmektedir.

Özellikle kriz ortamı ve sonrasında güvenli varlıklara olan talepte ciddi oranda tampon görevi üstlenebilmesi adına artmasına rağmen, bu varlıkların arzında ise radikal düşüşler meydana gelmiştir. Kamu borcu sadece bazı önemli ülkeler tarafından güvenli varlık olarak görülmüştür.

Kriz ortamı sonrasında ABD Hazine kağıtları, Alman tahvilleri ve Japonya devlet bonoları güvenli liman olarak yatırımcıların hala en gözde yatırım araçları arasında yer almaktadır.

---

<sup>139</sup> ECB, The International Role of The Euro,2015, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201507.en.pdf>, (15.11.2015)

### 3.1.5 ABD Ekonomisinin Borç Yapısı ve Doların Konumu

ABD ekonomisi, dışarıdaki ülkelerin tasarruflarıyla fonlanan bir yapıya olduğundan, genellikle bu durumunun sürdürülebilirliği tartışma konusu olmuş olmakla birlikte, ABD'yi fonlayan ülkelerin yatırmış oldukları bu paraların değerleriyle ilgili zaman zaman endişeleri üst noktalara çıkmıştır.

Gelişmiş ülkelerin bir çoğunda borç seviyelerinin geldiği noktalar ciddi endişe kaynağı olmaktadır. Özellikle bu ekonomilerin borç geri ödemelerinin nasıl ve hangi şartlarda yapılacağı hala önemli problemler arasında yer almaktadır.

Günümüzde ülke ekonomilerinin bir çoğu nüfus yaşının ilerlemesi ve kamu sağlık sistemlerinin geldiği noktalar itibariyle ülke ekonomilerini daha zor durumlara sokmaktadır. Hükümetlerin ise bu borçları ödemesinin en kolay yolu olarak kendi para birimiyle daha çok para basarak bunu yapmaya çalıştığı görülmektedir.

Ülke ekonomilerinde para arzının artması sonucu enflasyonu artırarak kamu borcunun reel değerini düşürmektedir. Yalnız bunu yaparken bu borç dağılımının nasıl yapıldığı da son derece önemlidir.

Borçların kimin elinde olduğu, bu aksiyon yapılırken kazanan ve kaybedenleri de belirlemektedir. Eğer bu borç çoğunlukla yerlilerin elindeyse örneğin emekliler ki tasarruflarının birçoğunu kamu kağıtlarına yatırmaktalar. Diğer taraftan borç alan kesimler sabit faizli borçlarından bu borçların reel değeri düşeceğinden fayda sağlayacaklardır.

Yatırımcılar açısından diğer bir problem ise Devletin iflas etme problemidir. Çoğu yatırımcının artan enflasyon ve yatırılan paranın geri dönmeyeceği korkusu, faizleri artırıp kamunun yükünü daha da artırmaktadır.

Politik olarak hükümetin enflasyonu bir araç olarak kullanarak yükümlülüklerini düşürme gayreti hiç te kolay bir seçenek değildir. Hele ki bu borç yabancılar tarafından da kayda değer şekilde tutuluyorsa, enflasyon artışı elinde bu bonoları tutanlara zarar vermektedir.



Günümüzde ABD hükümeti gibi çok az ülke açık veren pozisyonuyla tüm risklerini risklerini dışarıya aktarabilmiş durumdadır.

ABD açısından diğer önemli bir konu net kamu borcundan ziyade daha geniş bir kavram olan federal kamu borcu teriminin daha yakından izlenmesinin gerekliliğidir. ABD ekonomisinin büyüklüğü ve para biriminin neden hala rezerv para birimi olarak değerlendirilmesi gerektiğini gözler önüne sermede son derece önemli bir kriterdir.

ABD açısından toplam federal borç, net borç ve sosyal güvenlik kurumları tarafından tutulan fonların yaratmış olduğu borçlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Net borç olarak da bir taraftan FED, diğer taraftan yerli ve yabancı yatırımcılar ki bunlar hane halkları, emeklilik fonları, Merkez bankaları tarafından ABD Hazine kağıtlarına yatırılan ve istendiği anda satılabilme imkanı bulunan borçları kapsamaktadır.<sup>140</sup>

Aralık 2010 yılından Aralık 2014 yılına kadar yabancılar tarafından tutulan borç \$ 2.5 trilyon düzeyinden, \$ 6.2 trilyon düzeyine yükselmiştir. Aynı dönemde toplam net kamu borcu \$ 5.2 trilyon düzeyinden, \$ 13 trilyon düzeyine yükselmiştir.<sup>141</sup> Bu toplam borçtaki artış yabancılar tarafından tutulan borçla paralel oranda artmıştır.

Tablo-3.2 den de görüleceği üzere, Aralık 2014 itibariyle yabancı yatırımcılar net borcun % 47.5'ine sahiptirler.<sup>142</sup> 2014 yılında bu borçlara istinaden ödenen faiz gideri yabancılar \$ 105.8 milyar olmuştur.<sup>143</sup>

---

<sup>140</sup> CRS,Foreign Holders Of Foreign Debt, 2015, <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/RS22331.pdf>, (19.11.2015), s.1.

<sup>141</sup> CRS,Foreign Holders Of Foreign Debt, 2015, <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/RS22331.pdf>, (19.11.2015), s.1.

<sup>142</sup> <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/fpis.aspx>

<sup>143</sup> [http://bea.gov/iTable/index\\_ita.cfm](http://bea.gov/iTable/index_ita.cfm)

**Tablo 3.2: ABD Hazine Kağıtlarının Tahmini Sahipliği**

TAHMİNİ ABD HAZİNE KAĞITLARININ SAHİPLİĞİ

Milyar Dolar

Ayın Sonu	Toplam Net Kamu Borcu	Yabancılar Tarafından Tutulan	Yabancılar/ Toplam Borç
Dec. 2014	\$12,995.6	\$6,169.2	48%
Dec. 2013	\$12,328.3	\$5,794.9	47%
Dec. 2012	\$11,568.9	\$5,571.5	48%

Kaynak: <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/RS22331.pdf> (19.11.2015)

ABD Hazine kağıtlarının kimler tarafından tutulduğu da ABD ekonomisine olan güveni ve para biriminin hala neden rezerv para birimi olarak tüm dünya tarafından kabul gördüğünün en önemli göstergelerinden biridir.

ABD Hazine kağıtları günümüzde kur savaşlarında ABD'ye karşı en önemli rakip olarak gösterilen Çin tarafından tutulmaktadır. TIC (Treasury International Capital) tarafından açıklanan 30 Eylül 2015 verilerine göre \$1.258 milyar Dolarlık bir fonlama Çin tarafından gerçekleştirilmektedir.<sup>144</sup>

**Tablo 3.3: ABD Hazine Kağıtlarının Yabancı Ülkeler Tarafından Tutulan Değeri (Milyar \$)**

ÜLKE	Sep 2015	Aug 2015	Jul 2015	Jun 2015	May 2015	Apr 2015	Mar 2015	Feb 2015	Jan 2015	Dec 2014	Nov 2014	Oct 2014	Sep 2014
Çin	1258.0	1270.5	1268.8	1271.2	1270.3	1263.4	1261.0	1223.7	1239.1	1244.3	1250.4	1252.7	1266.3
Japonya	1177.1	1197.0	1200.8	1197.1	1214.9	1215.9	1224.7	1224.4	1238.6	1230.9	1241.5	1222.4	1221.8
Karayip Banka Merkezleri	321.8	329.0	323.6	317.7	311.2	295.4	292.6	281.6	273.1	272.4	269.3	263.9	250.2
Petrol İhracatçıları	291.3	293.2	298.4	296.7	296.8	292.9	297.3	296.8	290.8	285.9	278.9	281.8	279.4
Brezilya	251.6	255.3	257.9	256.3	258.5	262.7	261.5	259.9	256.5	255.8	264.2	261.7	262.3
İsviçre	227.6	222.7	218.4	217.0	222.7	215.8	211.8	201.7	205.5	190.1	183.8	184.3	186.2
İrlanda	222.5	216.4	216.6	217.8	209.0	215.7	214.3	206.5	203.7	202.0	193.9	188.5	178.8
İngiltere	213.9	222.8	212.9	215.0	199.5	195.6	200.3	192.3	207.4	188.9	174.3	171.3	167.8
Hong Kong	198.6	193.2	182.8	181.3	186.3	183.1	180.7	175.4	170.8	172.6	165.6	161.0	159.0
Lüksemburg	191.0	184.8	185.2	183.9	177.0	171.0	176.7	179.2	176.0	171.8	166.6	162.5	156.1

Kaynak: <http://www.treasury.gov/ticdata/Publish/mfh.txt>, (21.10.2015)

<sup>144</sup> Treasury International Capital System, <http://www.treasury.gov/ticdata/Publish/mfh.txt>, (20.11.2015)

Tablo 3.3'den de görüleceği üzere TIC verilerine göre Çin'den sonra ABD'yi fonlayan en önemli 2. ülke Japonya olarak görülmektedir. 2015 itibariyle 6.1 milyar \$ lık toplamda ABD Hazine kağıdı yabancılar tarafından tutulmaktadır.

Çin ve Japonya'nın bir tehdit olarak ellerindeki ABD Hazine tahvillerini satma yönündeki tehditleri her geçen gün daha da artmaktadır. ABD'nin elindeki en büyük avantajı alınan bu tahvillerin uzun vadeli olması ve fiyatının ikinci elde belirlenmesi gerçeğidir.

Çin ve Japonya ABD kağıtlarının talebi değişmezken bu tahvilleri satmaya başlamalarıyla ortaya çok ciddi bir sorun çıkacaktır. O da bu tahvillerin arzının artması sonucu fiyatlarının düşüp getirilerinin artmaya başlaması olgusu olacaktır. Bu tahvilleri elinde tutan bu iki ülke açısından hiç mantıklı bir seçim olmayacağı çok açıktır. Tahvil fiyatlarının düşüşü çok ciddi zararların yazılmasına neden olacaktır.

ABD ekonomisi ve onun para birimine olan güven diğer ülkeler tarafından da bu rakamlar itibariyle teyit edilmektedir. ABD kendi borçlanmasını diğer ülkelerin ona vermiş olduğu güven sayesinde kolaylıkla sağlayabilmektedir.

Günümüzde özellikle Çin-ABD arasında devam eden kur savaşlarının en önemli göstergelerinden biri olan rezerv yönetimi olgusu da dikkat çekici gelişmelerin başında yer almaktadır.

Özellikle Çin ekonomisine yöneltilen en önemli sorulardan birisi Rezerv yönetiminde neden ABD kağıtlarına bu kadar yatırım yapıldığı veya yapılması gerektiği sorusudur. Çin'li yetkililerin özellikle güvenli liman olarak ABD kağıtlarını görmeleri ABD Dolarının rezerv para olarak hegemonyasını sürdüreceğinin en önemli göstergesidir.

ABD'nin yüksek borcunun yabancılar tarafından paylaşılması enflasyon dolayısıyla ortaya çıkacak acının da yabancılarla eşit oranda paylaşılmasını ortaya çıkarmaktadır.

Yabancı yatırımcılar, ABD'nin kamu borcunun karşılanmasında hiç kuşkusuz önemli bir paya sahiptir. Özellikle 2008 krizinden sonra hızla artmaya başlayan bu borç yabancılar tarafından hiç düşmeyen tempoda finanse edilmiştir.

Yabancı yatırımcılar açısından tek risk ki, günümüzde şu anda böyle bir problem gözükmemekte, ABD'nin enflasyon yoluyla bu borçların reel değerini düşürmeye başlaması olarak düşünülmektedir. Böyle bir durumda yabancıların ellerindeki bonoların fiyatının düşüp, nominal faizlerin arttığı bir durum herkesi bekliyor olacak ki, Doların değerinin düştüğü ve yabancıların istemediği bir durum olacaktır.

ABD'nin ve Hazine yapısının durumunu yakından inceleyen yatırımcılar 2008'den beri ABD'yi fonlamayı artırdıklarına göre, bu yatırımcılar açısından şu durumda hiçbir olumsuz duruma işaret etmemektedir. Özellikle piyasanın derinliği ve hacmi aynı zamanda riskin çeşitli ellerde dağılmış olması bunun en büyük kanıtıdır.

ABD'nin durumu rakamların da gösterdiği gibi son derece ayrıcalıklı bir konumdadır ve dünyanın geri kalanına üstün bir ekonomik ve politik anlayışa sahiptir.

ABD'nin ve Doların ayrıcalıklı konumu incelenirken dikkatle bakılması gereken diğer bir konu ise net uluslararası yatırım pozisyonunun durumudur. ABD'nin yükümlülükleri ile varlıkları arasındaki ilişki ve bu varlıklarla yükümlülüklerin hangi para cinsinden tutulduğu son derece önemli bir konudur.

ABD'nin yükümlülükleri genel anlamıyla Dolar cinsinden tutulurken, aksine dış varlıkları ABD Doları haricindeki para birimleri cinsinden tutulmaktadır. ABD'nin yükümlülükleri açısından Doların değerinde meydana gelen düşüşler, durumunu düzeltirken, dış varlıkları açısından tek tehlike, diğer para birimlerinin Dolara karşı değer kaybetmesi olmaktadır.

ABD'nin aynı zamanda yapılan çalışmalarda dış varlıklarının getirisinin ABD'ye yatırım yapmış olan yatırımcılardan daha yüksek bir seviyede olduğu kanıtlanmıştır.<sup>145</sup>

ABD'li yatırımcıların her yatırım kategorisinde daha iyi net gelirler elde ettiği ispatlanmıştır. Yabancı yatırımcılarla karşılaştırıldığında bono, borsa ve krediler konusunda ABD dışarıya ödediği faizden çok, içerde daha çok getiri elde edebilmiştir.

Yabancı yatırımcıların özellikle olumsuz koşullarda, ki genelde kriz dönemlerinde paralarını ABD'ye yatırma tercihleri değiştirip parayı başka ülkelere kaydırmayı düşünseler bile, Doların değerinde meydana gelecek olan düşüş ABD'nin Dolar haricinde sahip olduğu varlıkların değerini artırırken rezerv para birimi olma özelliğini daha da peçinleştirecektir.

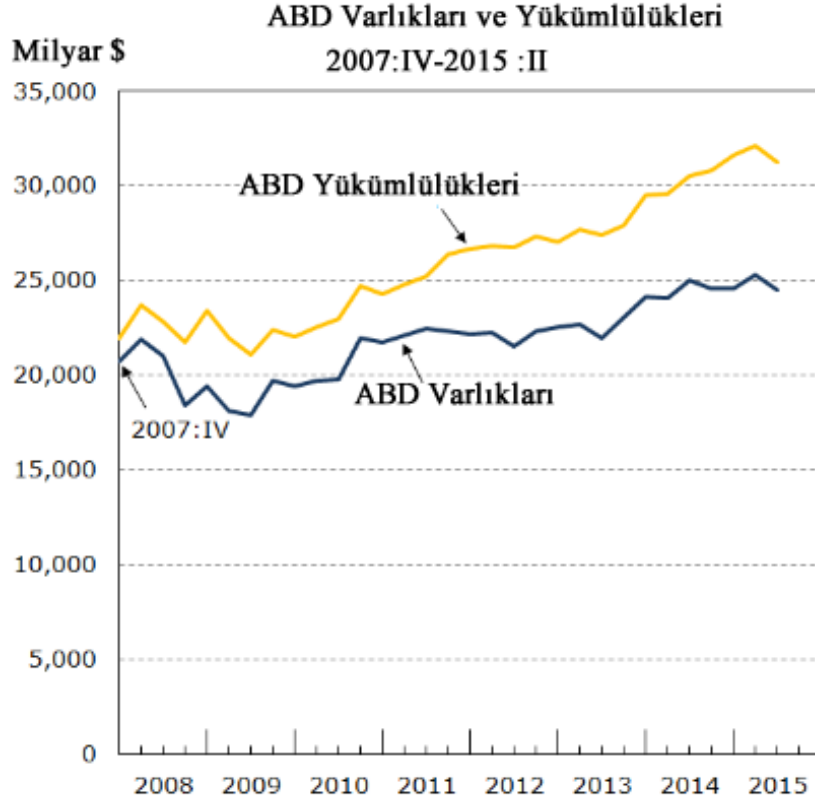
Uluslararası Yatırım Pozisyonu toplam finansal varlıklar ile toplam finansal yükümlülüklerin farkı net uluslararası yatırım pozisyonu olarak adlandırılmakla birlikte ABD'nin ve para biriminin hegemonyasının incelenmesi açısından son derece önemlidir.

Şekil 3.6'dan da görüleceği üzere, net uluslararası yatırım pozisyonu 2015'in ikinci çeyreği itibariyle -\$ 6.688.3 Milyar açık vermektedir. Bir önceki çeyrek \$ 6,801.4 milyar olan bu rakam özellikle diğer para birimlerinin ABD Dolarına karşı değer kazanmasından ötürü varlıkların değerinde meydana gelen iyileşme bu pozisyonun iyileşmesine neden olmuştur.<sup>146</sup>

---

<sup>145</sup> NBER, From World Banker to World Venture Capitalist: U.S.External Adjustment and the Exorbitant Privilege, 2007, <http://www.nber.org/chapters/c0121.pdf>, (23.11.2015),s.10

<sup>146</sup> BEA, <http://www.bea.gov/newsreleases/international/intinv/intinvnewsrelease.htm>, (23.11.2015)



**Şekil 3.6:** ABD Toplam Yükümlükleri ve Varlıkları (2007:IV-2015:II)

**Kaynak:** <http://www.bea.gov/newsreleases/international/intinv/intinvnewsrelease.htm> (23.11.2015)

Uluslararası net yatırım pozisyonunun değerlendirilmesinde diğer önemli bir husus, net yatırım gelirinin ne olması gerektiği veya yatırım yapan yatırımcıların gelirler konusundaki memnuniyeti olgusudur.

Çin dünyanın net kreditorü konumunda bulunurken yabancı varlıkları yabancı yükümlülüklerinden yaklaşık \$1.97 trilyon daha fazla durumdadır.<sup>147</sup> Bu tabloya

<sup>147</sup> <http://rhg.com/notes/chinas-international-investment-position-2014-update>, (23.11.2015)

rağmen Çin 2012 yılında net yatırım gelirinde \$-57 milyar Dolarlık bir kayba uğramıştır.<sup>148</sup>

Çin'in durumu daha açık ifade edilirse, dışarıda kazandığından daha çok yabancılara daha fazla ödeme yapmıştır. Bunun aksine ABD ise net borçlanıcı ülke olmasına rağmen, net yatırım geliri olarak \$206 milyarlık bir avantaj elde etmiştir.

Çin'in denizaşırı yatırımları, düşük getiri olarak kendisine dönmüştür. Çünkü varlıkları ve döviz rezervleri düşük faizle ve güvenli liman olarak adlandırılan gelişmiş ülke varlıklarına yatırılmıştır.

Çin'in rezerv biriktirme stratejisini diğer gelişmekte olan ülkeler de izlemektedir. Gerek yatırımcılar gerekse de gelişmekte olan ülke Merkez bankaları yatırımlarının çoğunu ABD Hazine kağıtlarına yapmaktadırlar. Çünkü likiditenin fazla ve sigorta görevinin yüksek olması nedeniyle getiriye bakmaksızın bu yolu izlemekteler. Bu da ABD'nin ayrıcalıklı konumunu daha da sağlamlaştırmıştır.

### **3.1.6 Gelişmekte Olan Ülkelerin Döviz Rezervi Biriktirme Stratejisi**

Gelişmekte olan ülkelerin 1997-1998 Asya finansal krizinden beri ekonomilerini dış etkenlerden korumak için rezerv biriktirme yarışına girdikleri bir gerçektir. Bu birikim 2014 yılsonu itibariyle \$8 trilyonluk bir rakama tekabül etmektedir.<sup>149</sup>

Kümülatif olarak gelişmekte olan ülkelerin rezervleri sürekli olarak artış göstermiştir. Ayrıca Çin ekonomisi gelişmekte olan ülkeler içinde bu rezervlerin yaklaşık yarısına yakını tutmaktadır.

---

<sup>148</sup> <http://www.chinausfocus.com/finance-economy/chinas-flawed-balance-of-payments-position/> (23.11.2015)

<sup>149</sup> Franklin Templeton Investments, Significant Slip—or Just a Blip—in Emerging Markets' Foreign Exchange Reserves?, 2015, <http://mobius.blog.franklintempleton.com/2015/04/24/significant-slip-just-blip-emerging-markets-foreign-exchange-reserves/> (29.11.2015), s.2.

Gelişmekte olan ülkelerin finansal krizlerden ziyade yerli para birimlerinde meydana gelebilecek değerlenmelere karşı da döviz piyasalarına Merkez bankaları aracılığıyla müdahale edebilmek adına, yerli para birimlerini satıp, Dolar gibi güvenli liman olan diğer gelişmiş ülke para birimlerini aldıkları görülmektedir.

Özellikle 2000’li yıllar boyunca gelişmekte olan ülkeler yüklü miktarlarda özel sermaye yatırımları ve sıcak paraları ülkelerine çekmekte zorlanmamışlar, aynı zamanda çoğu ülke bu zamanda ticaret fazlası vermişlerdir. Yüklü miktarlarda gelen bu paralar ülke para biriminin değer kazanmasına ve ihracatta rekabet güçlerinin ellerinden alınmasına neden olmuştur.

Merkez bankaları bu durumun önüne geçebilmek için kolaylıkla konvertibilite olan ve dünya tarafından kabul görmüş para birimlerini para birimlerindeki değer kazanmaya karşı müdahale aracı olarak kullanmaktadırlar.

Gelişmekte olan ülkeler bu süreci yönetirken, aynı zamanda para biriminin değerindeki değişimleri de dikkatlice değerlendirmek durumundadırlar. Çin ekonomisinin yapısına bakıldığında diğer ülke para birimlerinden ayrılmaktadır. Diğer ülke para birimlerinin değeri serbestçe piyasada alınıp satılabilmektedir.

Çin ülke ekonomisi ve para birimi Yuan politik olarak yönetilirken, değeri genelde ABD Dolarına karşı değerlendirilmektedir. Çünkü ABD Çin’in en büyük ticari partneri konumunda olup, Doların önemi ve finans piyasalarındaki değeri Çin para biriminin Dolar karşısındaki değerini, hem ihracat hem de ithalat yönünde, daha da önemli bir pozisyona sokmaktadır.

Gelişmekte olan ülke Merkez bankaları hem döviz piyasalarına müdahalede hem de tampon amacıyla güvenli varlık olarak döviz rezervlerini güçlü tutmak yönünde hareket etmektedirler.

Gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülke ekonomilerinin tahvil ve bonolarını güvenli varlık olarak alırken, daha likit varlık olarak döviz rezervlerini seçmektedirler. Günümüzde artık ekonomik gücün en önemli göstergelerinden birisi döviz rezervlerinin büyüklüğü olmuştur.



Özellikle yabancı yatırımcıların yatırım yapacakları ülkelerde aradıkları önemli kriterlerin biri durumuna gelen döviz rezervleri günümüzde sudden stop (aniden durma) olarak nitelendirilen sıcak para akımları ve ters sermaye hareketlerinin de değerlendirilmesinde dikkate alınan bir husus haline gelmiştir.

Eğer bir ülke ekonomisinin krizle karşılaştığı durum düşünülürse, ülkenin buldurmuş olduğu döviz rezervleri sermaye hareketlerinin yıkıcı etkileri karşısında tampon görevi görmektedir. Geçmiş kriz tecrübeleri, özellikle 1997-1998 Asya krizi, bunun en tipik örneğidir.

Asya'nın gelişmekte olan ekonomileri, sermaye hareketleri ve yerli ölçüde döviz rezervlerine sahip olmamasının negatif etkilerini çok ciddi şekilde yaşamışlardır. En son çare olarak da IMF'ye başvurmuşlar ve bunların sonucunda IMF'nin belirlemiş olduğu kemer sıkma politikalarını uygulamak zorunda kalmışlardır.

Günümüzde döviz rezervleri tampon görevi üstlenirken, bu rezervlerin ne kadar olması veya hangi sınırdan sonra o ülke için tehlike arz ettiği tartışma konularının başında gelmektedir.

Rezerv yeterlilik oranları 1990'lı yıllarda meydana gelen krizlerden sonra ekonomi gündeminin en önemli başlıklarından birisi haline gelmiş ve bir ülkenin rezervlerinin miktarının 6 aylık ithalatını karşılayabilecek düzeyde olması kriter olarak belirlenmişti.<sup>150</sup>

Kriz ortamının yaygınlaşması ve döviz yeterliliği konusunda kriterlerin yeniden sorgulanmasına ve yeni kuralların belirlenmesi yönünde çalışmaların yaygınlaşmasına neden olmuştur.

1999 yılında Pablo Guidotti tarafından getirilen kriter, kriz olgusunun daha net değerlendirilmesinde büyük rol oynamıştır. Arjantin Maliye Bakanı olarak daha sonraki süreçlerde de görev yapmıştır. İleriki dönemlerde Alan Greenspan tarafından da

---

<sup>150</sup> Chijioke Nelson, "Forex reserve plunges further to six months import cover", The Guardian, 20.04.2015, <http://www.nguardiannews.com/2015/04/forex-reserve-plunges-further-to-six-months-import-cover/> (02.12.2015)

desteklenen ve onaylanan yeni kriter, iktisat literatürüne Guidotti-Greenspan kuralı olarak geçmiştir.

Guidotti-Greenspan kuralı, en kısa haliyle, bir ülkenin döviz rezervlerinin kısa vadeli borçlarına karşılayabilecek düzeyde döviz biriktirmeleri olarak adlandırılmaktadır.<sup>151</sup> Çoğu gelişmekte olan ülkenin politikası haline gelen bu kriter gelişmekte olan ülkelerin 2000'li yılların başından itibaren döviz rezervlerini artırmalarıyla sonuçlanmıştır.

Finansal krizlerin meydana gelmesi ve sonrasında yaşanan gelişmeler rezerv yeterlilik oranının ne olması gerektiği yönündeki tartışmaların değişmesine neden olmuştur. Çünkü daha önceden belirlenen kurallar krizler karşısında yetersiz olmaya ve bu kuralların yeniden sorgulanmasına sebep olmuştur.

Krizler neticesinde yabancı sermaye özellikle gelişmekte olan ülkelere çıkmaya başlamış ve güvenli liman olarak nitelendirilen ABD'ye doğru akmaya başlayınca, bu ülkeler ciddi boyutlarda para birimlerinin çöküşünü engelleyebilmek adına, rezervlerini harcamak zorunda kalmışlardır.

Hindistan 6 ay içinde yaklaşık \$66 Milyar dolayında döviz rezervi kaybına uğramıştır.<sup>152</sup> Aynı şekilde Rusya ve diğer önemli gelişmekte olan ülkelere, 2008 krizinde ciddi döviz kayıpları meydana gelmiştir.

Finansal entegrasyonla birlikte meydana gelen sermaye akımlarının boyutları daha da artarken gelişmekte olan ülkelerin karşı karşıya kaldıkları sorunlar daha da artmış, sigorta görevi amacıyla hemen hemen tüm gelişmekte olan ülkeler, ciddi boyutlarda rezervlerini artırmaya devam etmişlerdir. Bu süreci hızlandıran diğer bir olay ise 2008 küresel finans krizi olmuştur.

Finansal krizlerin haricinde günümüzde gelişmekte olan ülkelerin rezerv biriktirme yönünde zorlayan diğer bir etmen; döviz piyasalarına yapmak zorunda oldukları müdahaleler için, belirli düzeyde döviz bulundurma ihtiyacıdır.

---

<sup>151</sup> A. GREENSPAN, (1999), "Currency Reserves and Debt", Remarks Before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington,D.C. (29 Nisan 1999)

<sup>152</sup> Prasad, s.70.

Özellikle politika aracı olarak para birimlerinin değeri lenmesinin önüne geçebilmek ve diğer ülkelere karşı rekabette öne geçebilmek adına hem kısa vadeli hem de uzun vadeli yararlarından faydalanmak için para biriminin suni olarak düşük tutulması, tercih ettikleri bir yol olmuştur.

Gelişmekte olan ülke Merkez bankaları döviz rezervlerini biriktirirken zor kararlar vermek durumunda kalmaktadırlar. Özellikle hangi ülke para birimine yatırım yapma konusunda karar verirken, bu kararı politikalarıyla da desteklemek durumunda kalmaktadırlar.

Özellikle günümüzde merkantalist politikaları benimsemiş tarzda hareket eden ülkelerin bulunduğu göz önüne alındığında, gerek ihracatın artırılması gerekse de, bu rezervlerin yönetimi, ülkeleri zor kararlar alma yönünde sıkıştırmaktadır.

Ülkelerin rezerv yönetiminde kurumlarıyla birlikte bu süreçleri yönettiği düşünüldüğünde, bu rezerv yöneticilerinin ilk olarak yatırım yaptıkları para biriminde baktıkları kriter varlığın güvenli ve likit olmasına verdikleri önemdir.<sup>153</sup>

Çin ekonomisi rezerv yönetimi konusunda SAFE (State Administration of Foreign Exchange) kurumu tarafından yönetilirken bu kurum Çin Merkez Bankası'na (PBC) bağlı olarak çalışmaktadır.

Çin'in döviz rezervi yönetiminde rol oynayan bu kurumun, döviz rezervi yönetimi yaparken bağlı olduğu kriterler: *paranın güvenilir liman olması, likiditesinin kolaylıkla sağlanabilmesi ve değerinin artan bir oranda olması yönünde olduğu şeklindedir.*

Diğer gelişmekte olan Merkez bankalardan biri olan, Brezilya Merkez Bankası da (Banco Central do Brasil) rezerv yönetiminde kendisinin belirlemiş olduğu kriterler: *olarak güvenli liman, likiditesinin olması ve karlılığının olması yönündedir.*

Diğer bir taraftan Kore Merkez Bankası ise, *hem iç hem de dış şoklara karşı ülkenin döviz kurunun zora girmemesi adına müdahale aracı olarak rezervi tercih*

---

<sup>153</sup> BIS, FX reserve management: trends and challenges,2008, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap40.pdf>, (03.12.2015), S.8.

*ettiğini açıklamıştır. Hem paranın güvenilir liman olma özelliği hem likidite bunların yanında da müdahale aracı ve getiri yönünden daha kapsamlı olarak rezerv yönetimine yaklaşmıştır.*

BIS tarafından ise yapılan çalışma neticesinde 2006 yılında seçilmiş bazı Merkez bankalarının güvenli liman ve likiditesinin bu rezervlerin getirilerinden daha ön planda olduğu kanıtlanmıştır.

Getirilerin düşük olduğu yönünde kaniya sahip olan ülkelerde değişik stratejiler belirlenmiş olup, günümüzde önemleri iyice artan ülke varlık fonları (Sovereign wealth funds) şeklinde desteklenerek güvenlikten ziyade getirilerin daha yüksek olduğu alanlara yatırım yapılması yönünde rezerv yönetimde yeni bir alan yaratılmış durumdadır.

Ülke Varlık fonları'nın toplam varlıkları 2015 yılı itibariyle \$ 7.1 trilyon düzeyindedir.<sup>154</sup> Bu ülke varlık fonlarında Norveç, Suudi Arabistan, Çin, Hong Kong, Singapur, Brezilya, Kore ve Malezya başı çekmektedir.

Çin bu konuda dünya global piyasalarında Eylül 2007 yılında kurmuş olduğu Çin Yatırım A.Ş. (CIC) 2015 yılı itibariyle \$7 46.7 milyarlık bir varlık yönetmektedir.<sup>155</sup> Bu kadar önemli ülkelerin yatırımlarının ve özellikle rezerv yönetimlerinde yatırım yapacakları ülkelerin para birimlerinde son derece önem arz etmektedir.

### **3.1.7 Kur Savaşları**

Kur savaşları terimi günümüzde çok tartışılmaya başlanan bir kavram olmakla beraber, bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanması aslında çok eskilere dayanmaktadır.

---

<sup>154</sup> <http://www.zerohedge.com/news/2015-08-30/71-trillion-global-sovereign-wealth-fund-assets-infographic> (03.12.2015)

<sup>155</sup> <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (03.12.2015)

İktisatçı John Robinson kur savaşlarına benzer bir kavramı 1930’lu yıllarda ekonomi literatürüne *beggar-thy-neighbor* (komşu dilenci politikası) olarak sokmuştur. Bu politikaya göre bir ülkenin ticaret yaptığı diğer ülke veya ülkelere kendi ülkesinde beliren enflasyon, işsizlik ve ödemeler dengesi gibi sorunları bahane ederek karşıdaki ülkeye zarar verici yönde kısıtlamalara ve kur politikaları uygulamalarına izin vermektedir.<sup>156</sup>

Uygulanan politika da asıl amaç; ülke kendi para biriminin değerini yapay olarak düşük tutup, ticari ilişkilerde değeri düşen para birimi olarak üstünlük sağlayarak, kendi ülkesinin sattığı malları ucuz gösterip ithalatı pahalı hale getirmektedir.

Para biriminin değerini düşüren ülke, hem gelirlerinde hem de istihdam oranlarında artışlar kaydederken, diğer ülkelerin hem ticaret gelirlerinde, hem de ülke içindeki sorunları daha da artarak rekabet avantajını kaybetmektedir.

1930’lu yıllarda gündemde olan bu politikalar, 2010 yılının sonbaharında özellikle Brezilya ekonomisinin para biriminde meydana gelen aşırı artış sonucunda Brezilya Maliye Bakanı Guido Mantega tarafından yeniden gündeme getirilmiştir.<sup>157</sup>

Brezilya ekonomisi hem ABD’nin hem de Çin’in etkisi altında kalarak uygulamış oldukları politikaların olumsuz sonuçlarıyla baş başa kalmıştır. Özellikle Çin ile olan demir ve soya ticaretinde, Çin’in para birimini bilerek düşük tutması, Brezilya ekonomisini zor durumda bırakırken, ABD Merkez Bankası’nın uygulamış olduğu genişlemeci para politikası sonucu faizlerin düşük tutularak Doların değerinin yapay biçimde düşürülmesi, Real’in suni olarak değer kazanmasına neden olmuştur.

2010 yılı başından sonbahara kadar geçen dönemde, Brezilya Reali ABD Dolarına karşı %25 oranında değer kazanmıştır.<sup>158</sup>

---

<sup>156</sup> İZTO, “Dünya’da Kur Savaşları Alarmı”, 2013, [http://www.izto.org.tr/portals/0/argebulten/ovgu\\_hande\\_kursavaslar.pdf](http://www.izto.org.tr/portals/0/argebulten/ovgu_hande_kursavaslar.pdf), (06.12.2015), s.5.

<sup>157</sup> Peterson Institute For International Economics, *Currency Wars*, 2010, [http://www.izto.org.tr/portals/0/argebulten/ovgu\\_hande\\_kursavaslar.pdf](http://www.izto.org.tr/portals/0/argebulten/ovgu_hande_kursavaslar.pdf) (06.12.2015) s.1.

<sup>158</sup> Peter Garnham, *Brazil in Currency War Alert*, Financial Times, 27.09.2010, <http://www.ft.com/cms/s/0/33ff9624-ca48-11df-a860-00144feab49a.html#axzz3tXIXidu5>, (06.12.2015)

Brezilya Realinde meydana gelen bu artış, ithalatı daha ucuza getirirken ihracatın daha pahalı olmasına ve ülkenin rekabet gücünde azalma ve ticaret hacminde aldığı payın azalmasına neden olmuştur.

Brezilya Maliye Bakanı Guido Mantega 27 Eylül 2010 yılında uygulanan bu politikaların yani düşük tutulan para birimlerinin rekabet güçlerine zarar verdiğini söyleyerek, uluslararası kur savaşlarının ortasında bulduklarını belirtmiştir.

Kur savaşlarının tekrar gündeme gelmesinde yatan en önemli nedenlerden birisi, yaşanmış olan finansal krizlerin ülkeler üzerinde bırakmış olduğu olumsuz tablolarıdır. Özellikle durgunluk ve işsizlikle mücadelede ülkelerin ilk başvurmaya başladıkları politikaların başında kur savaşları gelmektedir.

Kur savaşlarının diğer bir örneği ise Japonya'da başbakan olarak seçilen Shinzo Abe'nin radikal bir biçimde ekonomi politikalarını değiştirmesi sonucu, devasa boyutta parasal genişlemeye gidilmiş ve Japonya Merkez Bankası (BOJ) enflasyon hedeflemesini %2'ye çıkararak bu hedefe ulaşınca kadar, devlet tahvili alınmasını hedeflemiştir.<sup>159</sup>

Japonya'da bu enflasyon hedefine yaklaşılması demek, faiz oranlarının reel olarak negatif seviyeye düşmesi anlamına geleceği için, ciddi bir avantaj sağlayacaktır. Japonya'da uzun süredir süregelen ekonomik durgunluğa rağmen reel faiz oranları pozitif olarak işlem görmekteydi.

Böyle bir ortamda Japon Yeni güçlü bir seyir izlerken ihracatçılar çok zor durumda kalmışlardır. Abenomics olarak adlandırılan bu yeni politika önerisi, kur piyasalarında ciddi dalgalanmalara neden olurken, bu karardan sonra Yen Dolar karşısında ciddi değer kayıplarına uğramıştır.

Japonya Merkez Bankası, ciddi boyutlarda parasal genişlemeye giderek para biriminin değerini düşürmeye çalışmıştır. Öyle ki, Merkez Bankası bilanço

---

<sup>159</sup> Toru Fujioka and Masahiro Hadika "Target in Commitment to End Deflation", Bloomberg Business, 22.01.2013, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2013-01-22/boj-adopts-abe-s-2-target-in-commitment-to-end-deflation>, (08.12.2015)

büyükliğünün GSYH'ya oranı 2012 yılında %30 iken, bu oran 2014 sonunda %50'ye yaklaşmıştır.<sup>160</sup>

Kur savaşlarının diğer önemli bir ülkesi Çin ve onun para birimi Yuan olarak görülmektedir. Çin hükümetin kur konusunda almış olduğu en radikal kararlardan birisi, 1994 yılında 1 Dolar, 8.70 Yuan olacak şekilde dalgalı kur rejimine geçilmiştir.<sup>161</sup> Bu rakam ki, % 40'lık bir devalüasyon sonrası Yuan'ı dalgalanmaya bırakmak demektir.

Çin hükümeti bu tarihten itibaren rezerv para birimi konusunda yarıştığı ABD'nin sürekli eleştirisi altında kalarak, suni bir şekilde para birimini düşük tuttuğu yönünde eleştirilerle karşı karşıya kalmıştır.

Çin Yuan'ı 2005 yılına kadar ABD Dolarına çapalı bir şekilde işlem görmüştür. Özellikle Eylül 2005 yılında hem IMF hem de ABD'nin sert uyarıları karşısında, ABD Doları çıpası kaldırılmış ve bir grup yabancı paradan oluşan bir sepetle çapa koyulmuştur.

2005 yılında Çin Yuan'ı ABD Doları karşısında %2 değer kazanmış ve parite 8.11'e gerilemiştir. 2005-2013 yılları arasında Yuan'ın ABD Doları karşısında değer kazanımı devam etmiş ve parite 6.0'a kadar gerilemiştir.<sup>162</sup>

Çin ekonomisi diğer tüm ülkeler tarafından başarıyla izlenirken ve ciddi boyutlarda büyüme ve ihracat oranları örnek alınırken, para birimi konusunda Çin'in hiçbir sıkıntısı gözlenmemiştir.

Çin ekonomisi 2000-2010 yılları arasında yıllık ihracatı, her yıl %20 artmış, 2009 krizi haricinde, aynı zamanda ortalama ihracat artışı yıllık %11 olarak

---

<sup>160</sup> Uğur Gürses, "Çanlar Kur Savaşı için Çalıyor", Radikal Gazetesi, 24.11.2014, [http://sosyal.hurriyet.com.tr/yazar/ugur-gurses\\_526/canlar-kur-savasi-icin-caliyor\\_27637873](http://sosyal.hurriyet.com.tr/yazar/ugur-gurses_526/canlar-kur-savasi-icin-caliyor_27637873) (08.12.2015)

<sup>161</sup> Wayne M. Marrison and Marc Labonte, "China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues", CRS, 2013, <https://www.fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf>, s.2. (08.12.2015)

<sup>162</sup> Wayne M. Marrison and Marc Labonte, "China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues", CRS, 2013, <https://www.fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf>, s.3. (08.12.2015)

gerçekleşmiştir. Son açıklanan Mayıs 2015 verileri ise ihracatta geçen yılın aynı dönemine göre %8'lik bir daralmaya işaret etmektedir.<sup>163</sup>

Çin'in bu kadar ciddi boyutlarda ihracat rakamlarında yakalamış olduğu başarının altında yatan en önemli etken, Yuan'ın değerinin suni olarak düşük tutulmasıydı.

Büyüme oranları ve ihracat oranlarındaki bu mucizenin eskisi gibi olmaması Çin'in para biriminin yeniden sorgulanmasına ve para biriminin değerinde meydana gelen artış karşısında aksiyon alınmasının gerekliliğini haklı çıkarmaya çalışmaktadır.

Çin hükümeti 11 Ağustos 2015 Cuma günü beklenmedik bir şekilde para birimi Yuan'ı devalüe etmiş ve Dolar/Yuan bandını % 1.9 oranında yükseltmiştir.<sup>164</sup> Bu şekilde kurun ABD Doları karşısında değer kaybetmesine izin vererek, kur savaşlarının yeniden gündeme oturmasına neden olmuştur.

Rezerv para birimi olarak hala önemini koruyan ABD açısından kur savaşlarında nerede yer aldığına bakıldığında ABD Merkez Bankası'nın ekonomisini canlandırmak ve deflasyonu engellemek adına başlatmış olduğu miktarsal genişleme (Quantative Easing) hareketleri çok önemli bir yer tutmuştur.

ABD'nin Ekim 2010 yılı başında 600 Milyar Dolarlık kamu kağıdını geri almaya başlayacağını açıklamasıyla başlayan süreç, Haziran 2010 yılı itibariyle 2.1 trilyon Dolarlık bir harcama rakamına ulaşılmasına neden olmuştur.<sup>165</sup>

ABD'de 2008 yılında küresel kriz patlamadan önce faizler %5.25 seviyesindeyken 2008 yılında mortgage balonu patlayınca, faiz oranlarını önce %2 seviyesine daha sonra da 2009 yılında %0.25 seviyesine inmiştir.

---

<sup>163</sup> Cüneyt Başaran, "Çin ne Yapmaya Çalışıyor" Habertürk Gazetesi, 12.08.2015, <http://www.haberturk.com/yazarlar/cuneyt-basaran/1114625-cin-ne-yapmaya-calisiyor>, (08.12.2015)

<sup>164</sup> China Devalues Yuan by %2 to Boost Flagging Economy, <http://www.theguardian.com/business/2015/aug/11/china-devalues-yuan-by-2-to-boost-flagging-economy>, (08.12.2015)

<sup>165</sup> Federal Reserve of Newyork Statement, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/monetary20101103a1.pdf> (09.12.2015)



ABD 2008 Aralık ayından başlamak üzere 2010 Temmuz ayı arasında QE1 programı uygulayarak toplam 800 Milyar Dolar kağıdı bankalardan alarak karşılıklarında bu kurumlara para vermiştir.

QE 2 'de ise bu süreç Kasım 2010 ile 30 Haziran 2011 arasındaki dönemi kapsamaktadır. 600 Milyar Dolarlık tahvil alım programı uygulanmıştır. Bu genişlemenin altında yatan neden ABD ekonomisinin canlandırılması, işsizliğin önüne geçip para biriminin değeri suni olarak düşürülerek, uzun vadeli tahvillerin faizlerinin düşük tutulması amaçlanmıştır.<sup>166</sup>

QE 3 'de ise Eylül 2012 yılında başlamış olan bu süreç 2014 yılı itibariye son bulmuştur. 85 milyar Dolarlık tahvil alımıyla sonlandırılmıştır.

Kur savaşlarında Euro bölgesin'den bakıldığında, özellikle Almanya önderliğindeki ekonomi, Çin ve ABD'nin uygulamış olduğu para politikaları karşısında zor durumda kalmıştır.

Çin'in para birimi Yuan'ın ABD Dolarına karşı değer kazanımı Euro karşısında beklendiği gibi olmamıştır. ABD'nin Çin'in kurlarını düşük tuttuğu yönündeki eleştirilerini, bu kez de Almanya parasal genişlemeler sonucunda ABD'nin yaptığını belirtmiştir.

Tüm yaşanan gelişmeler ışığında ülkelerin para birimlerini suni bir şekilde düşük tutup, rekabet güçlerini artırarak diğer ülkelere karşı üstünlük elde etme gereksinimleri tüm şiddetiyle devam etmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler, özellikle ABD'nin devasa boyutlarda yapmış olduğu parasal genişleme ve faizleri uzunca süre düşük tutma politikalarının kendi ülkelerine aşırı derecede sermaye akımlarının gelmesine ve yeni balonların da yaratılmasına neden olduğu görüşünde olmuşlardır.

Ülkeler birbirleriyle olan döviz savaşlarında tek silah olarak döviz kurlarını değil, aynı zamanda başka yollara da başvurumaktadırlar. Örneğin Çin hükümeti ABD

---

<sup>166</sup> Economic Information Newsletter, Quantative Easing Explained, <https://research.stlouisfed.org/pageone-economics/uploads/newsletter/2011/201104.pdf>, (09.12.2015)

para biriminin monopol olan statüsünü sarsmak adına biriktirmiş olduğu ABD Hazine kağıtlarını rezervlerinden düşürüp yerine altın biriktirmeye daha ağırlık vermeye başlaması bunun en önemli örneklerindedir.

ABD özellikle kurmuş olduğu Bretton Woods sistemi sonrasında, diğer ülkelere göz dağı vermekle birlikte, en büyük rakiplerinden biri olarak gözüken Çin'e de dolaylı olarak para birimi üzerinden zarar vermektedir. Çin ise bu hamleye karşı piyasalarını regule edip yapmış olduğu miktarsal gevşeme politikalarıyla para biriminin değerini düşürüp rekabet avantajını kaybetmek istememektedir.

ABD'nin oluşturmuş olduğu finansal yapı, son dönemde Çin ve Rusya tarafından değiştirilmeye çalışılmaktadır. Washington hükümetinin hem politik, hem de ekonomik alanda en büyük silahı olan Dolar günümüzde IMF ve Dünya Bankası gibi kurumlarla konumunu daha da sağlamlaştırmış durumdadır.

BRIC ülkelerinin son dönemde bu kur savaşlarına başka bir boyut katarak, ABD'ye karşı almış oldukları ilk aksiyon Yeni Kalkınma Bankası'nın yerine BRICS Kalkınma Bankası olarak değiştirdikleri kalkınma ve büyüme konusunda gelişme sağlamalarını sağlamlaştıracak yapıyı kurmaları olmuştur.

Çin'in de ABD'ye karşı kur haricinde almış olduğu en önemli manevra Asya Altyapı Yatırım Bankası'nı (AIIB) uluslararası finans kurumu olarak ABD'nin organlarına rakip olarak gündeme getirmesi olmuştur.<sup>167</sup>

BRICS toplantısının 9 Temmuz 2015 yılında Rusya'da toplanması enerji, finansal piyasalar ve kur savaşları üzerinde yeniden Rusya ve Çin'e yönelik ekonomik anlamda bazı iktisadi gelişmelerin olumsuz olarak kendilerine dönmesine neden olmuştur.

---

<sup>167</sup> Global Research, Washington's Financial Currency War on China: The Eclipsing of the US Dollar by the Yuan, <http://www.globalresearch.ca/washingtons-financialcurrency-war-on-china-eclipsing-of-us-dollar-by-yuan/5473064> (12.12.2015)

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4.1 ABD DOLARI'NIN REZERV PARA OLARAK AYRICALIKLI KONUMU

#### 4.1.1 Global Döviz Rezervleri ve Doların Payı

Global ekonomi alanında uluslararası rezervlere olan talep ve bu rezervlerin dağılım payı günümüzde ABD Dolarının egemenliğini sürdürebilme kapasitesi yönünde ciddi soruları beraberinde getirirken, literatürde de tartışma konularının başında gelmektedir.

ABD Dolarının rezerv para birimi olarak sahip olduğu ayrıcalıklı konumunun devam edip edemeyeceği; bu üstünlüğü sağlamanın arkasında yatan etkenler olarak ekonomisinin büyüklüğü, ticari ilişkilerde açıklık oranı piyasalarının derinliği ve likidite kalitesi açısından egemenliğini sürdürüp sürdüremeyeceği merak konusu olmaktadır.

Günümüzde Euro'nun rezerv para birimi olarak, Dolar'a rakip olarak gerçekten de güçlü bir rakip olup olamayacağı, Çin gibi yükselen bir ülkenin para birimi olan Yuan'ın ABD Doları'nın yerini alıp alamayacağı rezerv para birimi olma yönünde atılması gereken adımların neler olduğu tartışması giderek artmaktadır

Daha önceki dönemlerde uluslararası döviz rezervlerinin dağılımında yapılan çalışmalarda Merkez bankaları tarafından toplanan veriler ve bu dağılımı yaparken hangi temellere dayandığı yönündeki bilgiler son derece kısıtlıydı.<sup>168</sup>

IMF yapmış olduğu çalışma neticesinde, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler nezdinde döviz rezervlerinin dağılımı konusunda ülke bazında toplamış olduğu verileri birleştirerek, kamuoyunu aydınlatma açısından daha sağlıklı verilere ulaşabilme imkanına sahip olduklarını kavuşturmuştur.<sup>169</sup>

---

<sup>168</sup> Peterson Institute for International Economy, 2006, <https://www.piie.com/publications/wp/wp06-2.pdf> (02.01.2016) s.15

<sup>169</sup> IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) database

Yapılan alışmalar neticesinde uluslararası dvız rezervlerinin dağılımda güçlü kanıtlar bulunmakla birlikte; o dövize olan talep genellikle o para birimini basan ülkenin büyüklüğüyle ve güvenli likit varlıkları ihraç edebilme kapasitesiyle doğru orantılı olduğu kanıtlanmış olmakla birlikte, diğer ülkeler tarafından ne oranda tutulduğu ispatlanmıştır.<sup>170</sup>

Ekonomi literatüründe yapılan çalışmalar neticesinde ülkelerin dvız rezervlerini hangi para birimi olarak tutmaları gerektiği yönünde yapılan çalışmaların sonuçları ülkelerin, Merkez bankalarının ve şirketlerin iletişim ağı kanalıyla aynı para birimi üzerinde yoğunlaştıkları sonucu çıkmıştır.<sup>171</sup>

Yapılan alışmalar neticesinde aynı zamanda rezervlerin dağılımda o ülkenin parasının güvenilirliği, değerinin aşırı dalgalanmaya bırakılmaması yönünde uygulanan istikrarlı ekonomi politikaları, yatırılan paranın getirisinin diğer para birimlerine göre daha çekici olması, rezerv para birimi olarak hangi paraya yatırım yapılması yönünde alınan kararlara etki etmiştir.

Frenkel'in 1978 yılında yapmış olduğu çalışmalarda bir önceki çalışmalardan farklı olarak, esnek dvız kurlarının sabit dvız kurlarının yerini almaya başladığı döneme atıfta bulunarak, dvız rezervlerinin dağılımda ülkelerin bu tercihi yaparken dvız piyasalarına müdahale için, hangi para biriminin seçilmesi gerektiğini ön planda tutarak bunun da açık ara ABD Doları olduğunu yapmış olduğu çalışma neticesinde kanıtlamıştır.<sup>172</sup>

Bretton Woods sisteminin yıkılması sonucunda ABD Dolarının uluslararası rezerv dağılımda ülkeler tarafından rezerv para olarak ön plan tutulduğu bir gerçek olmakla birlikte, esnek dvız kuru sistemlerinin ortaya çıkmasıyla birlikte, Doların

---

<sup>170</sup> Paul Krugman, The International Role of The Dollar: Theory and Prospect, NBER, 1980, <http://www.nber.org/chapters/c6838.pdf>, (02.01.2016) s.4.

<sup>171</sup> Barry Eichengreen, Livia Chişu and Arnaud Mehl, THE CURRENCY COMPOSITION OF INTERNATIONAL RESERVES IN THE LONG RUN, ECB, 2014, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1715.pdf?485e29e6bbcff9684dfb4cc545b2aefc>, (09.01.2016) s.6.

<sup>172</sup> Jacob Frenkel, International Reserves Under Alternative Exchange Rate Regimes and Aspects of The Economics of Managed Float, NBER, 1978, <http://www.nber.org/papers/w0287.pdf>, (09.01.2016), s.5.

haricinde, Dolar'a rakip olabilecek para birimleri de rezerv para olarak tutulmaya başlanmıştır.

Bretton Woods sisteminden önceki dönemde, iletişim ağı kanalları daha ön plandayken, Bretton Woods sistemi sonrasında o ülkenin uygulamış oldukları istikrarlı makro ekonomik politikalar ve sermaye hesabı açıklığı daha önemli bir hal almış ve ülkelerin rezerv para olarak Doları tercih etmelerinde ön planda olmuştur.

İngiliz Sterlin'ini saf dışı bırakan Doların giderek güçlenen yapısı, beraberinde başka para birimlerinin onun yerini alıp alamayacağı sorusunu gündeme getirmekle birlikte, Doların rezerv para birimi olarak egemenliği giderek artmaktadır.

Özellikle 1970'li yılların başında Euro'nun Japon Yeni ile birlikte Dolara karşı rakip olabileceği güçlü bir şekilde dillendirilmekle birlikte, 2010'lu yılların başında meydana gelen Avrupa bölgesi ülke borçları probleminin ortaya çıkması, Euro'yu sarsarken rezerv para birimi olma yönündeki soruları daha da artırmıştır.<sup>173</sup>

Japon Yeni açısından ise Euro ile birlikte 1970'li yılların başında üstlenmiş olduğu rol neticesinde 1980'li yıllardan beri karşı karşıya olmuş olduğu deflasyonist süreç ve 1990'lı yıllarda balon ekonomisinin sona ermesi sonucu karşı karşıya kalmış olduğu krizler sonucunda, rezerv para statüsüne ulaşmada ciddi aşamalar kaydetmesi gerçeğini ortadan kaldırmamıştır.

Çin para birimi Yuan ise hükümetin daha önceki dönemlerde uygulamaya koyduğu ve hala devam eden uluslararası sermaye açısından onu rezerv para birimi yapması yönünde önemli sayılacak adımları atmaması yönünden Euro ve Japon Yen'inden bile daha geride bırakmıştır.

---

<sup>173</sup> European Central Bank (ECB), "The International Role of The Euro", 2014, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201407en.pdf?ee5b8a0c0066ecec80924d94524859e8>, (09.01.2016) s.35.

Çin Hükümeti'nin sermaye hareketlerine sınırlama getirmesi ve uluslararası alanda para biriminin kullanılabilirliğini sağlayamamış olması, uluslararası rezerv olarak tutulabilme imkanlarını en alt düzeye indirmiştir.<sup>174</sup>

ABD para birimi olan Doların global Merkez bankaları tarafından rezerv para birimi olarak en çok tercih edilmesinde önümüzdeki dönemde de bu durumuna devam edeceği hiç kuşkusuzdur. Hem ekonomik anlamdaki büyüklüğü hem de politik anlamda hegemonyası bunu destekleyen en önemli unsurlardır.

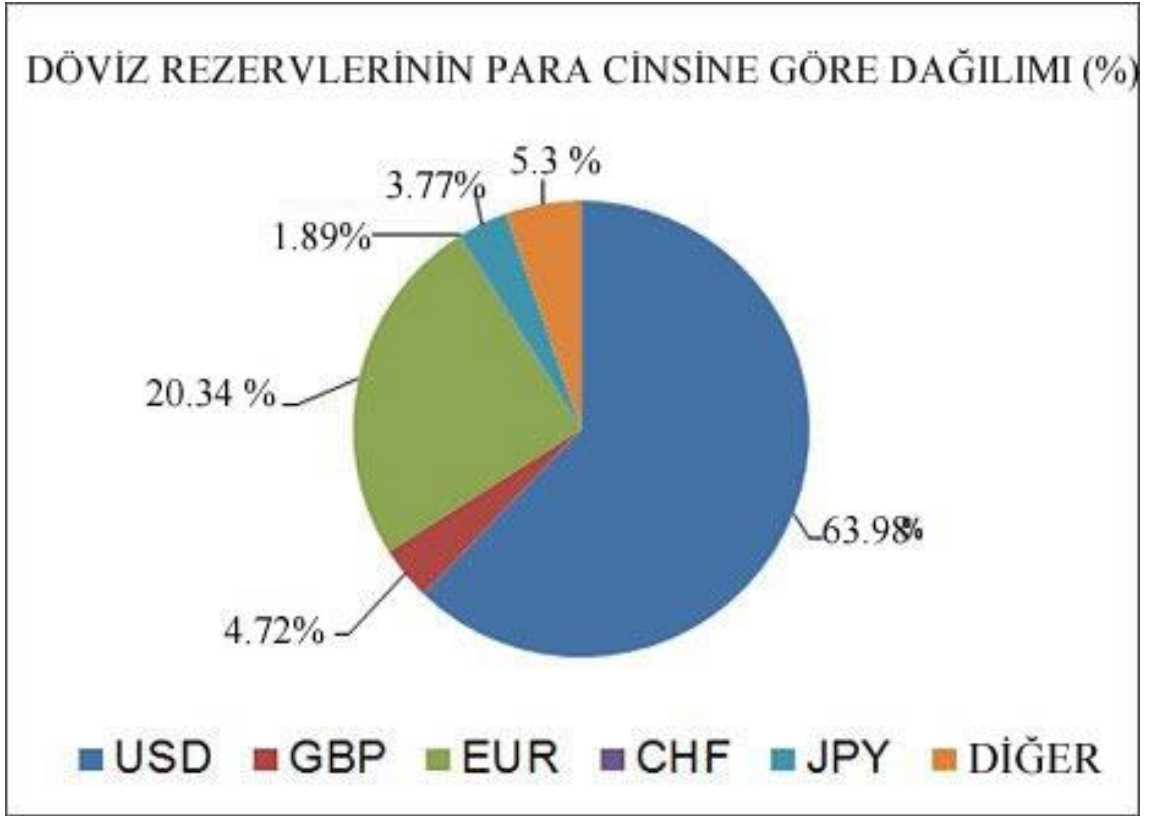
IMF tarafından COFER<sup>175</sup> olarak adlandırılan resmi döviz rezervlerinin Merkez bankaları tarafından ne oranda tutulduğu, çeyreklik bazda olmak üzere yayınlanmaktadır. ABD Dolarının yerini kaybetmek bir yana, konumunu giderek daha da artırmaktadır.

Şekil 4.1 de görüleceği üzere; IMF tarafından yayınlanan 2015 yılı III. Çeyrek verilerine göre döviz rezervlerinin Dolar cinsinden tutulan payı % 63.98 düzeyindedir. Bu payla hegemon olma özelliğini hala korumakta olup, en yakın takipçisi konumundaki Euro ise % 20.34'lük pay ile ikinci sırada yer almaktadır.

---

<sup>174</sup> Yiping Huang, Daili Wang, and Gang Fan, "Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications, 2014, <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/156337/adb-wp482.pdf>, (09.01.2016), s.25.

<sup>175</sup> Currency Composition of Official Reserve Holdings



**Şekil 4.1:** Döviz Rezervlerinin Para Cinsine Göre Dağılımı- 2015-3. Çeyrek (%)

**Kaynak:** IMF-COFER, <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>  
(10.01.2016)

ABD ekonomisinin 2008 finansal krizi yaşamasına rağmen bu üstünlüğünü koruyabilmesi ayrıca tartışılması gereken konuların başında gelmektedir. Daha önceki tecrübelerin göstermiş olduğu gibi, ne Euro ne de Japon Yeni, ABD Doları kadar şanslı olamamış ve rezervler içindeki payı, yaşamış olduğu ekonomik sıkıntılar sonrasında ciddi oranlarda düşüşler göstermiştir.

ABD Dolarının önümüzdeki dönemlerde de rezerv para statüsünü güçlü bir şekilde sürdürebileceğinin en açık göstergelerinden biri olarak, Merkez bankaları tarafından açık ara en çok tutulan döviz rezervi olması, bunun en iyi göstergesidir.

#### 4.1.2 Toplam FX İşlem Hacimleri ve Doların Egemenliği

Dünya genelinde globalleşme hareketleriyle birlikte ülke ekonomileri birbirine daha da yaklaşırken, tam anlamıyla Dünya Düz bir hale gelmiştir.<sup>176</sup> Özellikle paradan para kazanma yollarının reel ekonominin önüne geçtiği dönemlerden beri, para sınır tanımaz bir hal alarak, bir tuşla anında dünyanın başka bir köşesine rahatlıkla geçebilmektedir.

Finansal globalleşme özellikle finans dünyasında yeni kar yaratma merkezlerinin oluşturulmasına, beraberinde yüksek getiri sağlamak amacıyla yeni finansal araçların yaratılması sürecini de beraberinde getirmiştir.

Global anlamda döviz işlemleri her geçen gün daha da artarak finansal kapitalizmin ana damarlarından biri haline gelmektedir. Her ülkenin verilerine ulaşabilmek, her ne kadar zor olsa da, bu konuda BIS<sup>177</sup> tarafından yapılan çeşitli çalışmalar bulunmaktadır.

BIS tarafından yapılan çalışma hem spot döviz piyasaları hem de finansal anlamda son günlerde popülerliğini koruyan finans mühendisliğinin önemli araçlarından biri olan türev işlemleri ile ilgili kamuoyuna ayrıntılı bilgiler sunmaktadır.

BIS Triennial Merkez Bankası araştırması 1989 yılından beri her üç yılda bir hem döviz piyasaları, hem de tezgah üstü türev işlemleriyle ilgili bilgileri kamuoyuyla paylaşmaktadır.<sup>178</sup>

BIS tarafından en son yapılan çalışma Nisan 2013 yılında olup, Çeşitli Merkez bankaları ve hükümetin diğer yetkili organları tarafından 53 katılımcıyla yapılan detaylı bir çalışma olup, dataolar yaklaşık 1.300 banka ve yetkili birimleri olan dealer ve alım-satım yapan piyasa oyuncuları tarafından bu bilgiler sağlanmıştır.

<sup>176</sup> Thomas Friedman, **Dünya Düzdür**, 2.Baskı, Boyner Holding Yayınları, 2006,s.1.

<sup>177</sup> Bank for International Settlements

<sup>178</sup> BIS, Triennial Central Bank Survey, Foreign exchangeturnover in April 2013:preliminary global results, <http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>, s.3.



Özellikle Rezerv para biriminin geleceği tartışılırken, döviz rezervlerinin içinde aldığı pay kadar, döviz işlem hacimlerinde hangi para biriminin kullanıldığı da bir o kadar önemli hal almıştır.

2013 Nisan ayı çalışmasına göre, döviz piyasalarında alım-satım işlemlerine konu olan günlük işlem hacmi ortalama \$5.3 trilyon olmuştur. 2010 yılında \$4 trilyon iken bu rakam 2007 yılında \$3.3 trilyon düzeyinde olmuştur.<sup>179</sup> Nisan 2013 verilerine göre fx swap işlemleri yatırım aracı olarak en çok kullanılan enstrüman olmuştur.

Rezerv para birimi olarak ABD Dolarının hegemonyası BIS tarafından yapılan araştırmalar sonucunda bir kez daha kanıtlanmıştır. Nisan 2013 yılı itibariyle toplam yapılan günlük alım-satım işlemlerinin % 87'lik kısmı Dolar tarafından karşılanmıştır.<sup>180</sup>

Rezerv para yarışında Doların ikinci rakip para birimi olarak düşünülen Euro ise %33'lük bir paya sahip olabilmıştır. Rezerv para statüsü döviz rezervi olarak tutulmasındaki azalmaya paralel olarak düşüş göstermiştir. 2010 yılında günlük yapılan alım-satım işlemlerinin %39'u Euro üzerindeki bu payı bir sonraki çalışmada düşmüştür.

Global anlamda yapılan fx alım-satım işlemlerinde 2010-2013 yılları arasında para birimleri arasında önemli değişimler meydana gelmiştir. Alım-satım hacminde Japon Yeni ve Çin Yuan'ının payı artarken Euro'nun payında ciddi düşüşler meydana gelmiştir.

Yuan özellikle Çin ekonomisinin para birimini uluslararası arenada daha da kullanabilirliğini artırma yönündeki çalışmaları az da olsa sonuç vermiş gibi gözükse de, hala ABD Dolarının egemenliğinin altındadır. Dünya Fx işlem hacminde 2010

---

<sup>179</sup> BIS, Triennial Central Bank Survey, Foreign exchangeturnover in April 2013:preliminary global results, <http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>, s.3

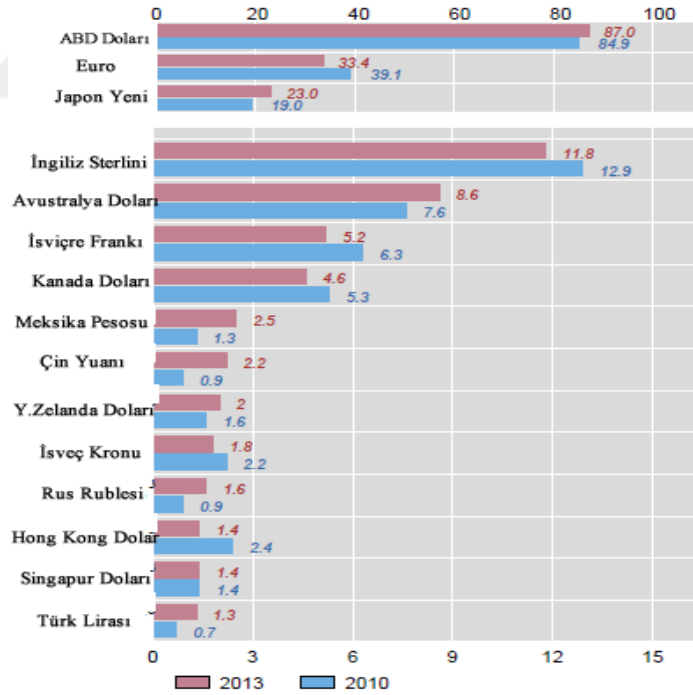
<sup>180</sup> BIS, Triennial Central Bank Survey, Foreign exchangeturnover in April 2013:preliminary global results, <http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>, s.4.

yılında \$34 Trilyon düzeyindeyken 2013 yılında bu rakam \$120 trilyon düzeyine çıkmıştır.<sup>181</sup>

Euro bölgesinde yaşanan krize paralel olarak, Euro'nun uluslararası arenada kullanımını ciddi düşüş göstermiştir. Buna rağmen Euro fx işlem hacimleri bakımından Dolardan sonra ikinci sıradaki yerini korumuştur. Global piyasadan aldığı pay %6 oranında düşerek %33 seviyesine gelmiştir.

Şekil 4.2'den görüldüğü üzere fx işlem hacminde ABD Doları'nın payı diğer para birimlerine nazaran hala ilk sırada olup, en yakın para birimi olan Euro ise rezerv para birimi olma konumundan çok uzaktadır.

Fx işlem hacimleri göz önünde alındığında ABD Dolarının neden rezerv para birimi olarak hala hegemonyasını tartışmasız olarak koruduğunun ve bu durumun kolay kolay değişmeyeceğinin en büyük kanıtıdır.



Şekil 4.2: Döviz İşlem Hacimleri Günlük Net-Net Ortalamaları (%)

**Kaynak:** BIS, <http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>, (11.01.2016)

<sup>181</sup> BIS, Triennial Central Bank Survey, Foreign exchangeturnover in April 2013:preliminary global results, <http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>, s.7

Günümüzde son dönemde yapılan çalışmaların neticesinde BIS'in ulaşılmış olduğu Dolar hegemonyasına benzer sonuçlar İngiltere Merkez Bankası'nın çatısı altında 1973 yılında kurulmuş olan FX JSC<sup>182</sup> tarafından da kanıtlanmıştır.

Londra piyasaları finansal derinlik açısından, global finans merkezleri arasında önemli bir konumda bulunduğundan, İngiltere döviz piyasasında gerçekleşen işlem hacimlerinde hangi para biriminin önemli bir rol oynadığı ve bu işlem hacminde ne kadarlık bir pay aldığı önemli bir hal alacaktır.

**Tablo 4.1:** İngiltere Döviz Piyasası Günlük İşlem Hacmi Döviz Cinsi Bakımından (%)

Para Birimi	Ekim 2014	Nisan 2015
ABD Doları	88.2	88.9
Euro	38.7	39.0
İngiliz Sterling	14.7	15.1
Japon Yeni	19.6	16.2
İsviçre Frankı	6.6	6.1
Kanada Doları	3.7	4.1
Avustralya Doları	7.6	6.7
İsveç Kronu	1.6	1.8
Norveç Kronu	1.6	1.4
Yeni Zelanda Doları	2.4	2.2
Brezilya Reali	0.8	0.7
Çin Yuanı	1.3	1.8
Hindistan Rupisi	0.6	0.6
Güney Kore Wonu	0.6	0.6
Meksika Pesosu	1.3	1.4
Polonya Zloty	0.8	0.9
Rus Rublesi	1.1	0.8
Singapur Doları	1.1	1.6
Türk Lirası	1.7	2.4
Güney Afrika Rand	1.2	1.2
Diğer Para Birimleri	4.7	6.4
<b>Tüm Para Birimleri</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>

**Kaynak:** <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/forex/fxjsc/fxtturnresults150727.pdf>, (11.01.2016)

<sup>182</sup> The London Foreign Exchange Joint Standing Committee

Tablo 4.1'den de görüleceği üzere günlük işlem hacimleri dikkate alınarak yapılan çalışma neticesinde Londra'da Fx işlem hacimlerinde ABD Dolarının hegemonyası BIS tarafından yapılan çalışmalara paralel sonuçlar göstermektedir.

#### 4.1.3 SWIFT Sistemi ve Doların Egemenliği

SWIFT<sup>183</sup> tüm dünyadaki bankalar arasında fon transferi standardı sağlayan bir sistemdir. Bu sistem sayesinde her bir bankaya BIC<sup>184</sup> tanımlama kodu sağlanırken, her bir bankanın diğer banka tarafından işlemlerin akışı için birbirini kolaylıkla tanıyabilme imkanı sunmaktadır.

SWIFT sistemi bankaların ve diğer finans kuruluşlarının kendi aralarında üst düzeyde güvenilir şekilde haberleşmelerini sağlayacak iletişim sistemi kurulurken, bir yandan da, bu sistemde kullanılacak mesajların standardizasyonunu sağlayacak biçimde çalışmaktadır.

1973 yılında Belçika'nın Brüksel kentinde kurulmuş olan yapı üyelerine sağlamış olduğu ileri teknoloji alt yapısıyla hem ticari hem de finansal işlemlerin daha hızlı ve güvenilir bir yapıda işlemlerini sağlamaktadır.<sup>185</sup>

Günümüzde SWIFT sistemini kullanan 10.500 banka, ki ağırlığı ABD ve Euro Bölgesi bankaları oluşturmakta 200'den fazla ülke tarafından kullanılırken yaklaşık 27.5 Milyon ödeme emri gerçekleştirilmiştir.<sup>186</sup>

---

<sup>183</sup> Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

<sup>184</sup> Bank Identifier Codes

<sup>185</sup> Global Research, Russia Precipitates the Abandonment of the SWIFT International Payments System among BRICS Countries, 2015, <http://www.globalresearch.ca/russia-precipitates-the-abandonment-of-the-swift-international-payments-system-among-brics-countries/5480183> (16.01.2016)

<sup>186</sup> Global Research, Russia Precipitates the Abandonment of the SWIFT International Payments System among BRICS Countries, 2015, <http://www.globalresearch.ca/russia-precipitates-the-abandonment-of-the-swift-international-payments-system-among-brics-countries/5480183> (16.01.2016)

SWIFT sistemi içerisinde hangi para birimlerinin hangi oranda kullanıldığı, hem kur savaşları tartışmalarının hem de rezerv para birimi üzerinde yapılan yorumların aydınlatılmasında ışık tutacak verileri bize sağlamaktadır.

SWIFT sistemi düzeninde hem ticari hem de finansal işlemlerin şeffaflık içinde yürütülmesinde, ABD'nin ağırlığı özellikle 11 Eylül saldırılarından sonra giderek artmıştır.

Dönemin Başkanı Bush tarafından, bazı para hareketlerinin takip edilmesinde ilgili kurumlardan bilgiler istenmiş, Belçika'da faaliyet göstermesine rağmen veri bankasının ABD'de olması ABD'yi daha da güçlendirmiştir.

Rezerv para birimi konusundaki tartışmalarda da, bir para biriminin hem ekonomik hem de politik anlamda göstermiş olduğu başarı, o ülkenin parasını her zaman bir adım öne çıkarmıştır, ki buna da en büyük örnek ABD olmuştur.

SWIFT tarafından yapılan çalışma neticesinde uluslararası ticaret işlemlerinde ve finansal olarak para hareketleri yönünde hangi para biriminin bu alanda kullanıldığı yönündeki bulgular tartışmasız en büyük hegemonun, ABD Doları olduğunu göstermektedir.

Şekil 4.3'de görüldüğü üzere; yapılan işlemlerin değeri açısından ABD Doları birinci sırada yer almakla birlikte 2012 yılında para birimi olarak kullanılma oranı % 47.6'dan 2014 yılında % 51.9'a çıkmıştır.<sup>187</sup> Rezerv para statüsü olarak egemenliğini kaybetmek bir yana yaşamış olduğu krize rağmen hegemon rolünü artırarak sürdürmektedir.

---

<sup>187</sup> SWIFT, Worldwide Currency Usage And Trends, 2015, <https://www.swift.com/insights/news/new-research-highlights-currency-usage-and-trends-in-global-payments> (16.01.2016), s.6.



**Şekil 4.3:** Döviz Cinsi olarak SWIFT İşlemlerin Değerleri (%)

**Kaynak:** SWIFT, <https://www.swift.com/insights/news/new-research-highlights-currency-usage-and-trends-in-global-payments> (16.01.2016)

ABD Dolarını ise Euro izlemektedir. 2014 yılı itibariyle % 30.5'lik bir paya sahipken bu oran 2012 yılında % 33 seviyesindeydi.<sup>188</sup> Avrupa bölgesinde yaşanan krizin olumsuz etkileri SWIFT tarafından yapılan çalışmada da gözler önüne serilmektedir.

Son dönemlerde özellikle Euro ile birlikte ABD Dolarına rezerv para birimi olarak rakip gösterilen diğer önemli bir para birimi Çin Yuan'ı ise 2014 yılı itibariyle % 0.5'lik pay almış, ve bu oranla ABD para birimi olan Dolar'ın hayli gerisinde olduğunu kanıtlamıştır.<sup>189</sup>

ABD Dolarının egemenliği aynı zamanda global ticaret alanında ödeme para birimi olarak da diğer para birimlerine karşı üstünlüğünü sürdürmektedir. Bu da rezerv para birimi olarak konumunu daha da sağlamlaştırmaktadır.

ABD Doları bölgelerarası para kullanımında, ki bu ticari işlemlerde kullanılan MT-103 para transferi kodları kapsamında yapılan çalışmada almış olduğu % 79.5'lik

<sup>188</sup> SWIFT, Worldwide Currency Usage And Trends, 2015, <https://www.swift.com/insights/news/new-research-highlights-currency-usage-and-trends-in-global-payments> (16.01.2016), s.7.

<sup>189</sup> SWIFT, Worldwide Currency Usage And Trends, 2015, <https://www.swift.com/insights/news/new-research-highlights-currency-usage-and-trends-in-global-payments> (16.01.2016), s.6.

payla, ilk sırada yer alırken, 2012 4. çeyrek ile 2014 4. çeyrek arasında % 5.9'luk pay ile Euro ikinci sırada yer almıştır.<sup>190</sup>

Bölgelerarası para kullanımlarında Euro'yu İngiliz Sterlini ve Japon Yeni takip etmiştir. Finans merkezi olarak nitelendirilen Londra ise para hareketlerinde kritik bir öneme sahipken para birimi için aynı şeyi söylemek zordur.

Bölgelerarası para hareketlerinde özellikle İngiltere'den ABD'ye olan para kullanım akımlarında % 88.3'lük pay ile ABD Doları yine hegemonyasını sürdürmekteyken, ABD'den İngiltere'ye olan para akımında ise % 61.2'lik payla ABD ilk sıradaki yerini almıştır.

ABD Dolarının hegemon rolü sadece İngiltere yönündeki finansal akımdan değil, aynı zamanda Euro Bölgesi tarafından yapılan para akımları ve ödemelerinde de görülmektedir.

Avrupa'dan ABD'ye yapılan finansal akımlarda ilk sırada kullanılan para birimi % 91.6'lık pay ile ABD Doları olmuştur. Aynı şekilde ABD'den Avrupa'ya yapılan finansal akımlarda da yine ilk sırada % 77.8'lik pay ile ABD Doları yerini almıştır.<sup>191</sup>

#### **4.1.4 Uluslararası Borç Piyasaları ve ABD Doları'nın Payı**

Uluslararası piyasalarda meydana gelen ekonomik krizler ve bu krizlerin gerek reel, gerekse finansal piyasalarındaki olumsuz etkileri sonucunda küresel anlamda faiz oranları uzunca süreler düşük kalmış, bu ortamda da gerek hükümetler gerekse de özel sektör şirketleri düşük faiz ortamlarında hem yeni borçlanma ihraçlarına hem de yeni borçlanma yollarına girişmişlerdir.

---

<sup>190</sup> SWIFT, Worldwide Currency Usage And Trends, 2015, <https://www.swift.com/insights/news/new-research-highlights-currency-usage-and-trends-in-global-payments> (16.01.2016), s.8

<sup>191</sup> SWIFT, Worldwide Currency Usage And Trends, 2015, <https://www.swift.com/insights/news/new-research-highlights-currency-usage-and-trends-in-global-payments> (16.01.2016), s.13.

Özellikle Euro bölgesinde yaşanan ağır sıkıntılar ve negatif faizler Euro'yu fonlama birimi haline getirirken borçlanma araçları piyasasında da önceki dönemlere nazaran düşük faizlerden borçlananlar açısından biraz da olsa çekici hale gelmiştir.

Euro cinsinden uluslararası piyasalarda ihraç olarak aldığı pay 2014 yılında % 20 iken bu oran 2015'in ilk çeyreğinde % 29.2'ye yükselmiştir.<sup>192</sup> Özellikle Yatırım yapılabilir şirketlerin ihraçları, düşük faiz ortamında Euro cinsinden yapılan ihraçların belirli bir miktarda artmasına sebep olmuştur.

Euro'nun bir miktar da olsa ihraçlarda payının artmış olması, ABD Dolarının yerini alması veya ona ciddi bir rakip olarak karşısına çıkması anlamını taşımamakla birlikte, veriler Euro'nun bu durumdan ciddi şekilde düşük olduğunu kanıtlamaktadır.

ABD tarafında başlayan ve dünyanın geri kalanına yansıyan global kriz ortamı Euro tarafına borç piyasalarında olumlu yansırken ABD'nin de bu durumdan yararlandığı kanısına varılabilir.

ABD'nin global krizden çıkmak adına uzun süre faizlerini düşük tutması, döviz piyasalarındaki volatilitenin düşük olması, en doğru para birimi olarak ABD Dolarının dünyanın diğer kesimleri tarafından güvenli liman olarak kabul görülmesi, Dolar cinsinden borçlanmaların artmasına neden olmuştur. Bu durum Euro Bölgesindeki durumla paralellik göstermektedir.

Uluslararası borçlanma piyasalarında rezerv para olma yönünde mücadele eden hem USD, hem de EUR'nun gidişatı açısından bakıldığında tartışmasız ABD Dolarının payı yadsınamaz derecede önemli bir yere sahiptir.

BIS tarafından çeyreklik bazda açıklanan veriler hangi para biriminin bu yolda ilerlediğine yönelik ışık tutmaktadır. Hem toplam borç ihraçları hem de para birimi cinsinden aldıkları yüzdesel pay olarak gidişat hakkında ciddi ipuçları vermektedir.

Uluslararası borçlanma araçlarının toplam miktarı 2012 yılı sonuna göre 2013 yılında yaklaşık 180 Milyar\$ civarında bir artış göstererek, 12.6 trilyon\$ seviyesine

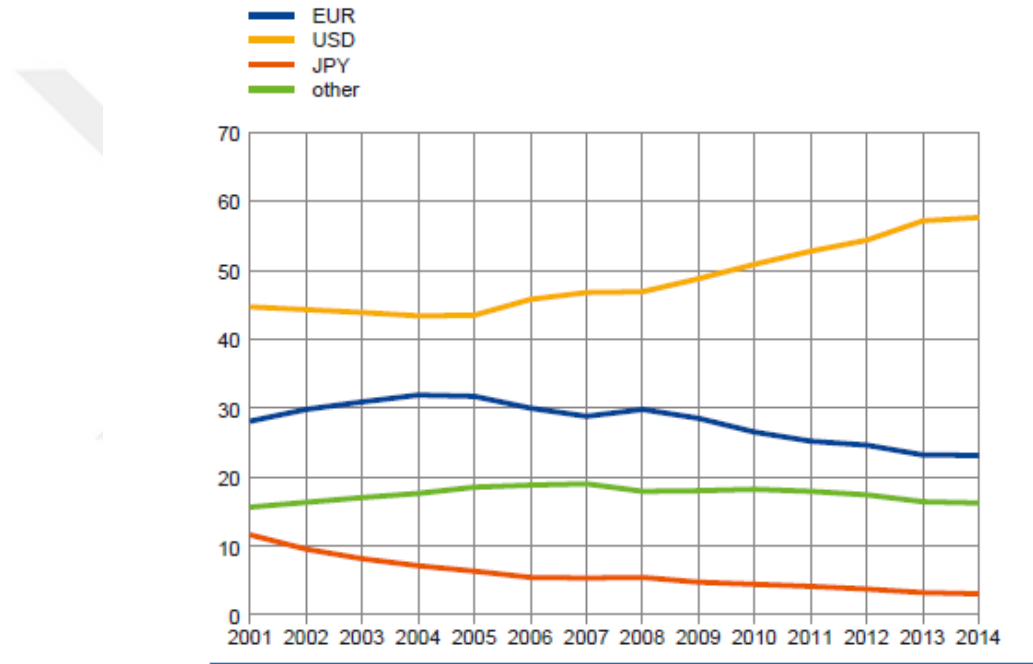
---

<sup>192</sup> European Central Bank, "The International Role of The Euro", 2015, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201507.en.pdf> (23.01.2016) s.24.



gelmiştir. Euro cinsi ihraç edilen borç ise 180 Milyar \$ düşüş göstererek, 3 trilyon \$ seviyesine gelmiştir. Bu da % 23.4'lük bir paya tekabül etmektedir. Burada Euro'nun toplam yüzdesel olarak düşüşündeki en büyük pay, Euro'nun cari değerindeki düşüşten kaynaklanmıştır.<sup>193</sup>

Şekil 4.4'den de görüleceği üzere toplam borçlanma araçlarının ABD Doları cinsinden ihracı bu para biriminin egemenliğinin diğer bir ispatı konumundadır.



Şekil 4.4: Uluslararası Borçlanma miktarlarının Döviz Cinsinden Dağılımı (%)

**Kaynak:** BIS, ECB calc. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201507.en.pdf> (31.01.2016)

Euro'nun uluslararası borçlanma piyasalarındaki payı ABD Doları ile karşılaştırıldığında rezerv para birimi olma yolunda ABD Dolarına rakip bir pozisyonda bulunduğu söylenemez ki, BIS tarafından açıklanan verilerde Yuan'ın sözü bile geçmemektedir.

<sup>193</sup>BIS, "International Banking and Financial Developments", [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1512.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1512.pdf), s.22. (31.01.2016)

2008 global krizinden sonra özellikle gelişmiş ülkeler tarafından Euro cinsi borç ihraçları hızla artarken, gelişmekte olan ülkelerde bu oran % 8'in altında kalmıştır.<sup>194</sup> Özellikle Euro cinsi borç ihraçlarında ABD'nin içinden yapılan borçlanmalar dikkat çekicidir.

2015 yılı ilk çeyreğinde ABD içindeki borçlanma yoluna gidenler yaklaşık 26 Milyar \$ düzeyinde Euro cinsi borçlanma yoluna gitmişlerdir. 2014 yılında bu rakamın toplamı 28 Milyar \$ olarak düşünüldüğünde, hiç de küçümsenmeyecek bir rakamdır.<sup>195</sup>

Euro'nun gelişmekte olan ülkeler tarafından borçlanma ihraçlarında kullanılmasının arkasında yatan en önemli faktör, düşük faiz ortamlarında faiz oranları arasındaki farklarda radikal değişikliklerin beklenmediği bir ortamda (funding-currency) Fonlama para birimi olarak kullanılmasından geçmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler açısından konuya bakıldığında özellikle karşı karşıya kaldıkları krizler dolayısıyla, güvenli liman olarak hem döviz rezervlerinin dağılımında hem de borçlanma yoluna gittiklerinde rezerv para birimi olarak Doları tercih ettikleri bir gerçektir.

Gelişmekte olan ülkelerde hem hükümetler hem şirketler hem de bankalar geçen yıllarda rekor sayılabilecek düzeylerde yabancı para cinsinden borçlanma ihraçlarına gitmişlerdir.

Şekil 4.5'de görüleceği üzere, 2014 yılında yabancı para cinsinden yeni borç ihraçları 494 Milyar \$ düzeyinde gerçekleşmiştir. 2011 yılında meydana gelen ihraçtan iki katından daha fazlalık bir paya sahiptir.<sup>196</sup>

2015 yılında da bu trend özellikle gelişmiş ülkelerin uygulamış olduğu düşük faiz politikası neticesinde yüksek getiri hedefleyen ülkeleri cezbetmek ve yabancı sermayeyi ülkeye çekebilmek adına hızlanarak devam etmiştir.

---

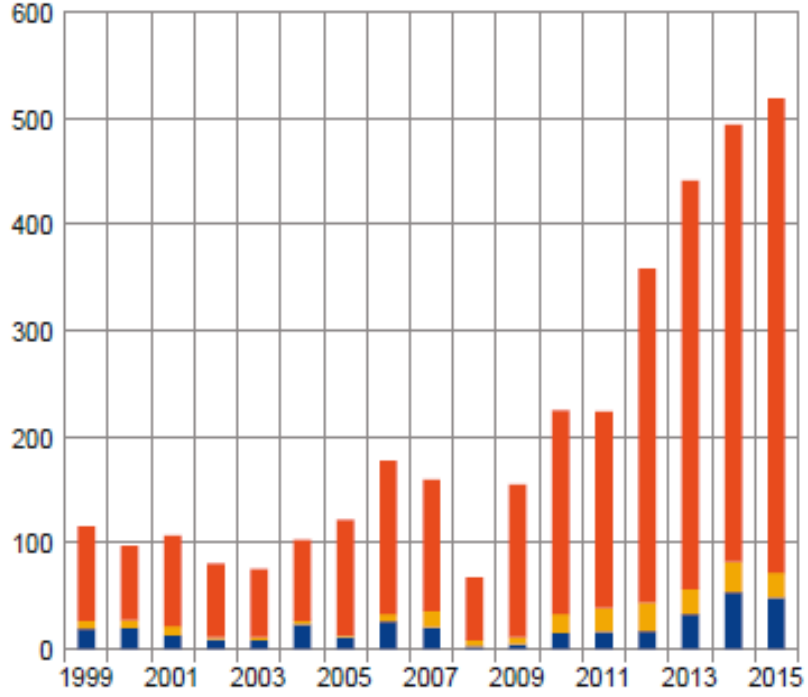
<sup>194</sup> European Central Bank, "The International Role of The Euro", 2015, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201507.en.pdf> (23.01.2016) s.25.

<sup>195</sup> BIS, Global Dollar Credit, 2015, <http://www.bis.org/publ/work483.pdf>, (31.01.2016), s.7.

<sup>196</sup> European Central Bank, "The International Role of The Euro", 2015, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201507.en.pdf> (23.01.2016) s.26.

Milyar \$ (Cari döviz fiyatlarıyla)

EUR  
other  
USD



Şekil 4.5: Gelişmekte olan Ülkeler Tarafından Yabancı Para Cinsinden Borçlanma

Kaynak: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201507.en.pdf> 31.01.2016

Global anlamda gerek faizlerin uzunca süre düşüklüğü, gerekse de yabancıların güvenli liman olarak tercihleri, ya da yüksek getirili alanlara yönelme arzuları, şüphesiz Doları diğer para birimlerine göre yeniden bir adım öne çıkarmıştır.

Rezerv para birimi olarak dominant rolünden hiçbir şey kaybetmeyen ABD Doları, uluslararası borçlanma piyasalarında da bu rolünü artırarak sürdürmektedir. ABD'nin en yakın rakibi konumundaki Euro ise mevcut durumu itibariyle kendi durumunu sürdürmesi bir başarı olarak görülmelidir.

#### 4.1.5 Uluslararası Ticari İşlemlerde Petrol Örneğiyle Dolar

David Harvey'in dediği gibi Ortadoğu'yu kim kontrol ederse dünya petrol musluğunu kontrol eder ki, kim dünya petrol musluğunu kontrol ederse, yakın gelecekte dünya ekonomisini kontrol eder.<sup>197</sup>

ABD'nin dış politikasında petrol zengini Ortadoğu ülkeleri her zaman anahtar bir rol üstlenmişlerdir. Çünkü Ortadoğu petrol alanları Dünya rezervlerinin yaklaşık % 65'ini karşılarken, günlük üretiminde % 30'unu karşılamaktadırlar. Bu konumundan ötürü, Ortadoğu Dünya petrol endüstrisini kolaylıkla şekillendirebilmektedir.<sup>198</sup>

Ortadoğu'nun bu yapısı her zaman ABD'nin dikkatini çekmiştir. Özellikle II. Dünya savaşı sonrası ucuz olarak ABD petrolünün yerine ikame edilmiştir. Ortadoğu petrolü ABD'nin toplam petrol ithalatının % 22'sini karşılamaktadır.<sup>199</sup>

1971 yılı sonrası ABD ekonomisi uzunca bir süre istikrarsız bir döneme girmiştir. Bu süreç içerisinde bir takım resesyonlardan geçmiştir. Breton Woods döneminde altına bağlanan para, yitiren itibarını bu sefer başka bir emtia yoluyla geri almaya çalışmış ve Petro-Dolar sistemi Ortadoğu'nun kaynakları yoluyla hem ekonomik hem de politik anlamda ABD ve para birimi için yeni bir yol olmuştur.

Petro-Dolar sistemi pazarda petrolün sadece Dolar ile alınıp satılması sonucu doğmuştur. ABD ve Suudi Arabistan yönetimlerinin hem ekonomik hem de politik girişimleri sonucu Suudi Arabistan 1973 yılında petrol satışlarında sadece Dolar kabul etmeye başlamıştır.<sup>200</sup>

Petro-Dolar sistemi ana konumu itibariyle Suudi Arabistan petrolünün Dolar ile satılması ve buradan gelen gelirlerin Amerikan varlıklarına yatırılmasıydı. ABD çift yönlü gelir sağlarken, ABD'nin IMF gibi kurumları petrol ihraç eden ülkelere borç yoluyla bu paraları geri veriyordu.

---

<sup>197</sup> David Harvey, "The New Imperialism", 2.Basım, İngiltere, Oxford University Press, 2005, s.19

<sup>198</sup> Michael Renner, Oil and Blood, World Watch Magazine, <http://www.worldwatch.org/node/528>, (20.08.2016)

<sup>199</sup> Energy Information Administration Annual Energy Review, 2006

<sup>200</sup> B.Gokay, Two Pillars of US Global Hegemony, <http://eprints.keele.ac.uk/1086/1/MCI%2BTwo%20pillars%20of%20US%20global%20hegemony.Gokay.pdf>, s.10, (20.08.2016)

Henry Kissinger'ın yoğun girişimleri sonucunda, 1974 yılından resmileşen bu antlaşma 1975 yılında tüm OPEC üyeleri için geçerli olmuştur. ABD hem ekonomik hem de politik anlamda bu sistemle Dünya'yı kontrol altında tutmaktaydı. Enerji ihtiyacını karşılayabilmek adına ülkeler mutlaka Dolar bulundurmaya zorunda kalmaktaydı.

Petrol sadece bir emtia ve alım-satım unsuru değil, aynı zamanda sanayi hammaddesi olarak da modern ekonomiler için olmazsa olmaz bir unsurdur. Eğer petrole sahip değilsen, bu emtiayı almak zorundaydın bunu da ABD Doları ile gerçekleştirmek zaruridir. Bu da Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra ABD'nin devreye aldığı ve Bretton Woods sistemini aratmayacak bu düzende Doların rezerv para konumu iyice pekişmiştir.

ABD bu gücü sayesinde, dilediği gibi para basarak, petrol ithalatını maliyetsiz bir şekilde karşılar, diğer ülkelerin Dolar biriktirme zorunluluğu sayesinde çift yönlü bir kazanım sağlamıştır.

Gramsci'nin hegemonya teorisinde belirttiği gibi, bir ekonomik sistemde temel bir sınıfın diğer müttefik sınıfları da yanına alarak mücadele pratiği içinde ulaşılan ve nihai olarak da sistemin bir bütün olarak yeniden üretimini olanaklı hale getirmesi gibi bu sistem de ABD Hegemonyasını pekiştirmiştir.<sup>201</sup>

Uluslararası ticari işlemlerin faturalandırılmasında kullanılacak para birimine ilişkin tartışmalar 1970'li yıllara kadar uzanmaktadır. Euro- Dolar piyasalarının yavaş yavaş ortaya çıkmaya başladığı sermaye hareketlerinin hızlandığı bu dönem, Bretton Woods dönemine denk gelmektedir.

Özellikle 1970'li yıllarda Avrupa'da Doların uluslararası ticarete ve finans alanında egemenliğini kaybettiği bir gerçektir. İngiliz Pound'u, Fransız Frank'ı ve Alman Markı'nın uluslararası ticarete ve işlemlerin faturalandırılmasında büyük oranda

---

<sup>201</sup> Lorenzo Fuzaro, "Gramsci's Concept of Hegemony at The National and International Level, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.466.7599&rep=rep1&type=pdf>, Ağustos 2010,

Doların emtia fiyatlandırılmasında kullanılmaya başlandığı döneme denk gelmektedir.<sup>202</sup>

1973 yılında Grassman tarafından yapılan çalışmada İsveç'in yaptığı ticari işlemlerde ihracat işlemlerinin özellikle yerel para cinsinden yapıldığı, çünkü yerel üreticilerin ticari işlemlerde daha çok pazarlık payına sahip olduğu, sonucuna varılmıştır.<sup>203</sup>

Paul Krugman tarafından yapılan 1984 yılındaki çalışmasıyla, Grassman'ın tezini çürüterek ithalat işlemlerinde daha çok ticari ortaklarının kullandığı para biriminin kullanıldığı tezi ön plana çıkmıştır.<sup>204</sup>

1973 yılında Bretton Woods sisteminin yıkılması sonucunda ortaya çıkan belirsizlik döviz kurlarında meydana gelen aşırı oynaklık ve endişe uluslararası ticari işlemlerin faturalandırılmasında, hangi para biriminin kullanılması gerektiği konusundaki ayrılıkları daha da artırmıştır.

1979 yılında Mc Kinnon tarafından yapılan çalışma neticesinde, ihracatçı ve ithalatçının pazarlık gücünden ziyade ticari işlemlerin faturalandırılmasında, o para biriminin volatilitésinin daha önemli bir konu olduğu gerçeği ön plana çıkartılmıştır.<sup>205</sup>

2001 yılında Rey ise, bir döviz kuru ne kadar çok diğerleri tarafından kullanılıyor ve likit ise, ticari işlemlerin faturalandırılmasında o para biriminin kullanılması gerektiğini savunmuştur.<sup>206</sup>

Bachetta ve Van Wincoop ticari işlemlerin hacimleri ve finansal açıklığa sahip olan ülke para biriminin ticari işlemlerde kullanılmasının daha avantajlı olduğunu öne sürmüştür.

---

<sup>202</sup> Hiro Ito and Menzie Chinn, "The Rise of the "Redback" and China's Capital Account Liberalization: An Empirical Analysis on the Determinants of Invoicing Currencies", 2014, [http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/Chinn-Ito\\_RMB.pdf](http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/Chinn-Ito_RMB.pdf), s.7.

<sup>203</sup> Grassman, S. 1973. "A Fundamental Symmetry in International Payments Patterns," Journal of International Economics, May, 3(2), pp. 105-16.

<sup>204</sup> Paul Krugman, "The International Role of The Dollar", University of Chicago Press, 1984, <http://www.nber.org/chapters/c6838.pdf>, s.5

<sup>205</sup> McKinnon, R. 1979. Money in international exchange. New York: Oxford University Press

<sup>206</sup> Rey, H el ene. 2001. International Trade and Currency Exchange Source, The Review of Economic Studies 68 (No. 2): 443-464.

Özellikle ABD Doları'nın uluslararası ticari işlemlerde dominant para birimi olması, Dolar ihracında düşük maliyetlere sahip olması, gerektiği gibi likidite sağlayabilmesi özelliği, derin finansal piyasalara sahip olması, diğer tüm ülkeler tarafından ilk sırada tercih edilmektedir.

Uluslararası literatürde ticari işlemlerin hangi para birimi cinsinden faturalandırıldığı olgusu, yetersiz data birikimi yüzünden detaylı incelenemediğinden çalışmaların genellikle homojen mallar üzerinden incelemesi yapılmaktadır.

Özellikle global petrol piyasalarında ABD Dolarının hegemonyası tartışılmaz boyutlardadır. Batı Teksas, Brent ve Dubai Ham petrolü Dolar cinsinden tanımlanmaktadır.

Tüm petrol piyasalarından benchmark olarak ABD Doları kullanılmakla birlikte, NYMEX Dünya'nın en büyük future petrol piyasalarına da gösterge fiyatlar sağlamaktadır.

Petrol piyasalarında, ister spot ister future piyasalar olsun, ihraç eden ülkenin ve alan ülkeden bağımsız bir şekilde hesap birimi olarak ABD Doları ana para birimi olarak kullanılmaktadır.

Dolar'ın hesap birimi olma özelliği özellikle petrol işlemlerinin fiyatlandırılmasında ve faturalandırılmasında ABD'ye ciddi ayrıcalıklar sağlamaktadır. 1950'li yılların başından itibaren Orta Doğu'dan almış olduğu en büyük global petrol üreticisi ünvanı bunun başında gelmektedir.<sup>207</sup>

Petrol fiyatlarının en büyük diğer özelliği ise, homojen bir ürün olmasından dolayı tek bir para birimi yönünden fiyatlandırılmasının karşılaştırılmasında kullanılmasında büyük kolaylık sağlıyor olmasından kaynaklanmaktadır.<sup>208</sup>

---

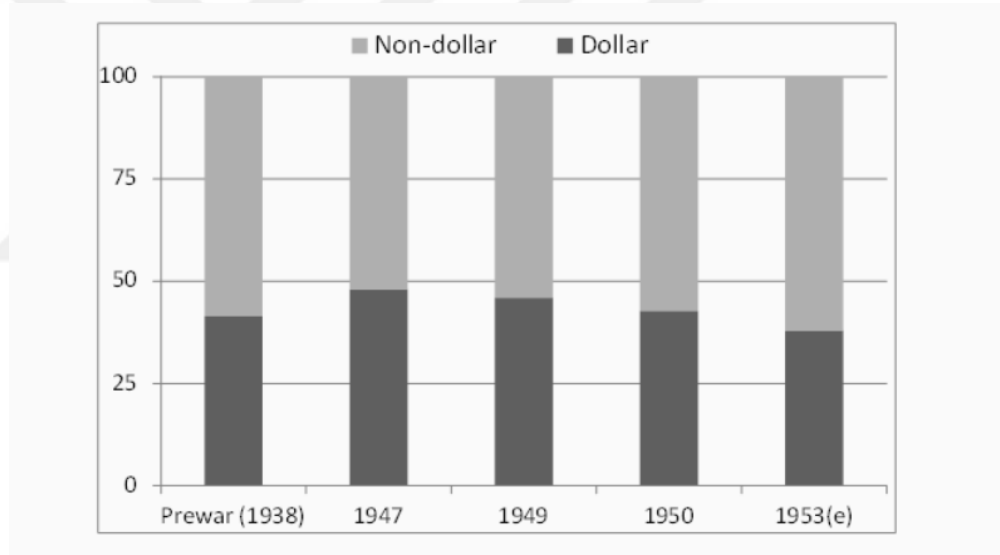
<sup>207</sup> Livia Chițu, Barry Eichengreen, Arnaud Mehl, "One or multiple international currencies? Evidence from the history of the oil market" VOX, 2014, <http://www.voxeu.org/article/there-room-more-one-international-currency>, 07.02.2016.

<sup>208</sup> McKinnon, R (1979), *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*, Oxford University Press, Oxford.

Petrol fiyatlarının uluslararası ticari işlemlerde homojen olması ve Dolar hakimiyetinin yeniden sorgulanması 2014 yılında Einchengreen, Chitu ve Mehl tarafından yapılan bir çalışma neticesinde yeniden sorgulanmaya başlanmıştır.<sup>209</sup>

Çalışmayı yapan kişilerin yapmış olduğu tespitler dominant olan para biriminin network ağı yoluyla daha önceleri tek başına hegemon olmasının gerçekten de tek güçlü sebep olarak gösterilemeyeceği, Doların dışında diğer para birimlerinin de, önemli rol oynadığını fakat ABD Dolarının hala tek başına II. Dünya savaşı öncesi ve sonrasında üstünlüğünü koruduğu sonucuna varmışlardır.

Şekil-4.6’da görüleceğe üzere II. Dünya savaşı ve sonrasında Avrupa ülkelerinin Dolar cinsinden ithalatları önemli bir yer tutmaktadır.



Şekil 4.6: Avrupa Ülkelerinin Para Cinsinden Petrol İthalatı

Kaynak: <http://www.voxeu.org/article/there-room-more-one-international-currency>, (07.02.2016)

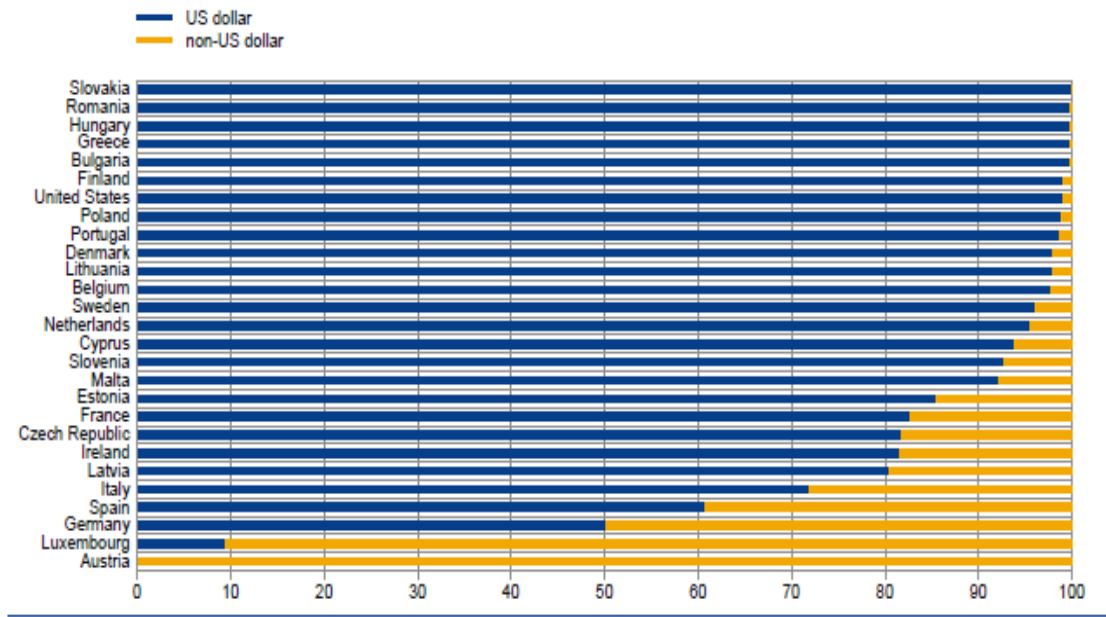
Einchengreen, Chitu ve Mehl tarafından yapılan çalışma neticesinde, 16 Avrupa ülkesinin Marshall Planı yılları arasından yapmış olduğu Petrol İthalatında ABD Doları'nın önemli bir paya sahip olduğu kanıtlanmıştır.

<sup>209</sup> Livia Chițu, Barry Eichengreen, Arnaud Mehl, “One or multiple international currencies? Evidence from the history of the oil market” VOX, 2014, <http://www.voxeu.org/article/there-room-more-one-international-currency>, 07.02.2016



ABD Doları'nın uluslararası ticari işlemlerdeki payını daha iyi anlayabilmek adına seçilmiş olan Petrol metası, II. Dünya savaşı sonrasında halen ABD Doları'nın hegemonyasını koruduğunu bize göstermiştir.

Şekil 4.7'den görüleceği üzere Avrupa Birliği tarafından yapılan son dönemdeki çalışmalarda da ABD Doları'nın dominant rolü kanıtlanmıştır. 2012 yılında yapılan çalışmada Avrupa Birliği ülkelerinin petrol ithalatında %75'den fazla bir oranda ABD Doları'nın baz para olarak tercih edildiği ispatlanmıştır.<sup>210</sup>



Şekil 4.7: Avrupa Ülkelerinin Para Cinsinden Petrol İthalatı 2012 Yılı %

**Kaynak:** EUROSTAT, (07.02.2016)

ABD Doları uluslararası petrol piyasalarında tek başına faturalandırmada lider konumda olsa da, özellikle 2014 yılında Ukrayna kriziyle Rusya'ya uygulanan yaptırımlar sonucunda, Rusya'nın petrol ve doğalgaz işlemlerinde para birimini Dolardan Euro ve Yuan kaydıracağını açıklaması bile ABD'nin hegemon rolünü etkileyememiştir.

<sup>210</sup> European Central Bank, "The International Role of The Euro", 2015, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201507.en.pdf> (07.02.2016) s.32.

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### 5.1 REZERV PARA BİRİMİ ÇEKİŞMESİ

#### 5.1.1 Çin Yuan'ının Uluslararası Piyasalardaki Yükselişi

Uluslararası finansal piyasalardaki son birkaç yılda meydana gelen dünya genelindeki gelişmeler ABD'nin rezerv para ve finansal arenadaki lider konumunun korunması yönünde karşısına birtakım ciddi rakiplerin çıkmasına neden olmuştur.

ABD'ye kıyasla daha önceleri rekabet edemeyecek derecedeki ülkeler Hong Kong ve Singapur gibi finansal merkezler ABD ile rekabet edebilecek düzeylere yaklaşmışlardır.

Her ne kadar uluslararası piyasaların gelişmesi, elektronik ortamda işlemlerin hızlanması, türev ürünlerin global anlamda yayılması, dünyayı homojenleştirirse de, asıl tüm herkesi meşgul eden soru ABD Dolarına rakip olabilecek bir para biriminin olup olmadığı veya hangi ülke para birimlerinin buna yakın olduğu sorusudur.

Çin ekonomisi gerek büyüklük olarak gerekse de dinamizm anlamında global ekonomide, ABD Dolarına rakip olarak gösterildiği herkes tarafından kabul edilen önemli bir gerçektir.

Çin şu anda dünyanın en büyük ikinci ekonomisi konumundadır ve dünya ekonomisine büyüme anlamında katkı sağlayan ayrıcalıklı bir yerdedir. Finans çevreleri tarafından da ABD'nin sahip olduğu bu ayrıcalıklı konumunu bitirebilecek en büyük adaylar arasında gösterilmektedir.

Son dönemde yapılan çalışmalar neticesinde özellikle, diğer ülkeler tarafından rezerv olarak tutulma, sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi, ödeme işlemlerinde çok tercih edilmeyen bir para birimi olması, Çin'in ekonomik büyüklük ve başarılı büyüme performansına rağmen Yuan'ın rezerv para birimi olma yolunda dünya tarafından kabul edilebilirliğini sağlamada yetersiz kalmaktadır.

Çin para birimi olan Yuan uluslararası arenada kabul edilebilirliği söz konusu olduğunda özellikle karşımıza çıkan en büyük engeller Çin'in esnek bir döviz kuruna sahip olmaması ve açık bir sermaye piyasalarına sahip olmadığı gerçeğidir.

Çin'in para birimini uluslararası piyasalarda rezerv para birimi yapması hususunda ciddi engellerin olduğu bir gerçek olmakla birlikte, Hükümetin uluslararası piyasalarda para birimini yaygınlaştırması yönünde ciddi ve önemli adımlar attığı gerçeği de yadsınamaz düzeydedir.

Uluslararası literatür incelendiğinde sonuç olarak bir para biriminin rezerv para statüsüne kavuşabilmesi adına sermaye piyasalarının serbest bir yapıda olabilmesi, para biriminin uluslararası alanda herkes tarafından kullanılabilmesi ve esnek döviz kuru uygulamaları ana kriterler yanında destekleyici faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.<sup>211</sup>

Çin ekonomisi incelendiğinde serbest sermaye hareketlerine yönelik ciddi engellemelerin mevcut sistemde hala yabancı yatırımcı gözünde önemli bir engel olarak görüldüğü açıktır. Her ne kadar Hükümet tarafından hem sermaye girişi hem de çıkışlarında önemli ölçüde bu sınırlamalar azaltılmış olsa da, Yuan'ın uluslararası arenada kabul edilebilmesinin önemli engelleri arasındadır.

Çin Hükümeti son zamanlarda kendi adlarına devrim niteliğinde sayılacak bir adım atarak, seçilmiş bazı yabancı yatırımcılara lisans vererek Çin hisse senetlerine ve bono piyasalarına daha fazla yatırım yapabilmelerinin önünü açmıştır. Bu program QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) olarak adlandırılmaktadır.<sup>212</sup>

Sermaye hareketleri sınırlandırılmalarından ziyade o ülkenin ne kadar uluslararası ekonomide serbest bir politika izlediğinin önemli göstergelerinden birisi de ekonomik olarak finansal açıklık göstergeleridir.

---

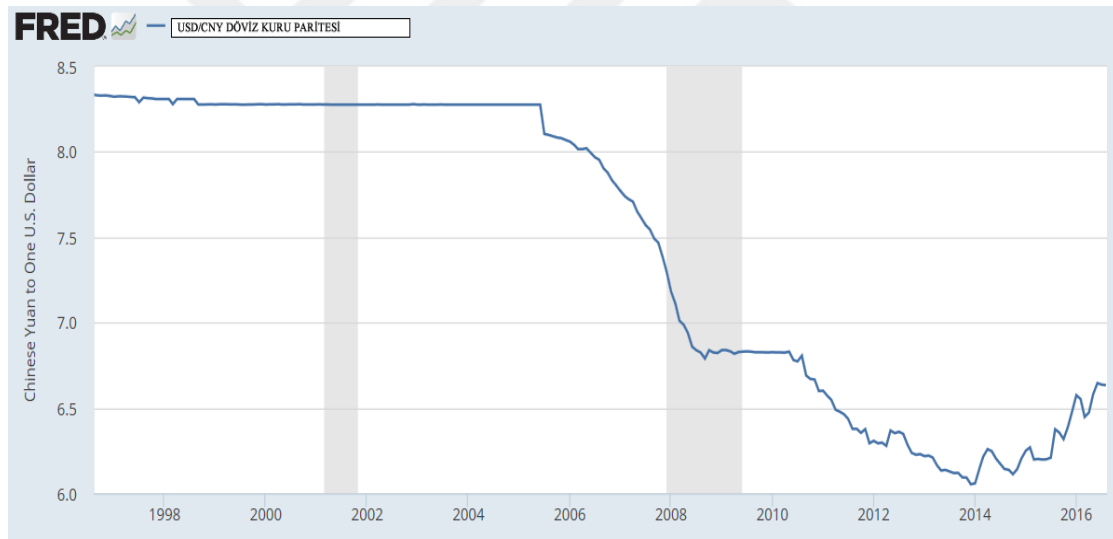
<sup>211</sup> Prasad, s.231.

<sup>212</sup> PWC, Qualified Foreign Institutional Investors Brouchure, 2012, <https://www.pwc.de/de/kapitalmarktorientierte-unternehmen/assets/fuer-qualified-foreign-institutional-investors-oeffnet-sich-die-tuer-zu-chinas-kapitalmarkt-allmaehlich.pdf>, (20.02.2016) s.6.

Finansal açıklık göstergesi yönünde en popüler çalışmayı Chinn-Ito endeksi olarak takip edilmekte ve istatistiksel yöntemlerle bir ülkenin ne kadar finansal piyasalarda açık olup olmadığını gözler önüne sermektedir.

Chinn-Ito endeksi 2.42 (en açık ülke) ile -1.88 (en kapalı ülke) arasında değer almakla birlikte, Rezerv para özelliğine sahip ülkeler 2.42 gibi bir değer ile ön plana çıkarken; Çin'de bu oran -1.18 olup, sermaye hareketlerine ne kadar sınırlama getirdiği ve rezerv para birimi olarak hedefinden ciddi şekilde uzak olduğunun göstergesidir.<sup>213</sup>

Şekil 5.1'de belirtildiği gibi Yuan döviz kuru 1997 yılından 2005 yılına kadar Dolara çıpalanmış bir şekilde işlem görmüştür. 2005 yılından itibaren ise kademeli olarak Dolara karşı değer kazanmasına izin verilmiştir.



Şekil 5.1: USD/CNY Döviz Kuru Paritesi (1997-2016)

Kaynak: <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXCHUS> (21.08.2016)

<sup>213</sup> Hiro Ito-Menzie Chinn, Chinn-Ito Financial Openness Index, 2014, [http://web.pdx.edu/~ito/Readme\\_kaopen2012.pdf](http://web.pdx.edu/~ito/Readme_kaopen2012.pdf), (20.02.2016), s.9.

Global finans krizinin başlamasıyla birlikte 2008 Haziran ayında Dolara ıpalanma politikası yeniden oluşturulmuş, bu süreç piyasaların rahatlamasına imkan veren Haziran 2010 yılına kadar devam etmiştir.

Yuan'ın rezerv para birimi olması yönünde birtakım adımlar atılmış olsa da hala bu hedefinden uzak gözükmetedir, özellikle gün içerisinde belirli bantlar dahilinde işlem görmesi ki, piyasalarda Dolara karşı hala belirli standartlarda yönetilmektedir. Yuan'ı yatırımcıların gözünde ciddi sorunlarla karşı karşıya bırakmaktadır.

Çin Hükümeti ülke içine para girişini sınırladığından ötürü ve buna aynı zamanda sermaye kontrolleri de eşlik ettiğinden bu yolla döviz kuru kontrol altında tutulmaya çalışılmaktadır.

Yuan, hem yurtiçi (onshore) hem de yurtdışı (offshore) piyasalarda alım-satımı yapılan bir para birimi olmakla birlikte iki piyasada da farklı sembollerle ifade edilmektedir. CNY (onshore) olarak ifade edilirken CNH (offshore) olarak tanımlanmaktadır.<sup>214</sup>

Yurtiçi piyasada alım-satımı yapılan Yuan para birimi, Çin Merkez Bankası tarafından yönetilirken özellikle İthalatçı Çin firmaları yurtdışı piyasadan daha etkili buldukları bu piyasadan işlem yapmaktadırlar.

Yurtdışı (offshore) piyasasında alım-satım işlemleri Hong-Kong bankalar arasında genellikle gerçekleşirken, Çin Merkez Bankası ve hükümetin sermaye sınırlamalarına maruz kalmamaktadır. Her iki piyasadaki kurlar genellikle çok farklı olmamakla birlikte son zamanlarda bu korelasyon bozulmuştur.

Hem CNY hem de CHN piyasaları belirli sınırlamalarla karşılaşmaktadır. İki piyasanın da birbirine entegrasyonu çok uzak görünmekle birlikte rezerv para birimi olma yolunda yabancı yatırımcılar açısından en önemli risk faktörü olarak görülmektedir.

---

<sup>214</sup> Mizuho Bank, Economic Research, <http://www.mizuhobank.com/service/global/cndb/rmb/pdf/double.pdf> ,(21.08.2016)

Çin Hükümeti Yuan'ın uluslararası arenada daha fazla tanınmasını sağlamak yönünde önemli adımlar atmaya başlamış bunu da elindeki kontrolü kaybetmeden yapmaya çalışmıştır.

Çin para birimini uluslararası arenaya taşımak için ilk yol olarak kendisine Hong-Kong piyasalarını seçmiş burada yaşayan hanehalklarına Yuan cinsinden hesap açmaları 2004 yılında hayata geçirilmiştir.<sup>215</sup>

Çin'in artan ticaret hacimleri Yuan'ın uluslararası finansal piyasalarda kullanılabilirliği konusunda ülkeye ciddi cesaret vermiş 2012 yılında ticari anlaşma olarak Yuan cinsinden ifade edilen tutar yaklaşık \$ 465 Milyar Dolara ulaşmıştır.<sup>216</sup>

Çin Hükümeti'nin uzun süren gayretleri sonucunda Yuan IMF tarafından Özel çekme hakları (SDR) sepetine eklenmiş ve uluslararası arenada ABD Dolarına karşı önümüzdeki dönemde rakip bir para birimi olarak gücünü artıracığı kanısını daha da güçlendirmiştir.

SDR'ye alınma ölçütleri açısından IMF tarafından iki temel kriter olmakla birlikte; bunlardan "ilki ana ticaret ülkesi" olarak nitelendirilmektedir. Sepetin revizyon tarihinden 12 ay önce biten son 5 yıllık dönemde hizmet ve mal ihracatının büyüklüğüne bakılmaktadır. İkinci kriter ise 2000 yılında yürürlüğe koyulan "kullanım kolaylığı" ilkesidir.<sup>217</sup>

Yuan en son 2010 yılında ilk kriteri geçmiş fakat kullanım kolaylığı ilkesinden dolayı bunu başaramamıştı. Geçen süre zarfında her ne kadar tam anlamıyla bu kriteri sağlamamış olsa da küresel finansal sisteme daha fazla entegre olmuş, Çin'li otoritelerin son yıllarda parasal ve finansal alanlarda gerçekleştirilen reformlar sayesinde 1 Ocak 2016 tarihinden itibaren SDR sepetine girmeyi başarabilmiştir.

---

<sup>215</sup> Vanessa Rossi- William Jackson," Hong Kong's Role in Building the Offshore Renminbi Market", Chatham House, 2011,

[https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/0811pp\\_rossijackson.pdf](https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/0811pp_rossijackson.pdf), s.2.

<sup>216</sup> Prasad, S.238.

<sup>217</sup> IMF, Review of the Special Drawing Right (SDR) Currency Basket, <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/sdrCb.pdf>, s.1.

Böylece IMF'nin para sepetinde Dolar, Euro, Sterlin ve Yen'in ardından beşinci para birimi olarak yerini almıştır. % 41.73 Dolar, % 30.93 Euro, % 8.33 Yen, % 8.09 Sterlinin oluşturduğu sepette Yuan'ın ağırlığı % 10.92 olmuştur.<sup>218</sup>

Çin'in rezerv para birimi olması yönünde yapılan reformlar ve uluslararası piyasalarda kullanılabilirliğinin artması ve son dönemde SDR sepetine dahil edilmesi ABD Dolarını en çok zorlayacak para biriminin başında Çin Yuan'ının gelmesinin makul olabileceği düşüncesini daha da perçinlemektedir.

Son dönemlerde Çin her ne kadar önemli adımlar atmış olsa da ki bunlardan en önemlileri sermaye hesabını daha açık hale getirerek para birimini uluslararası finansal piyasalarda kullanılabilirliğini artırması olmuştur, ki bu adımlar rezerv para birimi olma yolunda hala ABD Dolarının gerisinde kalmasına çare olamamıştır.

Çin ekonomisi son yıllarda nüfus dinamiği ve büyüleyici büyüme rakamları sayesinde uluslararası finansal piyasalardaki yerini sağlamlaştırırken rezerv para birimi olma yönünde bu kriterlerin haricinde gelişmiş finansal piyasaların olmayışı, güvenilir kamu kurumlarının işleyişini sağlayamaması gibi faktörler rezerv para birimi olma yönünde en büyük engel olarak gözükmektedir.

Çin finansal piyasalarına genişlik, derinlik ve likidite açısından bakıldığında, Yuan'ın ABD Dolarına kıyasla tamamlaması ve uygulaması gereken birçok reformun da varlığına işaret etmektedir.

Çin'in son dönemlerdeki başarılı büyümesi ve hükümetin Yuan'ı dünya genelinde yaygınlaştırma yönünde yapmış olduğu reformlar para biriminin rezerv para birimi olma yönünde önemli adımlar olmakla beraber, Çin'in hala yapması gereken son derece önemli adımlar bulunmaktadır.

Çin'in finansal sistemi hala bankalar tarafından desteklenmektedir. Aynı zamanda Hükümet doğrudan bankacılık sisteminin çoğunu kontrol etmektedir.<sup>219</sup>

---

<sup>218</sup> IMF, Review of the Special Drawing Right (SDR) Currency Basket, <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/sdrcb.pdf>, s.2.

<sup>219</sup> Douglas J. Elliott and Kai Yan, "The Chinese Financial System", 2013, Brookings Enstitute, <http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2013/07/01-chinese-financial-system-elliott-yan/chinese-financial-system-elliott-yan.pdf>, (23.03.2016)

Kontroller bankacılık kesimi dışındaki finans koşullarına ağır yaptırımlar uygularken bankacılık sisteminin ayrıcalıklı konumu sayesinde karlar da bu sektörde toplanmaktadır.

Çin aynı zamanda 2005 yılında hisse senetleri piyasasında da ciddi reformlar yapmış olup, Çinli şirketlerin daha önceden alınıp satılmayan hisse senetleri kolaylıkla ve serbestçe alım-satımı yapılabilir bir konuma getirilmiştir.<sup>220</sup>

Yapılan reformlar sonucu şirketlerin piyasa değerleri ve iş hacimleri aşırı şekilde artmıştır. Çoğu gelişmiş ülke ekonomisinin önüne Çin ve para birimi Yuan geçmiştir. Özellikle diğer önemli bir bulgu ise borçlanma piyasalarında şirketler tarafından Yuan'a dayalı borçlanma araçları çıkarılmış olmakla birlikte, yerli ve yabancılar tarafından bu araçlar kolaylıkla alınabilmiş, fakat yabancılara uygulanan sınırlamalar yüzünden istenilen başarılar yakalanamamıştır.

Genel anlamıyla bakıldığında finansal piyasalarda önemli adımlar atılmış olmasına rağmen, para birimini uluslararası finansal piyasalarda lider bir konuma getirmek için yeterli olmamıştır.

Çin'in para birimini rezerv para birimi yapabilmesi önündeki en önemli engellerden birisi de borçlanma araçları piyasalarında istenilen düzeyde bir hacime ulaşamamış olmasıdır.

Rezerv para birimi olma yolundaki ülkelerden beklenen yüksek kaliteli ve rahatlıkla alınıp satılabilen kamu kağıtları ihracında önemli rol oynamalarıdır. Çin'in mevcut koşullarında diğer birçok gelişmiş ülke ekonomisine istinaden kamu borç seviyesinin düşüklüğü göze çarpmaktadır.

Genel anlamda bakıldığında ülkenin bu borç seviyeleri ülke açısından kredibilitelerini artırırken rezerv para birimi olma yolunda kamu sektörüne dayalı kağıt ihracını frenlediği için Dolar ile olan mücadelesinde ülkeyi geride bırakmaktadır.

---

<sup>220</sup> Andrea Beltratti and Bernardo Bertolotti, "The Nontradable Share Reform in the Chinese Stock Market: The Role of Fundamentals" 2007, <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/ba00118048a7e555a11fe76060ad5911/Beltratti%252C%2BBortolotti%2B-%2BThe%2BNontradable.pdf?MOD=AJPERES&ContentCache=NONE>, (23.03.2016), s2.



Çin'in sağlamış olduğu dinamizm ve buna eşlik eden hızlı büyüme oranları ülkeye ciddi avantajlar sağlayarak Yuan'ın uluslararası arenada kullanılabilirliğini artırmada faydalı olmaktadır. Fakat finansal piyasalarının istenilen düzeye henüz ulaşamamış olması ve hükümet tarafından hem kurumlara hem de piyasalara yönelik ciddi sınırlamalar ve müdahalelerle birlikte sermaye hesabının sürekli sorgulanması ve tam anlamıyla konvertible olmayan bir para birimi olması ABD Dolarının hegemonyasını yıkamamasında en büyük etkenler olarak karşımıza çıkmaktadır.

### 5.1.2 ABD Dolar'ına Rakip Olarak Euro'nun Geleceği

Avrupa birliği projesi, uzun süren çalışmalar sonucunda, ekonomik ve siyasi bütünleşmelerinin en büyük unsuru olarak Euro'yu 1 Ocak 1999 yılında hesap birimi olarak dünya finans piyasalarına tanıtmışlardır.<sup>221</sup>

Bazı Avrupa Birliği üyeleri 2002 yılından başlamak üzere kendi para birimlerinin yerine Dolar'a alternatif olarak düşündükleri ortak birimleri olan Euro'yu kullanmaya başlamışlardır.<sup>222</sup>

Euro'nun uluslararası finansal piyasalara girmesinden sonra, uluslararası arenada hem politikacılar hem ekonomistler tarafından Dolar'ın yerini rezerv para statüsünde alıp alamayacağı sorusu hep gündemde olmuştur.

Euro'nun kurulmasından itibaren en önemli dönüm noktalarından birisi ABD'de başlayıp tüm dünyaya yayılan küresel finans krizi neticesinde krizin Avrupa borç sorunu krizine dönüşmesi Euro'nun ABD Dolarına karşı olan statü mücadelesinde geleceği ve yeri konusundaki soruları daha da artırmıştır.

ABD Dolarının ardından piyasada rezerv para statüsünde ilerleyen ve Doların tahtını elinden alabilecek en büyük adaylar arasında bulunan Euro, bu konumunu rezerv

---

<sup>221</sup> Hanspeter K. Scheller, ECB, "History, Role and Functions", 2004, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2004en.pdf>, (26.03.2016) s.9.

<sup>222</sup> Hanspeter K. Scheller, ECB, "History, Role and Functions", 2004, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2004en.pdf>, (26.03.2016) s.9.

para olarak ABD Dolarından sonra en yüksek oranda tutulan para birimi olması yönüyle kanıtlamaktadır.

Euro'nun güçlü ve bağımsız bir Merkez bankası ile desteklenmesi özellikle de para biriminin stabil konumu hem doğu hem de batı ülkelerinin bu bloğa katılmalarını sağlamıştır.

Günümüzde Euro'nun kullanım alanı gerek ekonomik, gerekse de nüfus açısından çok büyük bir bölgeyi kapsamaktadır. Euro'nun sadece benimsenen ülkeler tarafından değil, bu para birimini rezervlerinde tutmak isteyen veya bu para birimiyle ticaret yapmak isteyen ülkeleri de son derece ilgilendirmektedir.

Euro'nun güçlü likiditesi ABD gibi yatırımcılar tarafından güvenli liman olarak görülen kurumları ve Avrupa'nın en büyük ve lokomotif konumundaki Almanya'nın desteğini alması sonucunda ABD Doları'nın yerini alabileceği beklentisi şiddetle artırmıştır.

Euro hakkındaki olumlu görüş ve beklentiler 2008 finansal kriziyle birlikte sekteye uğramış, bankacılık sisteminde ciddi problemlerin ortaya çıkması ve aynı zamanda uzunca süredir homojen olduğu düşünülen ülkelerin ciddi yapısal problemlerinin su yüzüne çıkması yatırımcıların tedirgin olmasına yol açmıştır.

Euro'nun kullanımını 2008 krizinden önce özellikle ticari işlemlerde ağır bir tempo da olsa artmaktaydı. Aynı şekilde Merkez bankaları tarafından tutulan rezerv payları da artmaktaydı.

2008 Küresel finans krizi neticesinde bir devlet olmadan para fikrinin ne kadar başarılı olup olamayacağı sorularını da gündeme tekrar getirmiştir. Euro'nun ABD Dolarının rezerv para statüsünü alma konusunda bazı problemleri olduğu çok açıktır.

Euro bölgesinin öncelikle bankacılık yapısı kırılma eğilimini sürdürmektedir. Özellikle çevre (peripherel) ülkelerin düşük maliyetlerle aradaki sıkıntıları gidermek adına Avrupa Merkez Bankası'ndan ciddi şekilde borçlanmaları devam etmektedir.

Avrupa Merkez Bankası sıkıntılı ülkelere düşük maliyetle borçlanma imkanı sunarken aynı zamanda yüksek getirili sorunlu ülke bonolarını da almaya devam etmektedir. Bu sorun özellikle Global finans krizinden sonra daha da belirginleşmiş ve kronik hale gelerek Euro'nun geleceğinin sorgulanmasına sebep olmaktadır.

Avrupa Birliği üye ülkeleri adına Euro'yu zor duruma sokan diğer nedenlerden birisi de parasal birlik adı altında birleşmelerine rağmen mali anlamda aralarında ciddi farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin, İngiltere, diğer Avrupa ülkelerinden ayrılarak kendi para biriminin devamlılığını sürdürmüştür.

Para sahası içindeki ülkelerin gerek bütçe yapıları gerekse de kamu borcu sürdürülebilirliği açısından aralarında ciddi farklar bulunmaktadır. Her geçen gün artan Doğu-Batı Avrupa sorunu ve göç dalgası hareketleri ülkelerin durumunu ve dolaylı yoldan para birimini olumsuz yönde etkilemektedir.

Avrupa Birliği üye ülkeleri arasında yaşanan ciddi ayrılıklar ülkelerin hem vergileme hem de harcama politikalarının bağımsız olarak belirlenebilme yetkisi ABD gibi tek bir elden yönetilen süper güç karşısında para birimini daha dayanıksız hale getirmektedir.

Temel ekonomik rekabet edilebilirlik derecesi Para sahası içindeki ülkeler arasında giderek daha da farklılaşmalara yol açarken, Almanya, Fransa gibi ülkelerle İtalya, Yunanistan gibi ülkeler arasındaki refah seviyesinin daha da açılmasına neden olmaktadır.

Üye ülkeler arasındaki ciddi farkların bulunması ve her ülkenin rekabet edilebilirlik seviyelerinde para politikası açısından tek bir elden politikanın belirlenmesi üye ülkeleri aksiyon almada çaresiz bırakmaktadır.

Son dönemlerde beklenen başarıyı büyüme alanında yakalayamayan Euro bölgesi ciddi işsizlik problemleriyle yüzleşirken, ki özellikle genç işsizlik alanında ciddi problemlerle boğuşurken, para biriminin stabil hale gelmesi konusunda sıkıntılarla yüzleşmektedir.

Tek para birimi projesinin gerek para biriminin stabil olması gerekse de diğer ülkeler tarafından tercih edilme olgusu Euro'nun giderek sorgulanmasına neden olmakla birlikte üye ülkeler arasındaki gerek büyüme gerek işsizlik gerekse de ödemeler bilançoları açısından farkların daha da açılmasına neden olmaktadır.

Özellikle Global finans krizi sonrasında ABD Doları'nın geleceği sorgulanırken rezerv para birimi statüsünü kaybedebileceği bunun yerine en büyük adaylardan biri olan Euro'nun tekrar gündeme gelmesine sebep olmuştur.

Global finans krizi Euro için bir fırsat olmaktan çıkıp kendisine olumsuz olarak dönen yıllardır saklanan sorunların bir kez daha gün yüzüne çıkmasına borç oranlarının artıp, para biriminin stabil olmaktan çıkıp ülkeler arasındaki homojenliğin gerektiren olmadığı gözler önüne sermiştir.

Genel anlamda bakıldığında rezerv para birimi olma yönünde hala ABD Doları'nın çok gerisinde olmasında yatan en önemli faktörlerin başında başarısız bir optimum para sahası projesi olması gelmektedir.

Euro'nun iki farklı bölge arasında kullanıldığı çevre ve merkez ülkeleri arasındaki ciddi farklılıkların olması ekonomik bir projeden ziyade politik bir proje olarak uygulanması ECB, Almanya ve diğer önemli karar alıcı merkezin çabalarına rağmen rezerv para birimi olma statüsünün çok gerisindedir.

Euro bölgesinde bulunan ekonomilerin arasındaki ciddi farklılıklar Merkez Bankası'nın da hareket alanını daraltmaktadır. Özellikle yeni katılan çevre ülkelerin Maastricht kriterlerinin çok uzağında bulunmalarına rağmen para alanına dahil edilmeleri para biriminin geleceğinin daha da sorgulanmasına neden olmaktadır.

Gerek Merkez bankaları gerekse de uluslararası yatırımcılar her ne kadar ABD Doları'nın geleceğini sorgulasalar da, yaşanmış krizler ve olumsuz senaryolara rağmen ABD Doları'nın hem Yuan'a hem de Euro'ya kıyasla daha tercih edilen bir para birimi olduğu açıktır.

Merkez bankaları tarafından tutulan döviz rezervleri, ticaret işlemlerin faturalandırılması, kendi para cinsinden borçlanma araçları olarak Euro Yuan'ın önünde

de olsa hala ABD Dolarına karşı yaşamış olduğu ve uzunca yıllar sürecektir sıkıntılılarından ötürü rezerv para statüsünü kazanma olasılığı çok düşük olarak görölmektedir.

Euro'nun rezerv para birimi olarak ilerleyişine sekte vuran diğer önemli bir gelişme de İngiltere'nin Avrupa Birliğin'den çıkmasına imkan tanıyan referandum sonucu olmuştur.

Britanya (Br) ve çıkış (exit) kelimelerinin birleşmesinden oluşan "Brexit", İngiltere'nin bu birlikten ayrılması anlamına gelmektedir. İngiltere'nin almış olduğu bu karar global piyasalarda ve politika dünyasında ciddi etkiler bırakmıştır.

Özellikle İngiliz Pound'u ciddi şekilde değer kaybetmiş, Londra Borsası ciddi ölçüde gerilemiş, İskoçya Birleşik Krallık'dan ayrılma yönünde yapmış olduğu referandumunu tekrarlayacağını söylemiştir.

İngiltere'nin AB'den çıkma yönünde almış olduğu karar, bütçesinde ciddi sorunlar doğuracaktır. Çünkü İngiltere AB bütçesine kaynak sağlayan önemli ülkelerin başında gelmektedir. İngiltere'nin AB dışında kalması sonucu "tek pazar" olgusu riske girerek, AB'nin önemli büyüklükte bir ihracat pazarını kaybetmesine neden olacaktır.

Avrupa Birliği ve bu pazara açılmak için kullanılan Londra, bundan sonra daha büyük sorunlar yaşayacağı için büyük şirketler ve finans kurumları tarafından finans merkezi olma yönündeki durumu yeniden sorgulanmaya başlayacaktır.

Avrupa Birliği bünyesinde bulunan birçok ülke de aşırı milliyetçi akımların yükselmesine ve birlikten kopma yönünde yeni hamlelerin geleceği çok açıktır. Hem Euro hem de Pound referandum sonucunda ciddi şekilde darbeler almaya daha açık konuma gelerek ABD Doları'nın hegemonyasını sağlamlaştırmışlardır.

### 5.1.3 Altının Rezerv Para Olarak Konumu

Uluslararası finansal piyasalarda herhangi bir sıkıntı olduğunda güvenli liman arayışı artmakla birlikte, tarih göstermiştir ki altın da bu güvenli limanlardan biri olarak tercih edilmiştir.

Özellikle tarihi perspektiften bakıldığında altının konumu genellikle Dolarla kıyaslanarak Dolar'a olan güvenin sarsılması, aşırı enflasyonist durumların ortaya çıkması veya savaş gibi kaotik durumların meydana gelmesi altına olan talebi artırmıştır.

Tarihsel açıdan bakıldığında rezerv para statüsünü üstlendiği dönemler olmakla birlikte güvenin de adresiydi. Büyük Buhran dönemine kadar ve II. Dünya savaşı öncesinde bu görevi başarılı bir şekilde sürdürmüştür.<sup>223</sup>

II. Dünya savaşı sonrasında altının önemi tekrar ön plana çıkmış çoğu gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler para birimlerini Dolara bağlamış Dolarda altına fiks bir şekilde bağlanmıştı. Ülke para birimleri Dolara bağlanmakla birlikte altına da bu şekilde sabitlenmiş bulunmaktaydı.

Para birimlerinin altına bağlı durumu gelişen ekonomik aktivite ve özellikle de ülke ekonomileri arasında meydana gelen ticaret dengelerindeki uyumsuzluklar 1960'lı yılların sonunda gün yüzüne çıkmış ve durumun sürdürülebilirliği tartışma konusu olmakla birlikte 1970'li yılların başında sistemin terk edilmesiyle sonuçlanmıştır.

Gerek yaşanan tarihi ekonomik koşullar gerekse de günümüz çağında yaşanan kaotik durumlar her seferinde Dolar'ın konumunun sorgulanmasına ve rezerv para statüsünde Dolar'a karşı hangi para birimi veya metanın yerini alabileceği tartışmalarının daha da şiddetlenmesine yol açmaktadır.

Yuan, Euro ve ardından da Altın'ın Dolar'ın yerine geçebilecek en büyük adaylardan biri olabileceği ekonomi alanında da her çağda tartışmaya açılmıştır. Fakat diğer para birimlerinde olduğu gibi altının da bazı önemli dezavantajlarından ötürü

---

<sup>223</sup> Prasad, s.273.

geleceğe ilişkin çok da Dolar'a rakip olabilecek bir statüsünün olabileceğini söylemek şu an için gerçekçi görülmemektedir.

Altın'ın dezavantajlarından özellikle fiyatının aşırı oynak olması, üretiminin sınırlı olması, ticari işlemlerde ödeme aracı olarak kullanılamaması, rezerv para biriktirmede USD'nin gerisinde olması Doların yerini almada önemli engeller arasında yer almaktadır.

Gelişen dünya ekonomisi ve beraberindeki uluslararası finansal sistemin gelmiş olduğu noktada Dolar'ın sahip olduğu üstünlük ve gelişen şartlara verilecek olan cevaplardaki kabiliyet derecesinin altında olduğunu söyleyebilmek çok zordur.

Özellikle Uluslararası finansal sistemin gelmiş olduğu noktada finansal oyuncuların ve kurumların ihtiyaçlarına gerek bir rezerv aracı olarak gerekse de işlemlerdeki ödeme aracı olarak en önemli unsurlardan biri olarak gerekli likiditeyi sağlamada altın Dolar'ın bu hegemonyasını yıkabilecek güçte değildir.

Büyüyen ülke ekonomileri ve genişleyen uluslararası finansal sistemin ihtiyaçları doğrultusunda, en önemli problemlerden birisi de likidite ihtiyacının sağlanması zorunluluğudur. Altın'ın durumu göz önüne alındığında bu durumu gerçekleştirebilme olasılığı son derece düşüktür. Çünkü likiditesi üretimine bağlıdır.

Günümüzde yapılan çalışmalarda dünyada toprak üstünde bulunan toplam altın stoğunun 183.600 metrik ton<sup>224</sup> olduğu hesaplanmaktadır.<sup>225</sup> Dünya Altın Konseyi'nin raporuna istinaden bu stoğun yaklaşık yarısı kuyumculuk sektöründe değerlendirilmektedir.

Dünya genelinde, özellikle Merkez bankaları tarafından tutulan altın rezervinin toplam rezervler içindeki payı 2015 4. çeyrek itibariyle % 8.3 seviyesindedir.<sup>226</sup> Bu da yaklaşık piyasa değeriyle yaklaşık 1.1 trilyon \$ düzeyindedir. Toplam döviz rezervleri ise yaklaşık 12.2 \$ düzeyindedir.

---

<sup>224</sup> 1 metrik ton=32.151 troy ons

<sup>225</sup> The World Gold Council, <http://www.gold.org/supply-and-demand/supply>, 03.04.2016

<sup>226</sup> The World Gold Council, Latest World Official Gold Reserves, <http://www.gold.org/research/latest-world-official-gold-reserves>, 03.04.2016



**Şekil 5.2: Ülkeler Bazında Altın Rezervleri (2016)**

**Kaynak:** <http://www.gold.org/> (21.08.2016)

Şekil 5.2’de 2016 yılı itibariyle altın rezervlerinin dağılımından en üstteki on ülke incelendiğinde ABD’nin açık ara önde olduğu görülmekle birlikte, ABD’nin en büyük rakibi olarak görülen Çin’in altın olarak tutulan kısmı toplam rezervleri içindeki payı ise yaklaşık % 3 düzeyindedir.

Sistematik olarak düşünüldüğünde bu kadarlık bir rezerv hareketinin olabileceği düşünülse bile, altının rezerv para birimi olarak bu talebi karşılamaya yetecek durumunun olmadığı en açık göstergesidir.

Bununla birlikte son on yıl içinde altın stokları her yıl %1.5 düzeyinde bir artış göstermiş olmakla birlikte yer altında hala çıkarılmayı bekleyen yaklaşık 50.000 metrik tonluk bir rezervin olduğu belirtilmektedir.<sup>227</sup>

Tüm bu gelişmelere rağmen altının diğer para birimleri gibi Merkez bankaları ve diğer yetkili kuruluşlar tarafından gelebilecek talebi karşılama gücünün şu anda

<sup>227</sup> Prasad, s.274



imkansızlığı apaçık belli olmakla birlikte, rezerv para statüsü konusunda hala çok uzak bir noktada yer almaktadır.

Altın arzının kolaylıkla değişen talebe cevap verememesi durumu, fiyatında yaşanan ciddi volatilité, ki 2012 yılı sonbaharında 1800 \$ seviyesini görmüş olan altın fiyatı, 2015 yılında \$ 1072 seviyesini görmüştür.<sup>228</sup>

Fiyatlarda yaşanan yüksek volatilité ve ilerideki arz seviyelerinde ne olacağı sorusu Merkez bankaları ve diğer uluslararası kuruluşlar tarafından döviz rezervleri yerine altının tercih edilmeme sebepleri arasındadır.

Merkez bankaları 1990 ve 2000’li yılların başında altında satıcı konumdayken finansal krizlerin gün yüzüne çıkmasıyla birlikte bu yapı değişmiş, 2010 yılında Merkez bankaları net alıcı konumunda olmuşlardır. Aynı süreç 2011 ve 2012 yıllarında da devam etmiştir. 2015 yılına gelindiğinde altına olan güven eskisine kıyasla azalmış ve rezerv olarak tutulma oranlarında azalma meydana gelmiştir.

Dolar’ın alternatifi olarak düşünülen altın özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından son on yıl içerisinde büyük bir talep görmüş toplam rezervler içindeki paylarında döviz rezervlerinin yanında altına da yer vermişlerdir.

Gelişmekte olan ülkeler özellikle finansal krizler sonrasında biriktirme görevlerini daha da artırmışlardır. Özellikle Çin 2015 4. Çeyrek verilerine göre 60 trilyon \$ lık altın rezervine sahiptir. Bu rakam 2008 4. Çeyreğinde 16.7 trilyon \$ düzeyindeydi.<sup>229</sup>

Çin’in altın rezervlerinde bu kadar yatırıma gitmesine rağmen toplam rezervler içindeki payı hala % 1.8 düzeyindedir. Aynı konum gelişmekte olan ülkeler için de geçerlidir. Altının Toplam rezervler içindeki payı yaklaşık % 3 düzeyindedir. Her ne kadar altın portföylere eklense de hala Dolar’ın uzak ara gerisindedir.

---

<sup>228</sup> Eddie van Der Walt, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-23/gold-set-for-longest-run-of-weekly-losses-since-12-on-rate-bets>, 03.04.2016

<sup>229</sup> The World Gold Council, Latest World Official Gold Reserves, <http://www.gold.org/research/latest-world-official-gold-reserves>, 03.04.2016

Özellikle altının rezerv para birimi olarak hedefinden uzak olacağına bir diğer göstergesi altın stoklarının genelde kuyumculuk sektöründe daha ön planda kullanılıyor olmasındandır.

Merkez bankaları, traderlar ve diğer piyasa oyuncuları tarafından gerek fiziki gerekse de sanal ortamda rahatlıkla alım ve satımı diğer para birimleri gibi yapılamıyor olmakla birlikte büyük alım ve satımlarda fiyatlar aşırı oynayabilmektedir.

Altın gerçekten de ekonomi ve piyasalar açısından önemli bir rol oynayabilme gücü olmakla birlikte Merkez bankaları ve diğer piyasa oyuncuları tarafından ilk sırayı alabilecek konumda değildir. Özellikle likiditesinde ve spekülasyon yönündeki alım-satım hareketleri yönünde yaşanan sıkıntılar rezerv para birimi olabilmesi yönündeki en büyük engeldir.

#### **5.1.4 Elektronik Para Birimi Olarak Bitcoin**

Günümüzde küreselleşmenin üst seviyelere çıktığı bir ortamda özellikle de internet teknolojisinin sağladığı imkanlar kendisini para piyasalarında da hissettirmektedir.

Herhangi bir fiziksel yapıya sahip olmayan elektronik para birimleri son zamanlarda diğer para birimleri gibi piyasaların işleyişine katkıda bulunmakta ve eski para birimlerinin yerini alıp alamayacağı tartışılmaktadır.

İnternet teknolojisi sayesinde dünya genelinde sayısız insanın aynı ağlara bağlanabilmesini sağlayan ve bir ülke veya kuruma bağlı olmadan küresel bağlamda kullanılacak elektronik bir para olgusunun kullanılabilirliği için gerekli ortamlar sağlanmış durumdadır.

Elektronik para birimlerinin son dönemde internet teknolojisinin yaygınlaşmasının yanında mobil ödemeleri kolaylaştırdığı, gerçekleşen aktarımları güvenli bir yapı sayesinde düşük risk ile yapılabilmesi, kesintisiz bir aktarım

mekanizmasına sahip olması ve para transferinin yapılmasında maliyetinin oldukça düşük olması ilgiyi artırmıştır.<sup>230</sup>

Elektronik para birimleri arasında son dönemde özellikle Bitcoin uluslararası piyasa oyuncuları tarafından sıkça gündeme getirilmektedir. Bitcoin yapısının oluşturulma süreci 2008 yılında Satoshi Nakamoto adındaki kişi ve arkadaşları tarafından gündeme getirilmiştir.<sup>231</sup>

Nakamoto ve arkadaşları tarafından taslağı çizilen bu para birimi açık kaynak kodlu bir bilgisayar yazılımıdır. Özellikle çeşitli programcılar tarafından geliştirilmekte ve güncellenmektedir.

Günümüzde çeşitli restoranlar, kafeler kuaförler ve oteller gibi bir çok yerde kullanılmaya başlamıştır. Özellikle Bitcoin'in merkezi olarak nitelendirilen Berlin'de en az 30-40 ticari işletmenin bu para birimini kullandığı bilinmektedir.<sup>232</sup>

Bitcoin popülaritesini Mt. Gox adlı borsayla başka bir seviyeye çıkarmıştır. Tokyo merkezli olarak 2010 yılında kurulmuş olup, dünyanın en büyük Bitcoin borsası konumundadır.<sup>233</sup>

Bitcoin'in üretilme süreci son derece karmaşık bir yapıya sahip olmakla birlikte madencilik diye adlandırılan bir süreç sonrası üretime geçmektedir.<sup>234</sup> Matematiksel bir metod yoluyla ve algoritmaya dayalı olan sistemde arzı sınırlandırmak asıl çıkış noktası olmuştur.

---

<sup>230</sup> Türkiye İş Bankası, Elektronik Para Birimleri, Mayıs 2014, [https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar\\_04\\_2014.pdf](https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar_04_2014.pdf), (09.04.2016)

<sup>231</sup> Satoshi Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, 2008, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, (09.04.2016)

<sup>232</sup> Börteçin Ege, Sanal Dünyanın Gerçek Parası, 2013, [http://bortecin.com/sanal\\_d%C3%BCnyanın\\_gercek\\_parasi\\_bitcoin.pdf](http://bortecin.com/sanal_d%C3%BCnyanın_gercek_parasi_bitcoin.pdf), s.23. (09.04.2016)

<sup>233</sup> Anton Badev and Matthew Chen, Bitcoin: Technical Background and Data Analysis, 2014, <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2014/files/2014104pap.pdf>, s.16 (09.04.2016)

<sup>234</sup> David R. Sterry, Introduction to Bitcoin Mining, <http://euro.ecom.cmu.edu/resources/elibrary/epay/IntroductiontoBitcoinMiningSterry.pdf>, s.10, (09.04.2016)

Bitcoin'in diğeri bir önemli özelliği merkezi olmamasıdır (decentralized). Aynı zamanda madencilik de bilgisayarın özelliği olan bir sayıyı aratıp bulundurmanızdan ibaret fakat bu sayıyı özelliğli yapan şey ise bulunmasının oldukça zor olmasıdır.

Bu madencilik işinde zor bulunmasının ana sebebi bu yazılımı yapan Satoshi Nakamoto'nun ayarlamış olduğu güvenlik protokolüdür. Bu da herkesin bu para basma işini yapamamasını sağlamaktadır.

Şekil-5.3'den görüleceği üzere, BTC/USD paritesinin hareketi çok etkileyici olmakla birlikte 2013 yılına kadar stabil hareket eden para birimi aniden yükselmiş fakat ilerleyen dönemlerde yeniden değeri kaybına uğramıştır.



Şekil 5.3: BTC(Bitcoin)/USD Paritesi

Kaynak: <https://www.google.com/finance> (23.08.2016)

Bitcoin'in diğ er önemli bir özelliğ i ise toplam arz miktarının 21 milyon adet ile sınırlı olmasıdır.<sup>235</sup> Nisan 2014 itibariyle dolaşımdaki para miktarının yaklaşık 12.6 milyon adet olduğ u hesaplanmıştır. 21 milyonluk sınıra ise 2140 yılında ulaşılması öngörülmektedir.<sup>236</sup>

Bitcoin işlemleri bilgisayar ağında gerçekleştirilirken, açık üzere kullanıcıların da bilgileri sisteme kayıt edilmektedir. Bu aynı zamanda Bitcoin adresi tarafından gerçekleştirilen tüm işlemlerin ve bakiyelerin tüm kullanıcılar tarafından görülebileceğ i anlamına gelmektedir.

Yatırımcılar açısından dikkat edilmesi gereken diğ er bir konu ise fiyat oynaklığ ı seviyesidir. 2013 Ocak ayında \$14 olan Bitcoin 10 Nisan'da \$ 266 seviyesine yükselirken kısa bir süre sonra \$ 80'in altına gerilemiştir<sup>237</sup>.

Bitcoin'in para birimi olarak kullanılmasında bazı problemler gün yüzüne çıkmıştır. Özellikle yeterli güvenlik sistemine sahip olmamasından dolayı, sunucuya sızanlar tarafından hackleme olayları yaşanmıştır.

11 Haziran 2011 tarihinde dünyanın en büyük Bitcoin borsası olan Mt. Gox'a yapılan siber saldırılar sonucunda fiyatı \$ 17 seviyesinden \$ 0.01 düzeyine inmiştir. Aynı zamanda 2012 Eylül ayında New York merkezli ünlü Bitcoin borsalarından biri olan Bitfloor'a gerçekleştirilen siber saldırı sonucu, bilgisayar korsanları yaklaşık 250.000 \$ değerinde Bitcoin ele geçirdi.<sup>238</sup>

Bitcoin bazı kesimler tarafından kullanılmaya başlansa da, finans dünyasının tamamı tarafından kabul görmediğ i bir gerçektir. Çok önemli güvenlik açıklarına sahip olması, arz esnekliğinin sağlanamaması ve aşırı fiyat hareketleri nedeniyle geleceğ in bazı para birimlerinden biri olarak durabilir fakat rezerv para birimi olarak bu hedefinin bir hayli uzağında olduğ u bir gerçektir.

---

<sup>235</sup> David Yermack, Is Bitcoin a Real Currency? , [http://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con\\_046391.pdf](http://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con_046391.pdf) 2013, s.4. (09.04.2016)

<sup>236</sup> David Yermack, Is Bitcoin a Real Currency? , [http://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con\\_046391.pdf](http://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con_046391.pdf) 2013, s.4. (09.04.2016)

<sup>237</sup> Prasad, s.277.

<sup>238</sup> Börteçin Ege, Sanal Dünyanın Gerçek Parası, 2013, [http://bortecin.com/sanal\\_d%C3%BCnyanın\\_gercek\\_parasi\\_bitcoin.pdf](http://bortecin.com/sanal_d%C3%BCnyanın_gercek_parasi_bitcoin.pdf), s.23. (09.04.2016)

Bitcoin'in ekonomik büyüklük anlamında reel ekonomiye dahil edilememesi, sermaye piyasalarında kullanılmaması, dış ticaret işlemlerinde ödeme aracı olarak kullanılmaması aynı zamanda yapılan işlemlerde faturalandırmada adının bile geçmesi bu para birimini ABD Dolarının hegemonyasının altında bırakmaktadır.

Gerek uluslararası kuruluşlar gerek piyasa oyuncuları ve Merkez bankaları adına önümüzdeki dönemlerde rezerv para olarak kullanılmasa dahi bazı düzenlemelerle birlikte, müdahale ve portföy çeşitlendirilmesi adına kullanılabilirliği tartışmaya açık bir konumdadır.

### **5.1.5 Rezerv Para Olarak Tek Dünya Parası**

Dünya ekonomilerinde finansal serbestleşme hareketleri, globalizasyon süreciyle hız kazanmakla birlikte, parasal sistemde de kendisini göstermiş birbirine entegre olan dünya ekonomileri herhangi bir problem karşısında kolaylıkla birbirlerine etki edebilir konuma gelmişlerdir.

Rezerv para birimi tartışmalarında özellikle küresel finans krizi sonrasında tek bir hegemonun ağırlığında olan dünya ekonomisi ABD Doları'nın değerinde meydana gelen istikrarsızlıkları daha da şiddetle sorgulamaya başlamıştır.

Rezerv para birimi olarak ABD Doları'nın 1973 yılı sonrası Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla uluslararası parasal sistemi tek başına kontrol altında tuttuğu gerçeği ülkelerin Dolar'a olan bağılıklarını ortadan kaldırmak bir yana, gerek uluslararası ticaret gerekse de uluslararası finansal alanda daha da artırmıştır.

Son dönemde yaşanan global krizler ABD Doları üzerinde etkiler bırakmış ve onun etkisiyle diğer para birimleri üzerinde yaratmış olduğu aşırı oynaklık, ABD'nin rezerv para birimi olarak görevini yeterince yerine getiremediği ve onun yerine yeni bir para birimi, ki tek bir dünya parasının yaratılması fikri şiddetle tartışılmaya başlanmıştır.

Tek bir dünya parasının ülke ekonomilerine çeşitli faydalarının olacağı özellikle transfer maliyetlerini indirerek sınır ötesi anlaşmaları artıracığı ve bunun

sonucunda da mal, hizmet ve paranın serbest hareketini artırarak ülke ekonomilerinin büyümesine katkı sağlayacağı tartışılmaktadır.

Özellikle tek dünya parası yaratılmasının en büyük fikir babası olan Mundell Bretton Woods sisteminin yıkılmasında en büyük etkenin dünya parasının yaratılmamış olmasını savunmaktadır.<sup>239</sup>

Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra ortaya çıkan uluslararası alandaki ciddi finansal problemlerin üstesinden gelen unsurun ekonomik ve politik anlamda ABD Doları'nın olduğu bir gerçektir. Ekonomik ve politik anlamda ayrı olarak düşünülemeyen rezerv para unsuru 1973 yılından sonra ABD'nin hegemonyası altında daha da belirginleşmiştir.

ABD Doları'nın hegemonyası altında işleyen uluslararası finansal sistemin yaşamış olduğu krizler ve bu krizler karşısında bazı durumlarda yetersiz kalması sonucu bazı problemleri gün yüzüne çıkarmıştır. Özellikle global anlamda meydana gelen likidite sıkışıklığını gidermedeki rolü ve diğer Merkez bankalarına son ödeme mercii fonksiyonunu tek başına yerine getirememesi en büyük problem olarak karşımıza çıkmaktadır.<sup>240</sup>

Dünya parası fikri tartışmaları II.Dünya Savaşı sonrası yıkılan dünya ekonomilerinin toparlanması adına yeni bir uluslararası parasal sistemin oluşturulmasına kadar uzanmaktadır.

ABD'yi temsil eden White'ın önerdiği “unitas” adı altında dünya parasına karşın Keynes liderliğindeki İngiliz Heyetide “bancor” adı verilen global bir para biriminin kurulmasını istemekteydiler. Her iki ülkenin önerilerinde ortak noktalar çok olmasına rağmen ABD'nin hegemonyasının sarsılacağı endişesi ABD'nin istediğini almasına sebep olmuştur.

---

<sup>239</sup> Robert Mundell, “One World, One Money”, Options Politiques, 2001, <http://web.ntpu.edu.tw/~guan/courses/Friedman-Mundell.pdf>, s.10. (21.04.2016)

<sup>240</sup> İbrahim AL, “Uluslararası Parasal Sistemde Alternatif Arayışlar”: Dünya Parasının Uygulanabilirliği, [https://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG\\_/29/131-142.pdf](https://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG_/29/131-142.pdf), s.1 (21.04.2016)

Robert Mundell dünya parası fikrini ortaya atarken tek bir para yaratılma fikrinden ziyade ülkelerin kendi paralarını ulusal amaçları için kullanabildikleri fakat yerel paraları ile birlikte tam bir konvertibilitenin olduğu dünya parasının birlikte işlediği bir para sisteminin yaratılması gerektiğini savunmuştur.<sup>241</sup>

Robert Mundell özellikle dünya parasının ülkeler arasındaki para politika uygulamalarında önemli gelişmeler kaydetmesine ve istikrarlı bir para birimi sayesinde ülkelerin ciddi faydalar yaratacağını öne sürmüştür.<sup>242</sup>

İktisatçılar arasında tek dünya para biriminin önemli savunucularından birisi de Furceri'dir. Özellikle geçmiş dönemde yapılmış olan ortak para sahası alanlarının tek dünya para birimine gidişte örnek oluşturabileceğini, ülkeler arasındaki konjonktürel dalgalanmaların ve enflasyon oranlarındaki farkların bu alanlarda giderek daraldığını bunun da ülkeleri daha birbirine benzer bir hale getirdiğini belirtmektedir.<sup>243</sup>

Yeni Dünya parasını destekleyen önemli iktisatçılardan birisi de Joseph Stiglitz'dir. Uluslararası parasal sistemin yeni bir reforma ihtiyacı olduğunu belirten Stiglitz, mevcut global parasal sistemin en büyük sorununun Dolar'a olan bağlılığın giderek arttığını belirtirken, SDR'nin yeni global para olarak kullanılmasını önermektedir.<sup>244</sup>

Tek Dünya parasına karşı çıkan iktisatçıların başında ise Milton Friedman gelmektedir. Tek dünya para birimi hayalinin ekonomik olmaktan ziyade politik bir hadise olduğunu belirten iktisatçı Mundell'e karşı çıkarak, iç politik nedenlerden dolayı ekonomik şoklarda esnek döviz kurlarının uygulanması gerektiği, her ülkenin farklı

---

<sup>241</sup> Robert Mundell, "One World, One Money", Options Politiques, 2001, <http://web.ntpu.edu.tw/~guan/courses/Friedman-Mundell.pdf>, s.25. (21.04.2016)

<sup>242</sup> Robert Mundell, "World Currency", <http://robertmundell.net/economic-policies/world-currency/>, (24.04.2016)

<sup>243</sup> Davide Furceri, "From Currency Unions to A World Currency: A Possibility," [http://www2.southeastern.edu/orgs/ijae/index\\_files/IJAE%20SEPT%202007%20A2%20FURCERI%2010-16-2007%20FINAL%20OK.pdf](http://www2.southeastern.edu/orgs/ijae/index_files/IJAE%20SEPT%202007%20A2%20FURCERI%2010-16-2007%20FINAL%20OK.pdf), s.2.

<sup>244</sup> Joseph Stiglitz, "The Best Alternative to A New Global Currency", Financial Times, 31.03.2016, s.1. <http://www.ft.com/cms/s/0/c2215510-5bc4-11e0-b8e7-00144feab49a.html#axzz46kFK9Bkp>



yapılara sahip olduğundan tek bir dünya para birimi ve sabit döviz kuru uygulanabilirliğine karşı çıkmaktadır.<sup>245</sup>

Mundell'in Euro'yu örnek göstererek yeni bir dünya parasının yaratabileceği fikrine Friedman karşı çıkmaktadır. Euro bölgesindeki ekonomilerin yapılarının az çok birbirine yakın olduğu fakat dünya genelinde ülke ekonomileri arasında ciddi farkların olmasından ötürü uygulanabilirliğe Friedman inanmamaktadır.<sup>246</sup>

Dünya parası fikrine karşı çıkan diğer bir iktisatçı ise Kenneth Rogoff'dur. Tek para birimi oluşturmada en önemli engellerden birisinin Global hükümet yoksunluğundan dolayı gerçekleşmeyeceğini savunmakla birlikte, bunu destekleyecek bir Merkez Bankası'nın da bulunmadığını, ki ABD Merkez Bankası'nın bile teknikte bağımsız bir banka olduğunu savunmaktadır.<sup>247</sup>

Genel anlamıyla bakıldığında tek dünya parası fikrinin ekonomik olmaktan ziyade politik bir hadise olduğu tartışmasızdır. Bretton Woods sistemi sonrasında hegemon konumunda olan ABD Doları'nın gerek rezerv biriktirme gerekse de uluslararası ticari alanda kullanılabilirliği artmakla birlikte, tek dünya para biriminden ziyade rakip bir para birimi dahi henüz ortada gözükmemektedir.

Özellikle ABD'nin ayrıcalıklı konumu, politik anlamda Dünya'nın önde gelen kuruluşlarını yönetebiliyor olması, sınırsız senyorej gelirlerini tek dünya parası altında bir para birimine bırakmayacağı çok açıktır.

Yakın gelecekte ABD Doları'nın hegemonyasına rakip olarak gösterilen Euro ve Yuan'ın bile incelenen alanlarda ABD Doları'na yaklaşmadığı bir gerçektir. Rekabet ortamında, hem ekonomik hem de politik bu hegemonu rakip olabilecek yeni bir para biriminin yaratılabilmesinin kısa dönemde zor olmasıyla birlikte, en azından Dolar'ın alternatifi olabilecek bir yapıda olmadığı gerçektir.

---

<sup>245</sup> Robert Mundell, "One World, One Money", Options Politiques, 2001, <http://web.ntpu.edu.tw/~guan/courses/Friedman-Mundell.pdf>, s.15. (21.04.2016)

<sup>246</sup> Robert Mundell, "One World, One Money", Options Politiques, 2001, <http://web.ntpu.edu.tw/~guan/courses/Friedman-Mundell.pdf>, s.15. (21.04.2016)

<sup>247</sup> Kenneth Rogoff, "Why Not a Global Currency?", [http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/why\\_not\\_a\\_global\\_currency.pdf](http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/why_not_a_global_currency.pdf), s.3 (24.03.2016)

### 5.1.6 II. Bretton Woods Işığında ABD Hegemonyası

Uluslararası parasal sistem ağında yaşanan krizler ve bu krizlere çözüm arayışları her geçen gün para sisteminin işleyişinin sorgulanmasına ve alternatif fikirlerin oluşmasına neden olmaktadır.

Ekonomik çalışmalar günümüzde varlığını sürdüren Uluslararası parasal sistemin geçmişte bir sistem olarak kabul edilen Bretton Woods ekonomi yapısının değişik bir versiyonuyla hala varlığını sürdürdüğünü göstermektedir.

Dooley, Folkerts-Landau ve Garber'in 2003 yılında literatüre kazandırdıkları yeni çalışmalarla birlikte II.Bretton Woods olgusu daha şiddetle tartışılmaya ve sorgulanmaya başlanmıştır.

Bretton Woods I sisteminde yapının ana ülkesi ABD olmakla birlikte üstlenmiş olduğu rol itibariyle asimetrik olarak bu sistemin hegemonik rolünü uzunca yıllar boyunca sürdürmüştür. Aşırı boyutlarda ödemeler bilançosu açıkları, dünyaya sağlamış olduğu likidite imkanıyla ve dünyanın geri kalanından absorbe ettiği ihracat sayesinde başarılı bir şekilde yapının sürdürülmesini sağlamıştır.

Bretton Woods I sisteminde Japonya ve Batı Avrupa ülkeleri ABD'nin merkezde olduğu bu yapıda çevre olarak sistemin işleyişine katkı sağlarken bunu para birimlerini değersiz tutarak ve döviz kurlarını Dolara sabitleyerek hem aşırı boyutlarda ABD Doları'na dayalı rezervler biriktirirken hem de ihracata dayalı ekonomik büyüme modellerini başarıyla desteklemişlerdir.

II.Bretton Woods sisteminde ise Asya ülkeleri özellikle Japonya ve Çin merkez-çevre ilişkisi içerisinde ilk sistemin çevre ülkelerinin misyonunu bu yüzyılda üstlenmişlerdir. Özellikle Çin bu çevrenin yeni başat aktörü olarak para biriminde yaptığı devasa boyutlardaki değer kayıpları sayesinde inanılmaz boyutlarda rezerv birikimi yapmış bunları da ABD'yi finanse amacıyla dolaylı olsa da başarmıştır.

Bretton Woods II sisteminde iki önemli faktör bu yapıyı açıklamada son derece faydalı olmakla birlikte hem ABD Doları'nın ayrıcalıklı konumu hem de yeni bir alternatif para arayışının son derece gereksiz olduğu tezi ortaya konulacaktır.

İlk olarak 2002-2007 dönemleri arasında özellikle global rezerv birikimi ciddi boyutlara ulaşmıştır. Global rezervler 1998-2002 yılları arasında yaklaşık % 50 yükselirken 2002-2007 yılları arasında bu oran % 120 düzeyine çıkmıştır.<sup>248</sup>

Rezerv biriktirme anlayışının temel noktasını geliştirmekte olan Asya ülkeleri gerçekleştirmiş olup, özellikle ihracata dayalı büyüme modelini değersiz para birimleriyle desteklemişlerdir. Bunu da sermaye hareketlerine yapmış oldukları kontroller sayesinde gerçekleştirmişlerdir.

Gelişmekte olan Asya ülkelerinin yeni sistemde ABD hegemonyasını sürdürme görevi yadsınamaz boyutlardadır. Özellikle Asya ülkelerinde gelişmemiş olan finansal sistem ve kurumları nedeniyle, yurtiçi tasarruf oranlarının yurtiçi yatırım oranlarından fazla sonucunda bu fazlaları ABD'yi finanse etmede kullanmışlardır.

Asya ülkelerinin rezerv biriktirme aşamasındaki sisteme yapmış oldukları diğer önemli katkı ise kendilerini koruma fikrinden çıkmaktadır. Özellikle 1997-1998 Asya krizleri ki bunlar döviz kuru krizleri ağırlıklı olmakla birlikte bu ülkelerin daha ihtiyatlı davranmalarına neden olmuştur.

İkinci olarak; aşırı boyutlarda biriktirilen bu rezervler ABD'nin aşırı boyutlara ulaşan cari işlemler açığını finanse etmede kullanılmaları sayesinde sistemin temel olarak işleyişine katkı sağlamıştır.

Bretton Woods sisteminin dağılmasından sonra geçilen dalga kur yapısı özellikle gelişen finansal serbestleşme, Uzak Asya ülkelerinin eksik değerli para birimleri, dış ticaret fazlaları ve 1997 Asya krizinden edinmiş oldukları tecrübe ile kura sürekli müdahale ederek para birimlerini eksik değerli şekilde sürdürmeye devam etmeleri eski sistemde olduğu gibi Bretton Woods II sisteminde de finansal yapının sürdürülebilirliğine katkı yapmıştır.<sup>249</sup>

---

<sup>248</sup> Stephen G.Hall, George Hondroyiannis, P.A.V.B. Swamy, George S.Tavlas,"Bretton Woods Systems,old and new and Rotation of Exchange-Rate Regimes, Bank of Greece, Nisan, 2010 <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper2010112.pdf>, (11.08.2016)

<sup>249</sup> Prof. Dr. Mehmet Şişman,"İkinci Bretton Woods Çökerken Dünya Ekonomisi ve Gelişmekte olan Ülkeler Üzerine Değerlendirmeler" 2008 ,Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, <http://dosya.marmara.edu.tr/ikf/iib-dergi/2008-1/04-IKINCI-BRETTON-WOODS-COKERKEN-DUNYA-EKONOMISI.pdf>, (10.08.2016)

Çin ve gelişmekte olan Asya ülkeleri sağlamış oldukları bu yapı neticesindeki rezerv fazlalıklarını ABD'nin uzun vadeli varlıklarına yatırmış ve sistemde ABD'nin ve onun temelini oluşturduğu hegemonik düzene eşlik etmişlerdir.

Bretton Woods II sisteminde de IMF, Dünya Bankası gibi kuruluşların yanından Merkez bankalarının da aldığı kararlar çok önemli olmakla birlikte sistemin yapısında döviz kurlarının kontrolünü sağlamada son derece dikkat edilmesi gereken bir konudur.

ABD açısından bakıldığında özellikle faiz kararlarının alınmasında ayrıcalıklı şekilde bir yere sahiptir. FED, bu ayrıcalıklı ve önemli konumunu da faiz oranları yönlendirmesi yoluyla kurlara yaptığı dolaylı etki ile gerçekleştirmektedir.<sup>250</sup> Özellikle eski sistemde sabit kur uygulamaları altın-dolar etrafında şekillenirken Bretton Woods II sisteminde bu olgu FED faizleri ile kendi enflasyon hedeflemesi aracılığıyla sürdürülmektedir.

Sistemin işleyişine yönelik özellikle 2008 finansal krizinin aynı Bretton Woods sisteminde olduğu gibi, yapıyı sarstığı ve uluslararası parasal sisteminin ve ABD Dolarının hegemonyasının sona ereceği düşüncesi şiddetlenirken bu durumun sistemi olumsuz yönde etkilendiğinin fakat bundan ABD Doları hegemonyasının daha da güçlenerek çıktığı bir gerçektir.

Dooley, Folkerts-Landau ve Garber tarafından yapılan değerlendirmede kriz süresince, ABD Dolarının Cari işlemler bilançosundaki dengesizlikten dolayı değer kaybetmesi beklenirken, ABD ve diğer sanayileşmiş ülkelerin finansal piyasalarındaki regülasyon düzenlemelerinden dolayı değerlendirildiği kanıtlanmıştır.<sup>251</sup>

Sonuç olarak Bretton Woods II sistemi ilk sistemle ciddi oranda benzerlik göstermektedir. Uluslararası Parasal Sistem yapısında iki sisteminde en önemli özelliği,

---

<sup>250</sup> Prof. Dr. Mehmet Şişman, "İkinci Bretton Woods Çökerken Dünya Ekonomisi ve Gelişmekte olan Ülkeler Üzerine Değerlendirmeler" 2008, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, <http://dosya.marmara.edu.tr/ikf/iib-dergi/2008-1/04-IKINCI-BRETTON-WOODS-COKERKEN-DUNYA-EKONOMISI.pdf>, (11.08.2016)

<sup>251</sup> Dooley, Folkerts-Landau ve Garber, An Essay on the Revived Bretton Woods, NBER Working Paper 9971, Eylül, 2003, <http://www.nber.org/papers/w9971>, (11.08.2016)

bir merkez ülke ki ABD bu rolü üstlenmekte, bir de çevre ülkelerden oluşan bir grup olmaktadır.

Her iki sistemde de çevre ülkeleri ihracata dayalı büyüme modelini para birimlerini eksik değerlendirerek Dolara karşı bağlayarak sermaye hareketlerini dolaylı yoldan kontrol etmektedirler.

İki sistemde de eksik değerlendirilen para birimleri sayesinde ciddi boyutlarda rezerv birikimi sağlanarak ABD'nin Dolar cinsinden varlıklarına düşük faiz getirisi olsa bile yatırılmış olmalarıdır.

ABD iki sistem açısından da çevre ülkeleri ile bunlardan en önemlisi Çin olmakla birlikte, gelişmekte olan Asya ülkeleri için ihracata dayalı büyüme modellerine paralel olarak ana İhracat pazarı rolünü üstlenmiştir. Bunu yaparken de ABD Dünya'nın gerekli olduğu likidite ihtiyacını bir Dünya Bankası gibi sağlamıştır.

Her iki sistemde de Merkez ülke aynı kalırken Çevre ülkeler değişik adlarla uluslararası para sistemine yeni aktörler olarak katılmıştır. Özellikle son dönemde Asya ülkelerinin bu politikasını Hindistan'da uygulamaya başlamıştır.<sup>252</sup>

### **5.1.7 Uluslararası Parasal Sistemde Gelişmekte Olan Ülkeler**

1990'lı ve 2000'li yıllar boyunca yaşanan krizler neticesinde hem ekonomik hem de sosyal anlamda gelişmekte olan ülkeler üzerinde ciddi olumsuz etkiler bırakmıştır. Yaşanan kriz tecrübesi ışığında gelişmekte olan ülkeler uluslararası finansal sisteme daha da entegre bir yapı içerisine girmişlerdir.

2008 ABD'de başlayan ve Avrupa ile devam etmiş olup tüm dünyaya yayılan kriz tecrübesi dahi gelişmekte olan ülkelerin küreselleşme hareketinden geri kalmasına neden olmamıştır.<sup>253</sup>

---

<sup>252</sup> Aaditya Matoo, Arvind Subramanian, India and Bretton Woods II,2008, Peterson Institute, <https://piie.com/publications/papers/subramanian1108.pdf>, (11.08.2016)

<sup>253</sup> Roger G. Altman, "Further Geopolitical Consequences of The Financial Crisis", Foreign Affairs, Ağustos, 2009, <https://www.foreignaffairs.com/articles/2009-07-01/globalization-retreat>, (12.08.2016)

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının daha liberal bir şekilde hareket alanının genişlemesi, yabancı yatırımcılara piyasaların açılması ve bunların güçlü kurumlarla destekleniyor olması aynı zamanda bu ülkelerin makroekonomik alanda yapmış oldukları atılımlar yabancı yatırımcıların ve finansal kurumların bu ülkelere olan ilgisini daha da artırmıştır.<sup>254</sup>

Gelişmekte olan ülkelerin ABD öncülüğündeki bu sisteme daha da çok entegre olabilmelerinde 2008 krizi öncesinde ve sonrasında global anlamda kredi ve aşırı harcama neticesinde oluşan balonlar ve bunların neden olduğu krizlerin yaratmış olduğu ekstra genişlemeci para ve maliye politikalarının etkisi hiç de küçümsenmeyecek düzeydedir.

Uluslararası parasal sistemde gelişmekte olan ülkelere olan hareketler 2008 küresel kriziyle sekteye uğramış olsa da finansal anlamda gelişmekte olan ülkelerin yapmış oldukları reformlar ki bunlar yabancıların bu piyasalara rahatlıkla girebilmeleri, o ülkelerin hisselerini taşınmazlarını alabilmelerindeki esneklikler, bono piyasaların dışı açılması hareketleri her zaman gözde olabilmelerini sağlamıştır.

Toplam varlıklar ve yükümlülükler ile birlikte artan cari işlemler bilançosu açıklarına rağmen güçlü sermaye akımları neticesinde kendi toplam varlıklarına yatırım imkanlarını geliştirmekte olan ülkeler daha da artırmışlardır.

Uluslararası parasal sistemde ABD'nin hegemonyası altında devam eden olguda gelişmekte olan ülkeler bazı ciddi sorunlarla mücadele etmek zorunda kalmaktadırlar.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin incelenmesi adına dış borç/GSMH oranları 2008 krizinde artmış olsa da 2000'yi yıllar seviyesinde bulunmamaktadır. Bu artışın ana

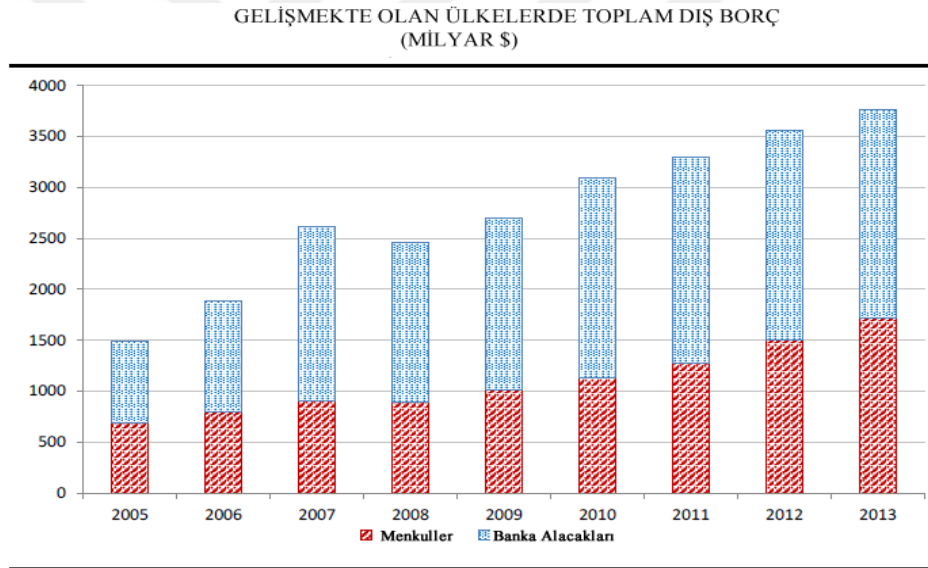
---

<sup>254</sup> Yılmaz Akyüz, "Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies", South Centre, Ocak 2015, [http://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/01/RP60\\_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev\\_EN.pdf](http://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/01/RP60_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev_EN.pdf), (12.08.2016)

kaynağı Özel sektörün ki ağırlıkla banka sendikasyon kredileri ve bono ihraçları yoluyla uluslararası piyasalardan yapmış oldukları borçlanmadan kaynaklanmaktadır.<sup>255</sup>

Uluslararası piyasalarda Lehman krizi sonrası borçlanma imkanlarının aniden toparlanması ve düşük faiz oranlarının desteklediği ucuz para bulma imkanları bu süreci destekleyen unsurlar olarak ön plana çıkmıştır.

Şekil-5.4'den de görüleceği üzere 2008-2013 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerde toplam dış borç kağıt ihraçları yoluyla inanılmaz boyutlara ulaşmıştır. ABD ve öncülüğündeki sistemin en önemli noktalarından biri bu ihraçların büyük oranda Dolar cinsinden yapılıyor olmakla birlikte tekrardan ABD tarafından basılan bu paranın kendisine dönmesiyle sonuçlanmaktadır.



**Şekil 5.4:** Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Borç (Milyar USD)

**Kaynak:** [http://www.southcentre.int/wpcontent/uploads/2015/01/RP60 Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev\\_EN.pdf](http://www.southcentre.int/wpcontent/uploads/2015/01/RP60_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev_EN.pdf), (13.08.2016) s.25

<sup>255</sup> Yılmaz Akyüz, "Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies", South Centre, Ocak 2015, [http://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/01/RP60 Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev\\_EN.pdf](http://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/01/RP60_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev_EN.pdf), (12.08.2016)

Son yüzyılda gelişmekte olan ülkelerin finansal sisteme entegrasyonlarının daha da sağlam adımlarla gerçekleştiğinin diğer bir göstergesi genişleyen dış ödemeler bilançoları ve sermaye akımlarının gelişmesi sürecidir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin çoğunda ki yine Çin ve Doğu Asya ülkeleri başı çekmektedir. Cari işlemler bilançoları radikal bir biçimde güçlü ihracat yapılarıyla artıya dönmüş bu sürece enerji ihracatı yapan ülkelerde enerji fiyatlarının pozitif rüzgarıyla destek olmuşlardır.

Asya'da kümülatif Cari işlemler bilançosu 2002-2007 yılları arasında fazla olarak \$1 trilyon Doları aşmış olmakla birlikte %85'ine fazlasını Çin sayesinde gerçekleştirmiştir.<sup>256</sup>

Asya ülkelerine akan sermaye akımları cari işlemler bilançosunun artıya dönmesi olgusu enerji ihracatı yapan ülkelerin aşırı boyutlarda gelirler etmesi sonucunda gelişmekte olan ülkelerde dış varlık biriktirme olgusu daha da hızlanmıştır.<sup>257</sup>

Varlıklar ihracatın olumlu performansı sebebiyle yükümlülüklerden daha fazla büyüyerek gelişmekte olan ülkelerde net dış varlıkların 1990'lı yıllarda negatif alandan pozitif alana yönelmesine katkıda bulunmuştur. Bununla birlikte 2008 küresel krizin etkisiyle gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler bilançosu fazlası net dış varlıkların GSMH'ya oranı 20011-2013 arasında yaklaşık %2 oranında düşerek bu pozitif havanın bozulmasına neden olmuştur.<sup>258</sup>

Genel anlamda ABD'nin öncülüğünde ki sisteme en büyük katkıyı yapan bölge Asya olarak karşımıza çıkmaktadır. Hem güçlü ihracat yapıları hem yüksek tasarruf oranları hem de yapay olarak döviz kurlarının değerini düşük tutarak yapmış oldukları global dengesizlikler sonucundaki rezerv birikimlerini Dolar cinsi varlıklara ve özellikle

---

<sup>256</sup> Lane and Milesi-Ferretti, "Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis", IMF Working Paper, Ağustos, 2014, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14151.pdf>, (14.08.2016)

<sup>257</sup> Yılmaz Akyüz, "Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies", South Centre, Ocak 2015, [http://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/01/RP60\\_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev\\_EN.pdf](http://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/01/RP60_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev_EN.pdf), (14.08.2016)

<sup>258</sup> Lane and Milesi-Ferretti, "Europe and Global Imbalances" ", IMF Working Paper, 2007 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07144.pdf>, (14.08.2016)



ABD'ye yatırarak sistemin işlerliliğini sürdürmede en önemli yapı taşlarından birisi durumundadır.

**Tablo 5.1:** Varlıklar, Yükümlülükler ve Net Dış Varlıklar

	A+L (Milyar USD)		(A+L)/GSYH		NFA/GSYH	
	2000	2013	2000	2013	2000	2013
Asia	1836	14287	81	106	-13	7
LAC	1935	6880	90	119	-34	-29
MENA	1476	5768	168	170	56	75
SSA	490	2501	141	190	-51	-10
CEE	528	2820	89	147	-38	-60
CIS	524	3801	149	135	3	4

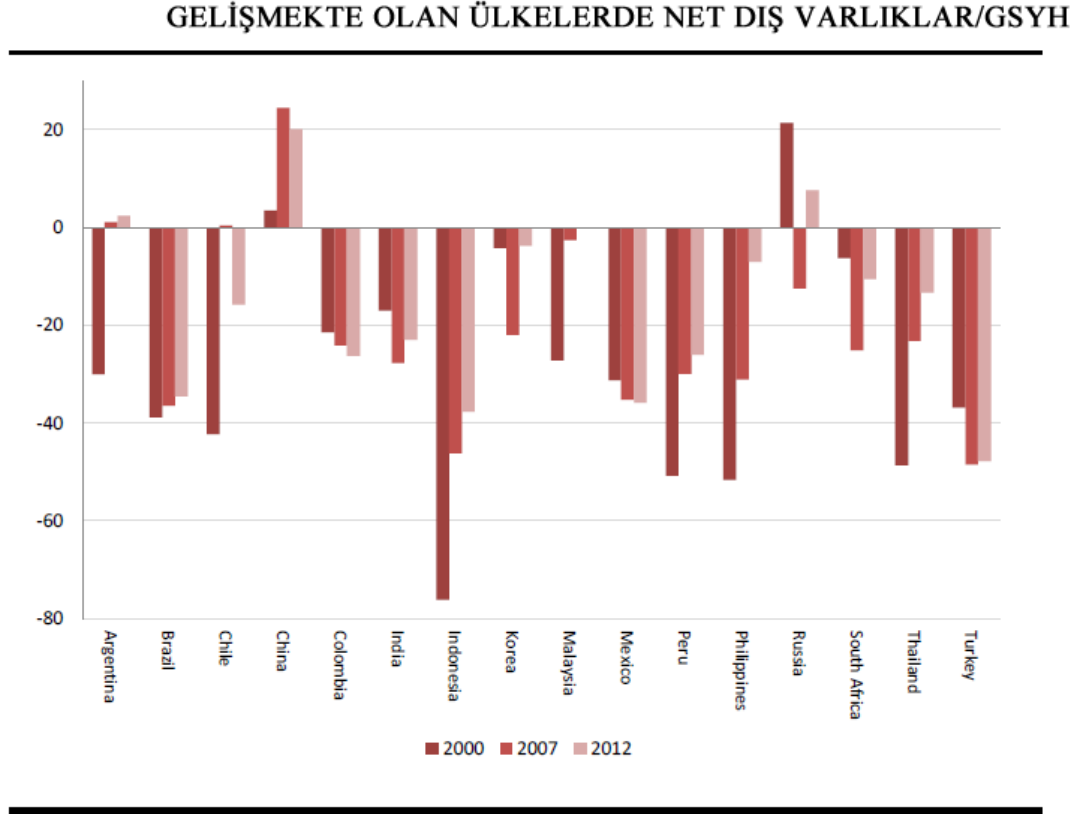
**Kaynak:**[http://www.southcentre.int/wpcontent/uploads/2015/01/RP60\\_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev\\_EN.pdf](http://www.southcentre.int/wpcontent/uploads/2015/01/RP60_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev_EN.pdf), (14.08.2016)

Tablo 5.1'den de görüleceği üzere Asya ekonomilerinin finansal entegrasyon olarak Varlıklar+Yükümlülüklerinin USD cinsinden 2000'den 2013 yılına artış oranı çok etkileyicidir. Bu sistemde özellikle dış varlıklarının artışı bu sürece katkı sağlayan en önemli unsurdur. Bu aynı zamanda Net dış varlıklarının negatif alandan pozitif alana dönmesine imkan sağlamıştır. Grafikte dikkat çekici diğer bir özellik ise içlerinde Türkiye'nin de bulunduğu Merkez ve Doğu Avrupa ülkelerinin (CEE) Net dış varlıklar pozisyonlarının yaşamış oldukları ciddi krizler neticesinde giderek kötüleşmesi olgusudur.

Gelişmekte olan ülkeler açısından diğer dikkat çekici bir olgu ise ABD hegemonyasındaki bu sistemde Net dış varlıkları/GSYH pozisyonlarının dikkat çekici değişimleridir.

Şekil -5.5'den de görüleceği üzere 2008 Global finans krizi sonrasında gerek sermaye akımları gerekse de Cari işlemler bilançolarının dengesiz yapısı ve buna uygun olmayan büyüme rakamları neticesinde 2012 yılı sonu itibariyle Çin ve Rusya hariç tüm

gelişmekte olan ülkelerde negatif net dış varlıklar pozisyonu bulunmaktadır. Özellikle Kolombiya, Hindistan, Meksika, Güney Afrika ve Türkiye geçmiş yıllara nazaran çok önemli bozulmalar kaydetmişlerdir.



**Şekil 5.5:** Gelişmekte Olan Ülkelerde Net Varlıklar/GSYH

**Kaynak:** [http://www.southcentre.int/wpcontent/uploads/2015/01/RP60\\_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev\\_EN.pdf](http://www.southcentre.int/wpcontent/uploads/2015/01/RP60_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev_EN.pdf), (15.08.2016) s.13

Gelişmekte olan ülkelerin çoğunluğu parasal sistem içerisinde uyumu ve entegrasyonu sağlayabilmek adına para birimlerini uluslararası sermaye akımları karşısında serbest dalgalanmaya bırakarak kendi gerçeklerinden ziyade finansal piyasaların risk iştahına kendilerini teslim etmişlerdir.

Gelişmekte olan ülkeler ABD Dolarına dayalı olan bu sistemde global finansal koşullara eşlik edebilmek adına kendi iç dinamiklerinin gerçeklerini bir yana bırakarak gerek varlık gerekse kredi krizlerinin yaşanmasına eşlik etmişlerdir.

Gelişmekte olan ülkelerde büyüyen dış borçlar, özel sektörün yurtdışından borçlanma oranlarındaki ciddi artışlar, yabancı yatırımcıların o ülkedeki menkul kıymetler piyasalarındaki ağırlıklarının artması olgusu sistemin sorgulanmasını daha da artırmıştır.

BRICS olarak adlandırılan ve ABD hegemonyasına karşı göstermiş oldukları başarılı performanslar neticesinde geleceğin en parlak ekonomileri arasında yer alacağı öngörülen ülkeler bile sistemin yapısı sonucunda karşılaşmış oldukları güçlükler neticesinde sorgulanır hale gelmişlerdir.

Kırılgan beşli ('fragile 5') olarak adlandırılan Hindistan, Endonezya, Brezilya, Türkiye ve Güney Afrika gibi ülkelere Arjantin, Şili ve Rusya'nın da eklenmesiyle Kırılgan sekizliye ('fragile 8') çıkmıştır.<sup>259</sup>

Gelişmekte olan ülkeler içerisinde özellikle Türkiye örneği dikkat çekici bir konumdadır. Sermaye girişlerindeki ani duruş (sudden stop) riski ki bu tabir Meksika krizi sonrasında Dornbush, Goldfajn ve Valdes tarafından kullanılmış olup, Sermaye girişinde aniden durması ,ödemeler dengesinde meydana gelen kriz ve büyümede yaşanan büyük orandaki gerileme olarak literatüre girmiş olup göz ardı edilmemesi gereken önemli bir risk olarak gözükmektedir.<sup>260</sup>

Türkiye örneğinde cari işlemler açığını ve dış borç ödemelerini yapmada yerleşik olmayanların hem ülke içindeki menkul kıymetleri hem de hisse senetlerini almasına bağlı olan ülke yapısı sermaye akımlarına ciddi şekilde bağlı bir yapısı olmakla birlikte sahip olduğu rezervler itibariyle cari işlemler bilançosu açıklarına ek olarak kısa vadeli dış borçlarını ödemede bunu karşılayabilme kapasitesi yabancı sermaye akımlarına bağlı olmadan son derece düşüktür.

---

<sup>259</sup> Lord J, EM Currencies: The Fragile Five. Morgan Stanley Research, 2013,

<http://www.morganstanleyfa.com/notfound.htm>

<sup>260</sup> Dornbush, Goldfajn ve Valdes, Currency Crisis and Collapses, 1995, Brookings Institute

[https://www.brookings.edu/wpcontent/uploads/1995/06/1995b\\_bpea\\_dornbusch\\_goldfajn\\_valdes\\_edwards\\_bruno.pdf](https://www.brookings.edu/wpcontent/uploads/1995/06/1995b_bpea_dornbusch_goldfajn_valdes_edwards_bruno.pdf) (16.08.2016)

## SONUÇ

Tarihsel süreç anlamında hegemon güç çeşitli dönemlerde dünya arenasında yalnızca ekonomik olarak değil, aynı zamanda politik anlamda da ağırlığını hissettirirken, tarih sahnesinde yer almış çoğu ülkenin bu durumunu uzun süre sürdüremediği ve çeşitli zorluklarla karşı karşıya kaldığı da bir gerçektir.

Uzunca bir süre boyunca hegemon güç olarak tüm dünyaya kendisini hissettiren İngiltere, yaşamış olduğu tecrübeler ışığında ekonomik, kültürel, sanatsal ve teknolojik açıdan sağlamış olduğu liderliği rezerv para birimi olma yolunda da kullanmıştır.

İngiltere ekonomisinin ve Sterlinin I. Dünya savaşı sonrasına kadar hegemon ülke olarak kabul edilmesinde özgürlükçü bireyleri, demokratik yapısı, serbest piyasa ekonomisi ve politikaların benimsenmesi, bununla birlikte güçlü ordusunun desteğiyle savaşlarda aldığı başarılar göz ardı edilmemelidir.

Tezin birinci bölümünde anlatıldığı gibi, İngiltere para biriminin hegemon güç olarak tarih sahnesinden silinmesinde ve onun yerine geçen ABD Doları'nın hala günümüzde bu ayrıcalıklı konumunu sürdürmesinde iki başat faktör çok önemli rol oynamıştır. Bunlar 1913 yılında FED'in yaratılma süreci ve I. Dünya savaşı sonrasında İngiltere'nin ekonomik anlamda almış olduğu ağır yıkımlardır.

I. Dünya savaşı ve Versay Anlaşmasının sonucunda ödenemeyen ciddi ülke borçları beraberinde ekonomik daralmaları getirirken, sonuçlar dünya sahnesine akılcı hamleleriyle ABD'yi yükselen güç olarak karşımıza çıkarmaktaydı. Savaş özellikle ABD'nin ciddi anlamda ekonomik olarak genişlemesine ve ihracatının artmasına neden olurken ABD, Londra'nın finans merkezi hakimiyetine son vermiştir.

II. Dünya savaşı sonrasında da siyasi ve iktisadi açıdan ABD'nin hegemon gücünün ağırlığını sarsacak ciddi bir olay olmamakla birlikte, I. Dünya savaşı sonrasında ekonomisi zaten güçlü bir devlet olan ABD, bunu politik anlamda da zirveye taşıdığı ve küresel anlamda başat aktör olarak sürdürdüğü bir dönem olmuştur.

ABD'nin II. Dünya savaşı öncesinde sağlamlaştırdığı hegemon gücü rolünü Bretton Woods sistemiyle daha da güçlendirmiştir. Rezerv para birimi olarak ABD Dolarını altına sabitleyerek uluslararası para sistemini kendi lehine olacak şekilde değiştirerek uluslararası ekonomi piyasasını yeniden şekillendirmiştir.

ABD hegemonyasını güçlendiren tek olgu rezerv para birimi olarak ABD Dolarının rolü değil, aynı zamanda Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası gibi dünyanın geleceğini hem ekonomik hem de politik anlamda yönlendirebilecek kurumların kurulmasına da zemin hazırlaması olmuştur.

ABD Dolarının II.Dünya savaşı sonrasında İngiltere'nin içine düşmüş olduğu ekonomik ve politik olumsuzluktan, hem siyasi hem de ekonomik becerisini kullanarak Sterlinin yerini rezerv para birimi olarak aldıktan sonra, bu bayrağı ne kadar bir süre daha sürdürebileceği, hep tartışma konusu olmaktadır

1971 yılı sonrasında ABD ekonomisi bir takım resesyonlar yaşamıştır. Bretton Woods sisteminde altına bağlanmış olan ABD Doları, yitiren itibarını bu sefer de petrol yoluyla geri kazanmaya çalışmıştır. Petro-Dolar sistemi aracılığıyla Ortadoğu'nun ekonomik kaynaklarının ABD'ye akması sağlanırken kısa süreli hegemonya krizine çözüm bulunmuştur.

Tezin ikinci bölümünde ele alındığı gibi, ABD ekonomisinin ve Doların kısa süreli yaşamış olduğu krizlere verdiği önemli cevaplardan birisi de finansallaşma başlığı altında incelenmiştir. Dünya parasal sisteminde, Bretton Woods sisteminin yıkılması neticesinde ekonomi alanında ciddi dönüşümler meydana gelmiştir. II. Dünya savaşı sonrasında dünya ekonomisinin parlak yapısı, 1970'li yıllara gelindiğinde, çoğu ekonomik oyuncuların kar hadlerinin düşmesiyle karşı karşıya gelmiştir.

Dünya genelinde düşen kar hadlerine kapitalizmin vermiş olduğu cevap finansallaşma olmuştur. Reel sektörün payı dünya ekonomisinde daha da azalırken finansal sektörün payı daha da artmıştır. Neoliberalizm ön plana çıkarken yeni finansal ürünler sisteme entegre edilmiştir. Düşen talebe verilen cevap finansal ürünlerin yaygınlaştırılması olmuştur.

ABD ekonomisinin son dönemlerde yaşamış olduğu krizler, cari açık konusunda endişe verici belirtiler ve federal hükümet borçları rezerv para birimi statüsünü koruyamaması gibi bir gerçeğin dünya tarafından sorgulanmasına neden olmaktadır.

Tezin üçüncü bölümünde incelendiği gibi, ABD'nin ekonomik büyüklüğü, sermaye hareketlerindeki serbestiyet derecesi, esnek döviz kuru uygulamaları, Makroekonomik politikalarda dünyaya öncülük etmesi, küresel krizler karşısında güvenli liman olarak görülmesi, finansal piyasalarındaki derinlik ve genişliği rezerv para konumunu daha da sağlamlaştırmaktadır.

ABD Dolarının ayrıcalıklı konumu önümüzdeki dönemlerde de tartışmaya açık olmakla birlikte, kendisine rakip olarak gösterilen para birimlerine karşı sahip olmuş olduğu güçlü avantajlar, rezerv para birimi olarak ABD Dolarının hegemonyasını daha da artırır niteliktedir.

Uluslararası finansal piyasaların birbirine bu denli bağlanmış olduğu bir ortamda, ABD Dolarına karşı rakip para birimlerinin de çıkmasının son derece normal karşılanması gerektiği bir gerçek olmakla birlikte, ABD Dolarının yerini rezerv para birimi olarak alabilme ihtimallerini kısa dönemde desteklememektedir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde incelendiği gibi, Uluslararası finansal piyasalarda Doların rolü halen küçümsenmeyecek derecede büyüktür. ABD Dolarının döviz kuru işlemlerindeki payının artması, uluslararası ticari işlemlerde faturalandırmadaki en çok kullanılan para birimi olması, petrol piyasalarında fiyatlamanın Dolar cinsinden tanımlanıp, ticaretinin yapılması en önemli örnekler arasında yer alırken, uluslararası borçlanma ve ödeme işlemlerinde en çok kullanılan para birimi olması ve diğer ülke Merkez bankaları tarafından rezerv çeşitlendirmede en çok tercih edilen para birimi olması Doların rezerv konumunu daha da güçlendiren etmenlerin başında gelmektedir.

Tezin beşinci bölümünde ele alındığı gibi, ABD Doları ve rakip olarak gösterilen para birimleri belirli ölçütler kullanılarak karşılaştırmalı bir şekilde incelenmiştir. ABD Dolarının rezerv para birimi olarak mevcut durumu ve geleceğe

yönelik beklentiler detaylı olarak analiz edilmiştir. Tüm ölçütler dahilinde kısa sürede ABD Dolarının hegemonyasını elinden alacak bir para birimi kısa dönemde gözükmemektedir.

Çin Yuanı, Euro, Yen ve son dönemlerde popülerliği artmış olan gelişmekte olan ülke para birimleri ile elektronik para birimleri gerek finansal yapılarının derinliği gerekse de politik anlamda karşılaşmakta oldukları zorluklar, bu para birimlerinin ABD Dolarına karşı elini son derece zayıflatmaktadır.

2008 Global krizi sonrasında tüm dünyaya yayılan likidite sorunu ve beraberinde ülke borçlarının gelmiş olduğu düzeylerde Avrupa Bölgesi iyi bir sınav verememiştir. Yunanistan, Portekiz, İtalya ve İspanya gibi önde gelen ülkeler ciddi bütçe ve kamu borçları sıkıntılarıyla karşılaşmış olup Euro'nun geleceğinin sorgulanmasına neden olurken, rezerv para birimi olarak ABD Dolarının büyük bir rakibinin saf dışı kalmasına neden olmuşlardır

Çin Yuan'ı açısından bakıldığında ise, Çin'in devasa büyüklükte bir ekonomi olmasına rağmen, sermaye piyasalarının yeterli hacim ve derinliğe ulaşamamış olması, yabancı yatırımcılara sürekli engeller çıkarılıyor olması, rezerv para olma yolunda Çin'in daha bir çok girişimi yapması zorunluluğunu gündeme getirmektedir.

Çin ekonomi yönetiminin ülke içine para girişlerine uygulamış olduğu engellerin yanı sıra sermaye kontrollerini artırması, yabancı yatırımcıları rezerv para birimi olarak Yuanı tercih etmelerine engel olmaktadır.

Çin'in rezerv para birimi olma yönündeki en büyük engellerden birisi de hiç kuşkusuz esnek bir döviz kuruna sahip olmamasıdır. Rezerv para birimi olarak sermaye hareketleri serbestliği ve esnek döviz kuru sistemi en önemli kriterler olarak gösterilirken, Çin'in bu kriterleri sağlamadaki başarısızlığı Doların egemenliğini artırmada önemli rol oynamaktadır.

Uluslararası finansal piyasaların güvenli limanı olarak nitelendirilen Altının da tarihsel açıdan bazı dönemlerde Dolarla kıyaslanmasına neden olmuştur. Özellikle

Dolara olan güvenin sarsıldığı, enflasyonist durumların ortaya çıktığı ve savaş gibi kaotik hadiselerin olduğu durumlar bunlara örnek gösterilebilir.

Altının rezerv para birimi olarak Doların yerine geçebilecek bir para birimi olması şu aşamada çok zor gözükmemektedir. Finansal sistemin günümüzde gelmiş olduğu noktada piyasa oyuncularının ve kurumlarının ihtiyaçlarına cevap verebilecek düzeyde gözükmemektedir.

Altının uluslararası işlemlerde rezerv para birimi olarak tercih edilmemesindeki en büyük engel, likiditesinin yeterli düzeyde sağlanamaması olgusudur. Likiditesi üretime bağlı olduğundan, Dolara rakip olarak bir para birimi olarak gözükmemektedir.

Uluslararası parasal sistemde küreselleşmenin gelmiş olduğu seviye itibariyle, internet teknolojilerinde meydana gelen önemli gelişmeler, elektronik para birimlerinin de gündeme gelmesine neden olmuştur.

Günümüzde fiziksel bir yapıya sahip olmayan elektronik para birimleri, ABD Dolarının hegemonyasına rakip olarak tartışılmaya başlanmıştır. Elektronik para birimlerinin fiyatlarının aşırı derecede hareket etmeleri, yeterli güvenlik sistemlerine sahip olmamaları, arz esnekliklerinin sağlanamaması rezerv para birimi olma yolunda çok geride olduklarını kanıtlamaktadır.

ABD'nin rezerv para birimi olarak hegemonyasını sürdürdüğü bu ortamda gelişmekte olan ülkeleri de ciddi zorlukların beklediği bir gerçektir. Özellikle sermaye akımlarının bu denli arttığı bir çağda, sahip oldukları kırılgan yapıları, bu ülkeleri sıcak para akışlarına bağımlı hale getirmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalarda borçlanabilme imkanları likiditesinden dolayı ağırlıklı olarak USD cinsi varlıklar cinsinden karşılanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin yalnızca bütçe açıkları değil, aynı zamanda kamu açıklarını fonlamada ABD Dolarının varlığı küçümsenemeyecek boyutlardadır.

Gelişmekte olan ülkeleri, ABD ve onun para birimi olan Dolara bağımlılığını artıran diğer bir etken ise FED'in izlemiş olduğu para politikası yöntemidir. FED'in faiz



oranları kanalıyla dünya ekonomisini istediği gibi yönlendirmesi fonlamaya açık olan gelişmekte olan ülkeleri ABD'ye daha muhtaç konuma getirmiştir.

Sermaye hareketlerinin aşırı derecede serbest olduğu finansal piyasalarda Gelişmekte olan ülkelerin “sudden stop” (aniden durma) tehlikesine karşı en açık ülkeler kategorisinde olduğu kanıtlanmıştır. Uluslararası parasal sistemin işleyişi açısından, Doların hegemonyasını artıran en önemli unsurların başında bu sermaye hareketlerini kendi ülkelerine çekmeye çalışan gelişmekte olan ülkeler gelmektedir.

Bretton Woods I sisteminde Japonya ve Batı Avrupa ülkeleri ABD'nin merkezde olduğu bu sistemde, para birimlerini değersiz tutarak ve döviz kurlarını Dolara sabitleyerek hem aşırı boyutlarda ABD Doları'na dayalı rezervler biriktirirken, hem de ihracata dayalı ekonomik büyüme modellerini başarıyla desteklemişlerdir.

Bretton Woods II sisteminde ise Asya ülkeleri bu görevi günümüzde üstlenmişlerdir. Özellikle Çin bu çevrenin yeni başat aktörü olarak para biriminde yaptığı devasa boyutlardaki değer kayıpları sayesinde inanılmaz boyutlarda rezerv birikimi yapmış, bunları da ABD'yi finanse amacıyla dolaylı olsa da başarmıştır.

ABD Dolarının önümüzdeki yüzyıllarda da tartışılmaya devam edeceği gerçek olmakla birlikte, sahip olduğu ayrıcalıklı konumu, yaşamış olduğu ekonomik ve politik tecrübeler ışığında, finansal piyasalarının sağlam kurumlar ve kurullarla desteklenmiş olması, merkez-çevre sarmalında çevre tarafından her zaman güvenli liman olarak algılanması durumu rezerv para birimi olarak sahip olduğu hegemon rolünü uzunca yıllar boyunca sürdürebilme olasılığını artırmaktadır.

Sonuç olarak, çalışmadaki temel hipotez; ABD ekonomisi ve Dolarının yaşamış olduğu krizler ve karşısında rakip olarak yükselen yeni para birimlerine rağmen ekonomik ve politik olarak atmış olduğu başarılı adımlar neticesinde, rezerv para konumunu güçlendirerek sürdüreceğidir. Tezin genelinde yapılan detaylı çalışma neticesinde varılan sonuçlar tezin hipotezini doğrular niteliktedir.

# KAYNAKÇA

## Kitaplar

Acemoğlu, Daron ve Robinson James, **Ulusların Düşüşü Güç, Zenginlik ve Yoksulluğun Kökenleri**, 1.Basım, İstanbul: Doğan Yayıncılık, 2013.

Alkan, Levent **Küresel Sistemik Krizin Anatomisi**, 1. Basım, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2009.

Arrighi, Giovanni **Adam Smith Pekin’de 21.Yüzyılın Soykütüğü**, 2.Basım, İstanbul: Yordam Kitap, 2010.

Beeson, M. ve Broome A. (2008) “**Watching from the Sidelines: The Decline of the IMF’s Crisis Management Role**”, Contemporary Politics, 14 (4), s.395.

Boratav, Korkut **Bir Krizin Kısa Hikayesi**, 1. Basım, Ankara: Arkadaş Yayıncılık, 2009.

Eichengreen, Barry **Exorbitant Privilege The Rise and Fall of The Dollar**, 1.Basım, İngiltere: Oxford University Press, 2012.

Fischer, Stanley Startz Richard and Durnbush Rudi, **Makroekonomi** 9. Basım, Ankara: Gazi Kitabevi, 2007.

Frank, Andre Gunder **Yeniden Doğu Asya Çağında Küresel Ekonomi**, 1.Basım, Ankara: İmge Kitabevi, 2010.

Harvey, David “**The New Imperialism**”, 2.Basım, İngiltere, Oxford University Press, 2005, s.19

Held, David ve Mcgrew, Anthony **Küresel Dönüşümler Büyük Küreselleşme Tartışması**, 1. Basım, Ankara: Phoneix Yayınları, 2008.

- James, Harold **International Monetary Cooperation Since Bretton Woods**, 1. Basım, New York: Oxford University Press, 1996
- Johnston, Deborah and Filho Saad Alfred, **Neoliberalizm**, 1. Basım, İstanbul: Yordam Kitabevi, 2008.
- Kathleen, Burk **Britain, America, and the Sinews of War, 1914-1918**, ABD:The University of Chicago,1987,s78.
- Kindleberger, Charles ve Aliber Robert **Maniasi Panics, and Crashes**, 5. Basım, New Jersey: Wiley, 2005.
- Kissinger, Henry **Dünya Düzeni**, 1. Basım, İstanbul: Boyner Yayıncılık, 2016.
- Kotler, Philp **Ulusların Pazarlanması**, 2. Basım, İstanbul: Kültür Yayıncılık, 2005.
- Krugman, Paul Obstfeld Maurice ve Melitz Marc, **International Economics: Theory and Policy**, 10. Basım New York: Pearson Series, 2014.
- L., Pauly (1997) **Who Elected the Bankers: Surveillance and Control in the World Economy**, Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Lewis, Bernard **Tarih Notları Bir Ortadoğu Tarihçisinin Notları**, Ankara: Arkadaş Yayınevi, 2014.
- Martin, Horn **Britain,France, and Financing the First World War**, 1.Basım, New York:Oxford University Press, 2002
- Mazower, Mark **Dünyayı Yönetmek**, 1. Basım, İstanbul: Alfa Yayınevi, 2015.
- Mishkin, Frederic **Para Teorisi ve Politikası**, 1. Basım, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 2007.
- Mishkin, Frederic **Economics of Money, Banking, Financial Markets**, 7.Baskı, London, Wesley Series, 2004.

- Özel, Saruhan **Global Dengesizliklerin Dengesi**, 1. Basım, İstanbul: Alfa Yayıncılık, 2008.
- Parker, Geoffrey **Cambridge Savaş Tarihi**, 1. Basım, İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 2014.
- Peter, Gatrell **Poor Russia, Poor Show: Mobilizing a Backward Economy for War, 1914-1917**, Cambridge: Cambridge University Press, 2005,s.239-250.
- Prasad, S. Eswar **The Dollar Trap How The U.S. Dollar Tightened Its Grip On Global Finance**, 1.Basım, İngiltere: Princeton University Press, 2014.
- Rickards, James **Currency Wars: The Making of The Next Global Crisis**, 1. Basım, Londra: Penguin Books, 2011.
- Rogoff, Kenneth ve Reinhart Carmen, **Bu Defa Farklı**, 1.Basım, İstanbul: Ntv Yayıncılık, 2010.
- Roubini, Nouriel **Crisis Economics**, 1. Basım, New York: Penguin Yayıncılık, 2010.
- Seyidoğlu, Halil **Uluslararası İktisat**, 18. Basım, İstanbul: Güzem Can Yayınevi, 2013, s.543.
- Thomson, Grahame and Hirst Paul, **Küreselleşme Sorgulanıyor**, 4. Basım, Ankara: Dost Kitabevi, 1996.
- Varufakis, Yanis **Küresel Minotauros Amerika, Avrupa ve Küresel Ekonominin Geleceği**, 1. Basım, İstanbul: Encore Yayınevi, 2015.

## İnternet Kaynakları

- Aaditya, Matoo Arvind Subramanian, India and Bretton Woods II,2008, Peterson Institute, <https://piie.com/publications/papers/subramanian1108.pdf>, (11.08.2016)
- Akyüz, Yılmaz “Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies”, South Centre, Ocak 2015, [http://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/01/RP60\\_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev\\_EN.pdf](http://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2015/01/RP60_Internationalization-of-Finance-and-Changing-Vulnerabilities-in-EDEs-rev_EN.pdf), (12.08.2016)
- Al, İbrahim “Uluslararası Parasal Sistemde Alternatif Arayışlar”:Dünya Parasının Uygulanabilirliği,[https://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG\\_/29/131-142.pdf](https://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG_/29/131-142.pdf), s.1 (21.04.2016)
- Al, İbrahim “Uluslararası Sistemde Alternatif Arayışlar”  
<http://www.tiger.edu.pl/publikacje/dist/mundell2.pdf>, s.1.
- Andrea, Beltratti. and Bernardo Bertolotti, “The Nontradable Share Reform in the Chinese Stock Market: The Role of Fundamentals” 2007, <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/ba00118048a7e555a11fe76060ad5911/BeltrattiBortolotti%2B-%2BThe%2BNontradable.pdf?MOD=AJPERES&ContentCache=NONE>, (23.03.2016), s2.
- Anna, J. Schwartz,” Alternative Monetary Regimes: The Gold Standard”,1987, NBER, <http://www.nber.org/chapters/c7511>, (24.02.2015)
- Anton, Badev and Matthew Chen, Bitcoin: Technical Background and Data Analysis,2014,<https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2014/files/2014104pap.pdf>,s.16 (09.042016)
- Arestis, Philip.”Financial Globalization:The Need For a Single Currency and A Global Central Bank”, Journal Of Post Keynesian Economics,2005, Vol.77. No.3, <http://www.heterodoxnews.com/htnf/htn71/16490389.pdf>, (03.10.2015) s.507.

- Atıf, Doğuhan Türkiye İş Bankası, Elektronik Para Birimleri, Mayıs 2014, [https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar\\_04\\_2014.pdf](https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar_04_2014.pdf), (09.04.2016)
- B,Gokay. Two Pillars of US Global Hegemony, <http://eprints.keele.ac.uk/1086/1/MCI%2BTwo%20pillars%20of%20US%20global%20hegemony.Gokay.pdf>, s.10, (20.08.2016)
- Barry, Eichengreen. NBER,Global Imbalances and The Lessons of Bretton Woods,2004, <http://www.nber.org/papers/w10497.pdf>, (12.09.2015),s.20
- Basel III:The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools, 2013, <http://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>, (14.11.2015)
- Başaran, Cüneyt. “Çin ne Yapmaya Çalışıyor” Habertürk Gazetesi, 12.08.2015, <http://www.haberturk.com/yazarlar/cuneyt-basaran/1114625-cin-ne-yapmaya-calisiyor>, (08.12.2015)
- BEA,<http://www.bea.gov/newsreleases/international/intinv/intinvnewsrelease.htm>, (23.11.2015)
- Beeson, M. ve Broome, A. (2008) “Watching from the Sidelines: The Decline of the IMF’s Crisis Management Role”, Contemporary Politics, 14 (4), s.395.
- BIS, “Internatinal Banking and Financial Developments”, [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1512.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1512.pdf) , s.22. (31.01.2016)
- BIS, Global Dollar Credit, 2015, <http://www.bis.org/publ/work483.pdf>, (31.01.2016), s.7.
- BIS, Reserves and International Liquidity, 1988, <http://www.bis.org/publ/econ22.pdf>, (09.10.2015), s72.
- BIS, Triennial Central Bank Survey, Foreign exchangeturnover in April 2013:preliminary global results, <http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>, s.3.
- Borio, Claudio and Galati Gabriele, BIS, FX reserve management: trends and challenges,2008, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap40.pdf>, (03.12.2015), S.8.

- Bureau of Economic Analysis, International Data, [http://bea.gov/iTable/index\\_ita.cfm](http://bea.gov/iTable/index_ita.cfm)
- Carol, C. Bertaut and Laurie Pounder, "The Financial Crisis and U.S. Cross-Border Financial Flows", [http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2009/article\\_s/crossborder/default.htm](http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2009/article_s/crossborder/default.htm), Federal Reserve Bulletin, 2009, Vol.95, (09.11.2015)
- Chijioke, Nelson, "Forex reserve plunges further to six months import cover", The Guardian, 20.04.2015, <http://www.ngrguardiannews.com/2015/04/forex-reserve-plunges-further-to-six-months-import-cover/> (02.12.2015)
- China Forex Reserves in Record Fall as Beijing Tries to Calm Markets, 2015, <http://www.worthynews.com/21642-china-forex-reserves-in-record-fall-as-beijing-tries-to-calm-markets> (10.11.2015)
- Clarida, H. Richard. NBER, From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege, 2007, <http://www.nber.org/chapters/c0121.pdf>, (23.11.2015), s.10
- Cline, William and Williamson John Peterson Institute For International Economics, Currency Wars, 2010, <https://piie.com/sites/default/files/publications/pb/pb10-26.pdf> (06.12.2015) s.1.
- Cline, William. Peterson Institute, Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, May 2015 <http://www.iie.com/publications/pb/pb15-8.pdf>, s.2.
- David, R. Sterry, Introduction to Bitcoin Mining, <http://euro.ecom.cmu.edu/resources/elibrary/epay/IntroductiontoBitcoinMiningSterry.pdf>, s.10, (09.04.2016)
- David, Yermack. Is Bitcoin a Real Currency?, [http://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con\\_046391.pdf](http://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con_046391.pdf) 2013, s.4. (09.04.2016)

- Davide, Furceri. "From Currency Unions to A World Currency: A Possibility," [http://www2.southeastern.edu/orgs/ijae/index\\_files/IJAE%20SEPT%202007%20A2%20FURCERI%2010-16-2007%20FINAL%20OK.pdf](http://www2.southeastern.edu/orgs/ijae/index_files/IJAE%20SEPT%202007%20A2%20FURCERI%2010-16-2007%20FINAL%20OK.pdf), s.2.
- De, Grauwe. Paul "The Governance of a Fragile Eurozone", CEPS,2011, <https://www.ceps.eu/system/files/book/2011/05/WD%20346%20De%20Grauwe%20on%20Eurozone%20Governance.pdf>
- Deutsche Bundesbank Monthly Report, The Role of Deutsche Mark as an International Investment and Reserve Currency, [https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly\\_Report\\_Articles/1997/1997\\_04\\_international\\_investment.pdf?blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly_Report_Articles/1997/1997_04_international_investment.pdf?blob=publicationFile),
- Dobbs, Richard. Mc Kinsey Global Institute, An Exorbitant Privilege, 2009, [http://www.mckinsey.com/insights/economic\\_studies/an\\_exorbitant\\_privilege](http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/an_exorbitant_privilege),(17.10.2015), s15.
- Dooley, Folkerts-Landau ve Garber, An Essay on the Revived Bretton Woods, NBER Working Paper 9971, Eylül, 2003, <http://www.nber.org/papers/w9971>, (11.08.2016)
- Dore, Ronald "Financialization of the Global Economy", Industrial and Corporate Change, Volume:17 Number:6, 2008, <https://myweb.rollins.edu/tlairson/seminar/financeglb.pdf>, (12.11.2016)
- Douglas, J. Elliott and Kai Yan, "The Chinese Financial System", 2013, BrookingsEnstitute,<http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2013/07/0hinese-financial-system-elliott-yan/chinese-financial-system-elliott-yan.pdf>, (23.03.2016)
- Durden, Taylor. <http://www.zerohedge.com/news/2015-08-30/71-trillion-global-sovereign-wealth-fund-assets-infographic> (03.12.2015)
- Durmuş, Mustafa "Aşırı Birikim-Finansallaşma İlişkisinin 2008 Krizi Bağlamında Analizi", [http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V21\\_N77\\_A01.pdf](http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V21_N77_A01.pdf), (26.11.2016)



- Dünhaupt, Petra “Financialization and the Crises of Capitalism”, International Political Economy, No:67, 2016, [http://www.ipe-berlin.org/fileadmin/downloads/Papers\\_and\\_Presentations/IPE\\_WP\\_67.pdf](http://www.ipe-berlin.org/fileadmin/downloads/Papers_and_Presentations/IPE_WP_67.pdf) (14.11.2016)
- ECB, The International Role of The Euro,2015, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201507.en.pdf>, (15.11.2015)
- Eddie van Der Walt, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-23/gold-set-for-longest-run-of-weekly-losses-since-12-on-rate-bets>, 03.04.2016
- Ege, Börteçin. Sanal Dünyanın Gerçek Parası, 2013, [http://bortecin.com/sanal\\_d%C3%BCnyanın\\_gercek\\_parasi\\_bitcoin.pdf](http://bortecin.com/sanal_d%C3%BCnyanın_gercek_parasi_bitcoin.pdf), s.23
- Eichengreen, B and M Flandreau (2010), “The Federal Reserve, the Bank of England and the rise of the dollar as an international currency, 1914-39”, BIS Working Papers, No. 328. <http://www.bis.org/publ/work328.pdf>
- Eichengreen, B, L Chitu and A Mehl (2014), “Network Effects, Homogeneous Goods and International Currency Choice: New Evidence on Oil markets from an Older Era”, ECB Working Paper, No. 1651, March 2014. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1651.pdf?4cbfddb2a5bd34e3cd36f9c63ca60b3a>
- Eichengreen, Barry and Masahiro Kawai, RMB Internationalization: Achievements, Prospects and Challenges, Brookings Institution Press for ADBI, 2015, [http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/12\\_Ito\\_Chinn\\_Redback.pdf](http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/12_Ito_Chinn_Redback.pdf)
- Eichengreen, Barry. Livia Chițu and Arnaud Mehl, THE CURRENCY COMPOSITION OF INTERNATIONAL RESERVES IN THE LONG RUN, ECB, 2014, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1715.pdf?485e29e6bbcf9684dfb4cc545b2aefc>, (09.01.2016) s.6.

- Eichgreen, Barry “Sterling’s Past, Dollar’s Future”, NBER, 2005, No.11336, <http://www.nber.org/papers/w11336.pdf>, (14 Aralık 2014), s.7.
- Estimation of Job Creation From the American Recovery and Reinvestment Act of 2009, The White House, [https://www.whitehouse.gov/assets/documents/Job-Years\\_Revised5-8.pdf](https://www.whitehouse.gov/assets/documents/Job-Years_Revised5-8.pdf), (24.10.2015), s.2.
- European Central Bank (ECB), “The International Role of The Euro”, 2014, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurointernationalrole201407en.pdf?ee5b8a0c0066ecec80924d94524859e8>, (09.01.2016) s.35.
- Federal Reserve of Newyork Statement, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/monetary20101103a1.pdf> (09.12.2015)
- Federal Reserve, <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/Current/> (16.10.2015)
- Fischer, W. “Hyperinflation In The Weimar Republic”, 2011, <http://researchonline.jcu.edu.au/21599/3/21599.pdf>, (22.02.2015). s.3.
- Fischer, W. “Hyperinflation In The Weimar Republic”, 2011, <http://researchonline.jcu.edu.au/21599/3/21599.pdf>, (22.02.2015). s.4.
- Flandereu Marc, NBER, ”The Rise and Fall of The Dollar, Or When Did The Dollar Replaca Sterling As The Leading International Currency” 2008, [http://www.nber.org/papers/w14154.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w14154.pdf?new_window=1), (24.01.2015), s.8.
- Foster, Jellamy “The Financializaiton of Accumulation”, Monthly Review, Vol:62 No:5, <http://monthlyreview.org/2010/10/01/the-financialization-of-accumulation/> , 2010, (12.11.2016)
- Foster, Jonh Bellamy “The Financializasion of Capitalism”, Montly Review, Vol:58 No:11, 2007, <http://monthlyreview.org/2007/04/01/the-financialization-of-capitalism/>, (26.11.2016)
- Foster, Jonh Bellamy ”Baran and Sweezy’s Monopoly Capital, Then and Now”, Montly Review, Vol:67 No:6, 2015, <http://monthlyreview.org/2015/11/01/baran-and-sweezys-monopoly-capital-then-and-now/> (26.11.2016)

- Francis, M. Bator. "NO GOOD CHOICES LBJ and the Vietnam/Great Society Connection", 2006, American Academy, <http://www.amacad.org/publications/batorweb.pdf>, s.10.
- Frankel, Jacob. International Reserves Under Alternative Exchange Rate Regimes and Aspects of The Economics of Managed Float, NBER, 1978, <http://www.nber.org/papers/w0287.pdf>, (09.01.2016), s.5.
- Frankel, Jeffrey "The rise of the renminbi as international currency: Historical precedents", 2011, <http://voxeu.org/article/rise-renminbi-international-currency-historical-precedents>
- Franklin Templeton Investments, Significant Slip—or Just a Blip—in Emerging Markets' Foreign Exchange Reserves?, 2015, <http://mobius.blog.franklintempleton.com/2015/04/24/significant-slip-just-blip-emerging-markets-foreign-exchange-reserves/> (29.11.2015), s.2.
- Fred, Magdoff and Foster J.B. "Financial Implosion and Stagnation", Monthly Review, Vol:60, No:7, <http://monthlyreview.org/2008/12/01/financial-implosion-and-stagnation/> (14.11.2016)
- Fuzaro, Lorenzo. Gramsci's Concept of Hegemony at The National and International Level, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.466.7599&rep=rep1&type=pdf>, Ağustos 2010,
- Global Research, Russia Precipitates the Abandonment of the SWIFT International Payments System among BRICS Countries, 2015, <http://www.globalresearch.ca/russia-precipitates-the-abandonment-of-the-swift-international-payments-system-among-brics-countries/5480183> (16.01.2016)
- Global Research, Washington's Financial Currency War on China: The Eclipsing of the US Dollar by the Yuan, <http://www.globalresearch.ca/washingtons-financialcurrency-war-on-china-eclipsing-of-us-dollar-by-yuan/5473064> (12.12.2015)

- Goldberg, Linda, Krogstrup Signe and Rey Helene Rey, “Why is Financial Stability Essential for Key Currencies in the International Monetary System”, 2014, CEPR’s Policy Portal, <http://voxeu.org/article/new-thinking-reserve-currency-status>,
- Goldfajn, Dornbush and Valdes, Currency Crisis and Collapses, 1995, BrookingsInstitute[https://www.brookings.edu/wpcontent/uploads/1995/06/1995b\\_bpea\\_dornbusch\\_goldfajn\\_valdes\\_edwards\\_bruno.pdf](https://www.brookings.edu/wpcontent/uploads/1995/06/1995b_bpea_dornbusch_goldfajn_valdes_edwards_bruno.pdf) (16.08.2016)
- Grassman, S. 1973. “A Fundamental Symmetry in International Payments Patterns,” Journal of International Economics, May, 3(2), pp. 105-16.
- Greek Government Deficit and Debt Statistics, 2010, [http://ec.europa.eu/eurostat/documents/4187653/6404656/COM\\_2010\\_report\\_greek/c8523cfa-d3c1-4954-8ea1-64bb11e59b3a](http://ec.europa.eu/eurostat/documents/4187653/6404656/COM_2010_report_greek/c8523cfa-d3c1-4954-8ea1-64bb11e59b3a) (08.11.2015)
- Greenspan, A. (1999), “Currency Reserves and Debt”, Remarks Before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington,D.C. (29 Nisan 1999)
- Gürse, Uğur “Çanlar Kur Savaşı için Çalışıyor”, Radikal Gazetesi, 24.11.2014, [http://sosyal.hurriyet.com.tr/yazar/ugur-gurses\\_526/canlar-kur-savasi-icin-caliyor\\_27637873](http://sosyal.hurriyet.com.tr/yazar/ugur-gurses_526/canlar-kur-savasi-icin-caliyor_27637873) (08.12.2015)
- Hanemann, Thilo China’s International Investment Position:2014 <http://rhg.com/notes/chinas-international-investment-position-2014-update>, (23.11.2015)
- Hanspeter, K. Scheller, ECB, “History, Role and Functions”, 2004, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2004en.pdf> (26.03.2016).
- Harvey, David “A Brief History of Neoliberalism”, <http://rebels-library.org/files/d3Thompson-1.pdf>, 2005, (12.11.2016)

- Hiro, Ito-Menzie Chinn, Chinn-Ito Financial Openness Index, 2014, [http://web.pdx.edu/~ito/Readme\\_kaopen2012.pdf](http://web.pdx.edu/~ito/Readme_kaopen2012.pdf), (20.02.2016), s.9.
- Hiro, Ito and Menzie Chinn, "The Rise of the "Redback" and China's Capital Account Liberalization: An Empirical Analysis on the Determinants of Invoicing Currencies", 2014, [http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/Chinn-Ito\\_RMB.pdf](http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/Chinn-Ito_RMB.pdf), s.7.
- <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (03.12.2015)
- Hughes, R.T. "Fluctuations in Trade, Industry and Finance: A Study of British Economic Development, 1850-1860", The Economic Journal, Vol. 71, No. 281, <http://www.jstor.org/stable/2228232> (20 Ocak 2015) s.4.
- Hutchinson, Martin , "Is It 1932 – or 1923?", Money Morning (Nisan 9, 2009). <http://moneymorning.com/2009/04/09/financial-crisis-hyperinflation>
- I.S Gulati, International Monetary Retorms in Retrospect and ProspectC ommonwealth Economic Paper No. 7, London, (1977)
- IMF, Global Financial Stability Report, 2012, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/pdf/text.pdf>, (14.11.2015)
- IMF, Review of the Method of the Valuation of the SDR- Initial Considerations, 2015, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/071615.pdf>
- IMF, Review of the Special Drawing Right (SDR) Currency Basket, <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/sdrcb.pdf>, s.1.
- IMF, "Özel Çekme Hakları", 2009, <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/tur/sdrt.pdf>, (25.09.2015)
- J.H.Riddle, NBER, "British and American Plans for International Currency Stabilization" <http://www.nber.org/chapters/c4631.pdf>, (05.05.2015), s.2.
- James, E. Westheider, "The Vietnam War", 1973, Greenwood Press, <http://hfs1.duytan.edu.vn/upload/ebooks/1696.pdf>, s.6.

- James, Harold “The Multiple Contexts Of Bretton Woods”, Oxford Review of Economic Policy, 2012, Vol.28, [https://wps.princeton.edu/system/files/research/documents/james\\_the\\_multiple\\_contexts\\_of\\_bretton\\_woods.pdf](https://wps.princeton.edu/system/files/research/documents/james_the_multiple_contexts_of_bretton_woods.pdf), (06.05.2015), s.2.
- James, M. Boughton IMF, “Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System” <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0252.pdf>, (05.05.2015), s.4.
- Judge, Philip Lessons From the London Gold Pool, Gold-Eagle, 21.05.2011, <http://www.gold-eagle.com/article/lessons-london-gold-pool> (24.09.2015)
- Junxin, Sun and Ning Yu, “The U.S. Trade Deficit, Dollar Value and Financial Issues”, JOURNAL OF CHINESE ECONOMICS, 2014, Vol.2 No.1 (08.11.2015) s.1. <http://journals.sfu.ca/nwchp/index.php/journal/article/viewFile/23/26>
- Koehn, Janet, Dallas Fed, “Hyperinflation in Zimbabwe”, 2011, <https://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/annual/2011/annual11b.pdf>, s.15.
- Krantz, Matt Downgrade! Only 3 U.S. companies now rated AAA, 2014, <http://americasmarkets.usatoday.com/2014/04/11/downgrade-only-3-u-s-companies-now-rated-aaa/>, (14.11.2015)
- Krippner, Greta R. “The Financialization of The American Economy”, Socio-Economic Review, 2005, <http://courses.umass.edu/econ711-rpollin/Krippner---Financialization%202005.pdf> (13.11.2016)
- Krugman, Paul “The International Role of The Dollar”, University of Chicago Press, 1984, <http://www.nber.org/chapters/c6838.pdf>, s.5
- Krugman, Paul The International Role of The Dollar: Theory and Prospect, NBER, 1980, <http://www.nber.org/chapters/c6838.pdf>, (02.01.2016) s.4.
- L. Pauly, (1997) Who Elected the Bankers: Surveillance and Control in the World Economy, Ithaca, NY: Cornell University Press.

- Labonte, Marc ve Nagel Jared, CRS, Foreign Holders Of Foreign Debt, 2015, <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/RS22331.pdf>, (19.11.2015), s.1.
- Lane, and Milesi-Ferretti, “Europe and Global Imbalances” ”, IMF Working Paper, 2007 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07144.pdf>, (14.08.2016)
- Lane, and Milesi-Ferretti, “Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis”, IMF Working Paper, Ağustos, 2014, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14151.pdf>, (14.08.2016)
- Lapavistas, Costas “Theorizing Financialization”, SAGE, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.669.4781&rep=rep1&type=pdf>, 2011, (12.11.2016)
- Livia, Chițu and Barry Eichengreen, Arnaud Mehl, “One or multiple international currencies Evidence from the history of the oil market” VOX, 2014, <http://www.voxeu.org/article/there-room-more-one-international-currency>, 07.02.2016
- Lord, J, EM Currencies: The Fragile Five. Morgan Stanley Research, 2013, <http://www.morganstanleyfa.com/notfound.htm>
- Ma, Guonan, and Robert McCauley, “Is China or India More Financially Open?” BIS Working Paper, 410, 2013, <http://www.bis.org/publ/work410.pdf>
- McKinnon, R (1979), *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*, Oxford University Press, Oxford.
- Menzie, Chinn and Jeffrey Frankel, “Why the Euro Will rival the Dollar”, International Finance, [http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/Chinn\\_Frankel\\_IntFin2008.pdf](http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/Chinn_Frankel_IntFin2008.pdf), Vol:11 No:8 , 2008, s.53.
- Michael, Renner. Oil and Blood, World Watch Magazine, <http://www.worldwatch.org/node/528>, (20.08.2016)
- Mizuho Bank, Economic Research, <http://www.mizuhobank.com/service/global/cndb/rmb/pdf/double.pdf>, (21.08.2016)

- Morgan, E.V. (1952) Studies in British Financial Policy, <https://costsandconsequences.files.wordpress.com/2013/03/cappella-reserve-currency-and-military-power-lessons-from-the-sterling-era.pdf>
- Mosley, Layna “Golden Straightjacket Or Golden Opportunity?”, 2003, Notre Dame Üniversitesi, Department of Political Science, <http://www.unc.edu/~lmosley/mosleyg-oldstandardapril2003.pdf>, (1 Ocak 2014).
- Mundell, Robert “One World, One Money”, Options Politiques, 2001, <http://web.ntpu.edu.tw/~guan/courses/Friedman-Mundell.pdf>, s.10. (21.04.2016)
- Mundell, Robert The International Monetary System And The Case For a World Currency”, 2003, Columbia University, Leon Kozminski Academy of Entrepreneurship and Management, <http://www.tiger.edu.pl/publikacje/dist/mundell2.pdf>, (03.10.2015)
- Mundell, Robert”World Currency”, <http://robertmundell.net/economic-policies/world-currency/>, (24.04.2016)
- Müslümov, A., Mübariz, H., Özyıldırım, C., (2002). Döviz kuru sistemleri ve Türkiye’de uygulanan döviz kuru sistemlerinin ekonomiye etkileri. *TÜGIAD Ekonomi Ödülleri 2002 Bilimsel Eser Yarışması*, 1-14. ss.
- N., Matziorinis Keneth, A Brief History of the International Monetary System, 2006, [http://www.canbekeconomics.com/research\\_papers/A\\_Brief\\_History\\_of\\_the\\_International\\_Monetary\\_System.pdf](http://www.canbekeconomics.com/research_papers/A_Brief_History_of_the_International_Monetary_System.pdf), (10 Aralık 2014), s.8.
- Nakamoto, Satoshi. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, 2008, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, (09.04.2016)
- National Bank of Belgium, I Maes, On the Origins of Triffin Dilemma, Working Paper Research, 2012, No:240, <https://www.nbb.be/doc/oc/repec/reswpp/wp240en.pdf>, (24.09.2015) s.18.
- Palley, Thomas “ Financialization: What It Is and Why It Matters”, The Levy Economic Institute, 2007, No:525, [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_525.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf), (12.11.2016), s.2



- Palley, Thomas “ Financialization: What It Is and Why It Matters”, The Levy Economic Institute, 2007, No:525, [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_525.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf), (12.11.2016), s.2.
- Peter, Garnham. Brazil in Currency War Alert, Financial Times, 27.09.2010, <http://www.ft.com/cms/s/0/33ff9624-ca48-11dfa8600144feab49a.html#axzz3tXIXidu5>, (06.12.2015)
- Philippon, Thomas “An International Look at The Growth of Modern Finance”, Journal of Economic Perspectives, Vol:27, No:2, 2013, <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.27.2.73> (14.11.2016)
- Pınar, Övgü ve Uzunoğlu Hande, İZTO, “Dünya’da Kur Savaşları Alarmı”, 2013, [http://www.izto.org.tr/portals/0/argebulten/ovgu\\_hande\\_kursavaslar.pdf](http://www.izto.org.tr/portals/0/argebulten/ovgu_hande_kursavaslar.pdf), (06.12.2015), s.5
- Prasad, Eswar, “Rebalancing Growth in Asia”, NBER Working Paper 15169, 2009, <http://www.nber.org/papers/w15169>
- Prasad, Eswar, China’s Efforts to Expand The International Use of Renminbi, 2016, Brookings Institute, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/RMBReportFinal.pdf>
- Princeton University, Essay in International Finance, 1994 [http://www.princeton.edu/~ies/IES\\_Essays/E192.pdf](http://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E192.pdf), (05.09.2015) s.7
- PWC, Qualified Foreign Institutional Investors Brouchure, 2012, <https://www.pwc.de/de/kapitalmarktorientierteunternehmen/assets/fuerqualifiedforeign-institutional-investors-oeffnet-sich-dietuerzuchinaskapitalmarktallmaehlich.pdf>, (20.02.2016) s.6.
- Rey, Hélène. 2001. International Trade and Currency Exchange Source, The Review of Economic Studies 68 (No. 2): 443-464.

- Ricketts, Lowell, Economic Information Newsletter, Quantative Easing Explained,<https://research.stlouisfed.org/pageoneeconomics/uploads/newsletter/2011/201104.pdf>, (09.12.2015)
- Rickards James, ABD Merkez Bankası FED'in Ortaya Çıkışı, <http://liberteryen.org/2012/09/abd-merkez-bankasi-fed%e2%80%99in-ortaya-cikisi-1907-%e2%80%93-1913/>
- Riddle, J,NBER “British and American Plans for International Currency Stabilization” <http://www.nber.org/chapters/c4631.pdf>, (05.05.2015), s.8.
- Robert ,Solomon,. *The International Monetary System 1945 - 1976, An Insider'sView*, Harper and Row, New York, 1977
- Robert ,Triffin, The International Monetary Order, The Indian EconomicJournal July, Sept. 1978.
- Roger, G. Altman,”Further Geopolitical Consequences of The Financial Crisis”, Foreign Affairs, Ağustos, 2009, <https://www.foreignaffairs.com/articles/2009-07-01/globalization-retreat>, (12.08.2016)
- Rogoff, Kenneth, “Why Not a Global Currency?”, [http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/why\\_not\\_a\\_global\\_currency.pdf](http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/why_not_a_global_currency.pdf),s.3 (24.03.2016)
- Rossella, Capella, “Economic Statecraft and Power Redistribution during Wartime: Lessons from the SterlingEra and the Future of America’s Military Might” The Research in American & Comparative (RAC), <http://www.bu.edu/polisci/files/2014/03/CAPPELLA-Economic-Statecraft-and-Power-Redistribution-during-Wartime.pdf>, (21 Ocak 2015), s.15
- Ryan, Fergus and Farrer Martin, China Devalues Yuan by %2 to Boost Flagging Economy, <http://www.theguardian.com/business/2015/aug/11/china-devalues-yuan-by-2-to-boost-flagging-economy>, (08.12.2015)

- Stephen, G.Hall, George Hondroyiannis, P.A.V.B. Swamy, George S.Tavlas,”Bretton Woods Systems,old and new and Rotation of Exchange-Rate Regimes, Bank of Greece, Nisan, 2010  
<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper2010112.pdf>, (11.08.2016)
- Stiglitz, Joseph, “The Best Alternative to A New Global Currency”, Financial Times, 31.03.2016, s.1. <http://www.ft.com/cms/s/0/c2215510-5bc4-11e0-b8e7-00144feab49a.html#axzz46kFK9Bkp>
- Stockhammer, Engelbert”Financialization and the Global Economy”, PERI, <http://content.csbs.utah.edu/~mli/Economics%207004/Stockhammer-WP240.pdf>, 2010, (12.11.2016)
- Subramanian, Arvind, Eclipse: Living in the Shadow of China’s Economic Dominance, 2011, Peterson Institute for International Economics, [https://piie.com/publications/chapters\\_preview/6062/iie6062.pdf](https://piie.com/publications/chapters_preview/6062/iie6062.pdf)
- SWIFT, Worldwide Currency Usage And Trends, 2015, <https://www.swift.com/insights/news/new-research-highlights-currency-usage-and-trends-in-global-payments> (16.01.2016), s.6.
- Şişman, Mehmet”İkinci Bretton Woods Çökerken Dünya Ekonomisi ve Gelişmekte olan Ülkeler Üzerine Değerlendirmeler” 2008 ,Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, <http://dosya.marmara.edu.tr/ikf/iib-dergi/2008-1/04-IKINCI-BRETTON-WOODS-COKERKEN-DUNYA-EKONOMISI.pdf>, (10.08.2016)
- Tavlas, George, “The International Use of the Dollar:An Optimum Currency Area Perspective ,”The World Economy, Vol:20 709-747,
- Teigen, Ronald L.”Interpreting Recent World İnflation”, American Economic Review, 1975, Vol:65 No:2 (26.09.2015),s.129.
- The Great Devaluation Myth, <http://www.thesaturdayeconomist.com/the-great-devaluation-myth--uk-and-sterling.html>,
- The International Gold Standart and U.S. Monetary Policy From WW1 To The New Deal, <https://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/craint89.pdf>, (1 Mart 2015)

- The World Gold Council, <http://www.gold.org/supply-and-demand/supply>, 03.04.2016
- The World Gold Council, Latest World Official Gold Reserves, <http://www.gold.org/research/latest-world-official-gold-reserves>, 03.04.2016
- Toru, Fujioka and Masahiro Hadika “Target in Commitment to End Deflation”, Bloomberg Business, 22.01.2013, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2013-01-22/boj-adopts-abe-s-2-target-in-commitment-to-end-deflation>, (08.12.2015)
- Treasury International Capital System, Annual Report <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/fpis.aspx>
- Treasury International Capital System, <http://www.treasury.gov/ticdata/Publish/mfh.txt>, (20.11.2015)
- Treasury International Capital System, <http://www.treasury.gov/ticdata/Publish/mfh.txt>, (20.11.2015)
- Trueman, C.N HyperInflation and Weimar Germany, [http://www.historylearningsite.co.uk/hyperinflation\\_weimar\\_germany.htm](http://www.historylearningsite.co.uk/hyperinflation_weimar_germany.htm), (19.02.2015)
- Truman, Edwin and Wong Anna, Peterson Institute for International Economy, 2006, <https://www.piie.com/publications/wp/wp06-2.pdf> (02.01.2016) s.15
- Turkcan, Ergün, IMF'nin Kökenleri, [http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V01\\_N03\\_A03.pdf](http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V01_N03_A03.pdf) (Mart 2015)
- Türkcan, Ergün, Yeni Uluslararası Para Sistemi Karşısında Gelişen Ülkeler”, [http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD\\_V01\\_N01\\_A06.pdf](http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V01_N01_A06.pdf), (12.09.2015)
- Ünay, Sadık, SETA, IMF ve Küresel Misyona Arayışı, 2009, <http://file.setav.org/Files/Pdf/imf-ve-kuresel-misyon-arayisi.pdf>, (08.09.2015), s.2
- Vanessa, Rossi- William Jackson,” Hong Kong’s Role in Building the Offshore Renminbi Market”, Chatham House, 2011,

[https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/0811pp\\_rossijackson.pdf](https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/0811pp_rossijackson.pdf),

Wayne, M. Marrison and Marc Labonte, “China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues”, CRS, 2013, <https://www.fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf> s.3. (08.12.2015)

White House, “Financial Inclusion in the United States”, [https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/20160610\\_financial\\_inclusion\\_cea\\_issue\\_b.pdf](https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/20160610_financial_inclusion_cea_issue_b.pdf)

WTO, [https://www.wto.org/english/res\\_e/booksp\\_e/wtr13-2b\\_e.pdf](https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/wtr13-2b_e.pdf) (1 Mart 2015)

Yeldan, Erineç ”Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi : Türkiye Krizin Neresinde”, <http://www.calismatoplum.org/sayi20/yeldan.pdf>, (27.11.2016)

Yiping, Huang, Daili Wang, and Gang Fan, “Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications, 2014, <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/156337/adbi-wp482.pdf>, (09.01.2016), s.25.

Yongding, Yu, “The Renminbi’s Journey to the World”, Project Syndicate, 2011, <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-renminbi-s-journey-to-the-world?barrier=true>,

Yu, Yongding, China’s Flawed Balance Of Payment Position <http://www.chinausfocus.com/finance-economy/chinas-flawed-balance-of-payments-position/> (23.11.2015)

Zarlenga, Stephen, “Germany's 1923 Hyperinflation: A "Private Affair”, 1999, Pennsylvania Ave SE, The Barnes Review, <http://www.wintersonnenwende.com/scriptorium/english/archives/articles/hyperinflation-e.html>, (23.02.2015)