

ULUSLARARASI PARA PIYASALARI (1)

Dr. Tolgay Çavuşođlu

Türkiye Sınai Kalkınma
Bankası

GİRİŞ

Uluslararası para piyasası dolar ve diğer paralar üzerinde kredi verme ve alma işlemlerinin yapıldığı piyasa olarak tanımlanabilir. Bu piyasanın ulusal para piyasalarından farkı yatırılan mevduatın ve verilen kredilerin ifade edildiği para cinslerinin işlemlerinin yer aldığı ülkelerin parası dışındaki paralardan oluşmasıdır. Piyasadaki işlemlerin büyük çoğunluğu Batı Avrupa ülkelerinde ve özellikle Londra'da yer aldığından piyasaya (Euro-Currency Market) Avrupa Para Piyasası denmektedir. Piyasada yer alan işlemlerin büyük çoğunluğunun dolar üzerinden yapılması nedeniyle piyasa Euro-dolar piyasası olarak da adlandırılmaktadır. Yukarıdaki tanımımıza biraz daha açıklık kazandırmak için Euro-dolar piyasası ABD dışındaki ülkelerdeki bankalarda bulunan dolar mevduatı ve bu mevduata dayanılarak verilen dolar kredilerinden oluşmaktadır denebilir. Diğer taraftan uluslararası para piyasasında Avrupa'nın belli başlı bütün paraları üzerinden işlem yapılmakta ve aynı tanım uyarınca örneğin Al-

(1) 1975 yılında yazılmıştır.

manya dışındaki Bankalardaki DM mevduatı buna dayanılarak verilen DM kredileri de aynı şekilde Avrupa para piyasası içinde yer almaktadır.

Uluslararası Para Piyasasının Oluşumu

Bazı iktisatçılar uluslararası para piyasasının nüvesinin İkinci Dünya Savaşı'ndan önce oluştuğunu ileri sürmektedirler. Ancak piyasanın önem kazanması İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra olmuştur. Özellikle İkinci Dünya Savaşı'nı izleyen yeniden kuruluş yıllarında Batı Dünyası ve Japonya'da sanayi ve ticaretin gösterdiği gelişme potansiyelini gerçekleştirebilmek çabalarının ortaya çıkardığı likidite baskıları ulusal para piyasalarını zorlamaya başlamıştır. Buna karşılık hükümetlerin bankacılık ve döviz işlemleri üzerine koymuş buldukları sınırlamalar şirketlerin arzuladıkları olanaklara kavuşmalarını önliyordu. Böyle bir ortamda finansman kuruluşları ulusal para sınırlamalarından kurtulmak yollarını araştırmaya başladılar. Bu çabalar bir nüve halinde bulunan uluslararası para piyasasının gerçek anlamda ortaya çıkmasına başlıca neden oldu.

İkinci Dünya Savaşı'nı izleyen yıllarda genellikle İngiliz Bankaları ve bazı Avrupa bankaları kabul ettikleri dolarla ödenecek mevduatı, eskiden yaptıkları gibi, New-York bankalarına transfer edecekleri yerde uluslararası ticareti finanse etmek için diğer Avrupa bankalarına kredi olarak vermeye başladılar. Bu işlemler nedeniyle New-York para piyasası dışında da dolar üzerinden kredi verilen bir başka piyasa gelişmeye başladı.

İktisatçılar bu piyasanın oluşumunda etken olan ana faktör hakkında farklı görüşler ileri sürmektedirler. Bir çoğunun üzerinde durduğu neden sosyalist ülkeler devlet bankalarının ellerindeki dolar balanslarını New-York bankaları yerine Londra'daki Moskow Norodny ve Paris'teki L'Europe du Nord

Bankalarına yatırmaya başlamalarıdır. Bu tarihlerde ABD ile aralarında çeşitli mali anlaşmazlıklar olan sosyalist devletler dolarlarının New-York'ta bloke edilmesinden çekinerek, bunları daha iyi koşullarla mevduat kabul eden Avrupa bankalarında tutmayı tercih etmişlerdir.

Bu tür mevduatın hacmi büyüdükçe bu bankalar da ellerindeki dolarları New-York para piyasasına aktaracakları yerde daha iyi koşullarla Avrupa'da likidite zorluğu çeken firmalara kredi olarak verme çabalarına giriştiler. 1957 yılında Sterling sahasının karşılaştığı kriz ve sonucunda Sterling'in uluslararası ticareti finanse etme olanaklarının sınırlanması da bu piyasanın gelişmesini önemli oranda etkilemiştir. Bu durum İngiliz bankalarının dünya ticaretinin finansmanındaki yerlerini korumak için ellerindeki dolarları sterling yerine kullanmaya daha fazla itti. Diğer taraftan Avrupa ülkeleri de kambiyo rejimlerindeki sınırlamaları gittikçe gevşetiyorlardı. Nitekim, 1958 yılı sonunda ülkede ikamet etmeyen kişilere ait mevduata tam konvertibilite bütün Batı Avrupa ülkelerinde tanınmış bulunuyordu.

Euro-dolar piyasasının oluşmasında rol oynayan diğer önemli faktör olarak ABD şirketlerinin Batı Avrupa, Japonya ve diğer yörelerdeki direkt yatırımları göstermektedir. Bu yatırımlar özellikle ikinci Dünya Savaşı'nı izleyen yıllarda önem kazanmıştır. Bunlar nicelik bakımından yabancı şirketlerin hisse senetlerini alma şeklinde oluşan yatırımlara kıyasla bazı önemli farklar göstermektedir. Direkt yatırımlar sermaye hareketleriyle birlikte teşebbüsün kontrolünü elde etmekte ve genellikle teşebbüse üstün bir teknoloji ve yüksek seviyede iş idaresi temin etmektedirler.

Bu tür yatırımlarda transfer edilen nakid sermaye çoğu kere operasyonun çok önemsiz bir kısmını oluşturmaktadır. ABD şirketleri bu iş için koymaları gereken sermayenin büyük kısmını patent, teknoloji ve makinaların temini gibi aynı olarak temin etmekte, gerekli nakid ise Euro-dolar piyasasından elde edilmektedir. Bu nedenle 1965'den itibaren ödemeler dengesindeki kronik açık nedeniyle ABD hükümetinin ser-

maye transferi olanaklarını gittikçe kısıtlaması ABD şirketlerinin dış ülkelerdeki yatırımlarını etkileyememiştir. Sonuç olarak Avrupa'daki ABD şirketleri bir taraftan Euro-dolar piyasasına talep yaratırken diğer taraftan da bunların likit varlıkları gene bu piyasaya akmış, piyasayı besleyip büyümüştür.

Gerek Avrupa bankalarının gerekse de çok uluslu şirketlerin dolarlarını ABD para piyasasına transfer etmeleri yerine Euro-dolar piyasasına sürmeleri bu piyasanın daha elverişli koşullar altında mevduat kabul etmesinden olmuştur. ABD para piyasasındaki sınırlamalara karşı Avrupa Para Piyasaları'nın kontrol altında olmaması yukarki şekilde oluşan bu piyasanın gelişmesini sağlayan başlıca neden olmuştur.

ABD'de Federal Reserve Board 30 günden daha kısa vadeli mevduata faiz verilmesini yasaklamış, vadeli mevduata verilebilecek en yüksek faiz oranını da tahdit etmişti. (Regulation Q). Diğer ulusal para piyasalarında da ticari mevduat faiz getirmiyordu. Halbuki Euro-Market'te vadeli vadesiz her tür mevduata faiz veriliyor ve faizin nispeti her türlü sınırlamadan uzak olarak o andaki arz ve talebe göre teşekkül ediyordu. Faiz sınırlaması dışında Euro-Market'teki bankaların belirlenmiş oranlarda ihtiyat ayırma zorunluluğu da yoktu. Bankalar kendi isteklerine göre ihtiyat ayırıyorlardı. Bazı bankaların vadeli mevduat için hiç ihtiyat ayırmadıkları da söylenmektedir. Düşük ihtiyat nispeti bu müesseselerin bir taraftan daha büyük bir çoğaltanın yardımıyla kaydı para yaratmalarını sağlamış diğer taraftan da onlara daha düşük marjlarla çalışma olanağı yaratmıştır.

Avrupa Para Piyasası'nın Gelişmesi ve Yapısı

Avrupa para piyasası hayret veren bir hızla büyümüştür. Bank for International Settlement'in verilerine göre 1962 yılında \$. 4,5 milyar civarında olan ikametgâh dışındaki ülkelerde biriken bu tür mevduat toplamı (mevduatın toplandığı finansman kurumlarınca verilen kredi toplamında hemen he-

men aynı hacimde idi) 1964'de \$. 12 milyara, 1966'da \$. 18 milyara, 1968'de \$. 33 milyara, 1970'de \$. 75 milyara ve 1972 sonunda \$. 132 milyara ulaşmıştır (1). Euro-Market'teki mevduatın çok büyük kısmını başından beri dolar fonları teşkil etmiştir. 1972 sonunda toplam \$. 132 milyarlık mevduatın \$. 92 milyarı dolar fonları idi. Diğer Avrupa paralarının özellikle DM'nin nisbî önemi doların zayıflamasıyla 1969'dan itibaren büyük hızla artmıştır. 1969'da \$. 4 milyara tekabül eden Euro-Market DM mevduatı 1972 sonunda \$. 19,5 milyara yükselmiştir.

Londra Euro-dolar piyasası önemini bütün bu dönem içinde devam ettirmiştir ve halen devam ettirmektedir. 1972 yılında Euro-dolar mevduatının \$. 48 milyarı İngiliz bankalarında bulunmakta idi.

Euro-dolar piyasasındaki mevduat ve verilen krediler vadeleri bakımından tasnif edildiğinde her ikisinin dağılımında birbirine çok yakın olduğu görülmektedir. Buna neden çok yakın olduğu görülmektedir. Buna neden çok küçük marjlarla çalışan Euro-Market bankalarının güç duruma düşmemek için verdikleri kredileri mevduatlarının vadelerine göre ayarlamalarıdır.

Euro-Market'e genellikle likit olarak saklanmak istenen fonlar aktığından verilen krediler de genellikle kısa vadeli olmaktadır. 1972 yılında İngiltere'deki Euro-dolar bankalarınca verilen kredilerin % 18'i 8 günden az, % 50'si 8 gün ile 3 ay arasında % 27'si 3 ay ile 1 yıl arasında idi. Vadesi 3 yıldan uzun olan krediler toplamın ancak % 3'ünü teşkil ediyorlardı. Avrupa Para Piyasası'na fon yatırımların mümkün olduğu kadar kısa vadeyi istemeleri buna karşı kredi isteklerinin ise uzun vadeyi tercih etmesi piyasada bir dengesizlik doğmasına neden olmuş ve bu durumun hafifletilmesi için bazı yeni uygulamalara geçilmiştir.

(1) Bu rakamlar bankalar arası mevduatı da kapsayan brüt miktarlardır.

Örneğin ABD'de daha önceleri de kullanılan mevduat sertifikaları (Certificate of Deposit) Euro-Market bankalarında da kullanılmaya başlamıştır. Bu sertifikalar şahıstan şahısa satılabiliyor ve bu şekilde bankadan çekilmeden mevduatın sahipliği el değiştirebiliyordu. Bu sertifikalar sayesinde yatırımcılar bir taraftan uzun vadeli mevduata verilen daha yüksek faiz oranlarından faydalanabiliyor, diğer taraftan da sertifikayı heran satma olanağına sahip olduklarından fonları likiditesini kaybetmiyordu.

Avrupa para piyasasında çalışan bankaların bir diğer problemi de uzun vadeli kredi verirken uygulayacakları faiz haddinin tespiti idi. Yukarıda da değinildiği gibi mevduat ve kredilere uygulanan faizler arz-talep dengesine göre kısa dönemlerde büyük farklılıklar gösterebiliyordu. Bu durumda zaten dar marjlarla çalışan bankalar için uzun vadeli kredi vermek riskli oluyordu. Bunu önlemek için uzun vadeli krediler faiz haddi belirli devreler sonunda (3 ay veya 6 ayda bir) o andaki geçerli faiz oranına göre yeniden saptanabilecek şekilde verilmeye başlandı. Bu yöntemle bankaların riski geniş ölçüde azalabiliyordu.

Bu yöntemlerin uygulamasıyla uzun vadeli krediler 1968'den sonra uluslararası kredi piyasasında önem kazanmaya başlamışlardır. Ancak yukarıda da görüldüğü gibi 1972 yılı sonund vadeleri 3 yıldan uzun olan kredilerin hacmi toplam kredilerin % 3'ünü geçmiyordu (aşağı yukarı \$. 4 milyar). Uzun vadeli krediler daha ziyade çok tanınmış finansman müesseseleri (büyük bankalar, hatta Merkez Bankaları) tarafından uluslararası kredi piyasasında tahvil ihracı (Euro-Bonds) şeklinde yapılmakta idi.

Euro-dolar piyasasının bu hızla gelişmesini açıklamaya çalışan görüşler

ABD ödemeler dengesindeki kronik açığın büyüklüğü piyasanın böyle akıl almaz bir hızla gelişmesini izah etmekten uzaktır. ABD'den dış ülkelere olan fiili dolar transferleri yu-

kardaki miktarlara yaklaşmamaktadır. O halde bu dolarlar nereden çıkmıştır. Prof. Milton Friedman ulusal piyasalarda kaydi para yaratma olayı ile Avrupa para piyasalarında dolar yaratılması arasında bir paralellik kurmaktadır.

Prof. Friedman'ın verdiği bir örnek bu görüşünü açıklamaktadır.

Tipik bir euro-dolar bankasında dolar aktifleri toplam dolarla olan borçlarına aşağı yukarı eşit olmaktadır. Bu tür bir bankanın basitleştirilmiş bilançosu Ek 1'de görülmektedir.

Bankanın \$ 9.500.000 tutan kredi ve yatırımlarından elde ettiği gelirler \$ 10.000.000 tutarındaki mevduatın faizini karşılamaktadır.

Şimdi bir Arap Şeyhinin Londra'daki bu A bankasına Şeyhin Amerika'daki B bankasındaki vadesiz mevduatı üzerine çekilmiş bir çekle \$. 1.000.000 yatırdığını farz edelim. Londra'daki A bankasının da New-York'taki B bankasında bir hesabı bulunmaktadır. İlk safhada bu \$. 1 milyon A bankasındaki mevduatı \$. 1 milyon arttıracak aynı zamanda da aktifinde de New-York'tan gelecek mevduat olarak görülecek, aktifi \$. 1 milyon arttıracaktır. B bankasında ise mevduatın Şeyhin hesabından A bankası hesabına geçirilmesi B bankasının toplam mevduatında bir değişiklik yapmayacaktır.

Ancak şimdi A bankasının kredi verebilecek yeni fonu meydana gelmiştir. Bankanın ihtiyatlı davranarak % 10 nakit karşılık tuttuğunu kabul edersek şimdi banka karşılık oranını düşürmemek için aktifleri karşılığı ABD'deki hesabını ilk duruma kıyasla \$. 100.000 arttıracak \$. 900.000 kredi açabilecek bir duruma ulaşmış olacaktır. A bankasının İngiltere'deki bir şirkete \$. 900.000 kredi verdiğini kabul edersek A bankasının bilançosu ek II'deki hali alır.

Şimdi İngiliz şirketinin \$. 900.000'lük çek ile ne yaptığını düşünebiliriz. İşi basitleştirmek için İngiliz şirketinin bu krediyi New-York'taki işlerinde sık sık likidite sıkıntısı çektiği

ve New-York'ta bu yüzden daha yüksek bir hesap balansı tutmak için aldığını kabul edelim. Şirketin de hesabı B bankasında ise aldığı çeki bu bankaya mevduat almak üzere gönderecektir.

Bu şekilde işlem tamamlanmaktadır. İşlemin etkilerini tahlil edersek.

B bankasının durumu değişmemiştir: Eskiden Arap Şeyhinin olan \$. 1.000.000'luk mevduat bu durumda \$. 100.000 A bankasına \$. 900.000 İngiliz şirketine geçmiştir. ABD'deki toplam para arzında da bir değişiklik olmamıştır. Çünkü ABD para arzı hesaplanırken ABD bankalar arası mevduat çıkarılmakta para arzı kişilerin ve yabancı bankaların vadesiz mevduatını ihtiva etmektedir.

Aynı şekilde ABD ödemeler dengesi de bu işlemlerden net olarak etkilenmemiştir. Arap şeyhinin alışa dönük transferine karşı A bankası ve İngiliz şirketi ABD'ye aynı tutarda para transfer etmişlerdir.

Dolayısıyla makro düzeyde ABD ekonomisinde değişiklik olmamıştır. Buna mukabil, fiili transfer olmadığı halde ABD dışında banka dışı kuruluşların sahip olduğu toplam dünya dolar arzı \$. 900.000 ve bankalar arası depozitler \$. 100.000 artmıştır. Diğer bir ifade ile Euro-market'deki bu dolarlar ancak muhasebe kayıtlarında görülmektedir.

Euro-dolar yaratılması olayını çok daha komplike hale getirmek kabildir. Zaten aslında da hadiseler böyle basit cereyan etmiyordur. Ancak olayın ana prensibi her seferinde aynı kalmaktadır .

Bir örnek daha verirsek;

Yukarıdaki İngiliz şirketinin \$. 900.000 ile Rusya'dan kereste satın aldığını farz edelim ve Rusya'da elde ettiği dolarları yukarıda değindiğimiz sebeplerle İngiltere'de R bankası-

na yatırıyor. Şimdi çark ikinci defa dönmeye başlamıştır. R bankası mevduatı şimdi \$. 900.000 artmıştır. İngiliz Şirketinin ABD B bankasındaki hesabı şimdi R bankasının hesabına nakledilmiştir. ABD'de B bankasının, ABD para arzı ve ödemeler dengesinin durumu değişmemiştir. Ancak R bankası mevduatı \$. 900.000 arttığından kredi hacmini artırma olanağına kavuşmuştur. R bankasının da % 10 likidite tuttuğunu farz edersek, banka şimdi ek olarak \$. 810.000 kredi verebilecektir.

Sonuç :

Euro-dolar mevduat bu iki işlem sonucu \$. 1.900.000 artmıştır. Bu toplamdan \$. 1.710.000 banka dışı kuruluşların mevduatı, \$. 190.000 A ve R bankalarının ABD bankalarındaki depositleridir. Aynı prosesin devamı halinde ve sistem dışına sızmalar olmadığı takdirde yani Euro-dolar piyasasından alınan krediler tekrar piyasaya deposit olarak dönerse, Arap Şeyhinin orijinal \$. 1.000.000 transferi \$. 10.000.000 ekstra euro-dolar mevduatı yaratacaktır. Bankaların ihtiyari olarak % 10 rezerv ayırarak çalıştıklarını kabul edersek sonunda Euro-dolar bankalarının New-York'taki mevduatları \$.1.000.000 artmış olacak, banka dışı kuruluşlar tarafından sahip olunan dünya dolar arzı da \$. 900.000 yükselmiş olacaktır. Euro-dolar bankasının New-York'da artan \$. 1.000.000'ı Şeyhin ABD dışına transfer ettiği paraya eşit olduğundan banka dışı kuruluşlar tarafından şimdi sahip olunan \$. 900.000 tamamen yaratılmış demektir.

Bu örnek niye Euro-dolar piyasasında çalışan bankerlerin açık kalple devamlı olarak «Dolar yaratmadıklarını» sadece transfer ettiklerini ve her seferinde dolarların kendilerine bir ABD bankası çeki halinde geldiğini iddia ettiklerini de açıklamaktadır.

Halbuki aslında sistemden sızma olmadığı takdirde Euro-Market bankalarının New-York bankalarında nakit olarak tuttıkları her 1 \$. mukabilinde 10 Euro-dolar meydana gelmektedir.

Diğer taraftan Misallerin ortaya koyduğu gibi Euro-dolarlar belirli bir çoğaltanın etkisiyle oluşmaktadır. Bu yüzden Euro-dolar bankaları ne kadar düşük rezerv rasyoları tutarlarsa tutsunlar yaratılabilecek dolarlar belirli sınırlar içinde kalmaktadır.

Prof. Friedman'ı tenkit eden çeşitli iktisatçılar Euro-dolar sisteminden dışarıya sızmaların çok yüksek oranlarda olduğunu ve buradan kredi alan şirketlerin genellikle aldıkları \$'ları kendi Merkez Bankalarında mahalli paralarına çevirdiklerini ve dolayısıyla bu paraların Euro-Market dışındaki bankaların mevduatı haline geldiği, dolarları alan Merkez Bankalarının da bunları genellikle ABD'deki bankalarda rezerv olarak sakladığı, Merkez Bankalarının Euro-Market'e dolar aktarmasının sınırlı olduğu ve 1970-71 para krizinden önceki son yıllarda önem kazanmaya başladığını halbuki bu yıllarda Euro-Market'in zaten çok genişlemiş olduğunu iddia etmektedirler. Onlara göre Prof. Friedman'ın Euro-dolar piyasasında para yaratma ile ulusal piyasalardaki «kaydi para» yaratılması arasında bulduğu paralellik Euro-dolar piyasasının gelişmesindeki kuvveti izah için yeterli değildir.

Friedman'ın sadece yukarıdaki misalleri gözönünde bulundurulursa itirazlarhaklı gibi görülmektedir. Ancak Euro-dolar piyasasının gelişmesinde rezerv tutma oranlarının düştüğüne ek olarak yukarıda da değindiğimiz gibi ABD bankalarının faiz oranlarının sınırlı tutmaları da önemli bir rol oynamıştır. Bu hadisede dolarlar ABD bankalarının ABD'deki merkezleri ile dış ülkelerdeki şubeleri arasında yaratılmaktadır.

Örnek olarak yukarıda değindiğimiz Arap Şeyhinin bir New-York bankasında \$. 10.000.000'lük vadeli hesabı olduğunu farz edelim. Vadesi dolduğu zaman Şeyh New-York bankasının verdiği % 6 1/2 faizi az bulduğundan parasını çekmek istemektedir. New-York bankası bu isteği haklı bulur ancak regulation Q ABD bankalarına daha yüksek oranda faiz verme olanaklarını tanımamaktadır. Buna karşılık bankanın Londra'daki şubesinde bu zorunluluk yoktur. Bu durumda Şeyh

New-York bankasından aldığı \$. 10.000.000 tutarındaki bir çeki bankanın Londra'daki şubesine yatırarak hesabını oraya aktaracaktır. Banka ve şubesinin muameleden önce ve sonraki bilançoları Ek III ve IV'e bakılınca N. Y.'daki bankanın durumunun değişmediği ancak muameleden sonra Londra şubesinde kredi olarak kullanılacak \$. 10.000.000'ın ortaya çıktığı görülmektedir. Aynı zamanda bu şekilde N. Y. bankası toplam mevduatında vukua gelecek azalmayı önlemiş olmaktadır.

Yukarıdaki örnekteki muamele yabancı bir şahısla ilgili olarak verilmiştir. ABD şirketlerinin de, daha komplike olmakla beraber yukarıki olanaktan yararlanma şansları vardır. Bu durumda ABD şirketleri transfer yapabilmek için Ticaret Bakanlığınca düzenlenen dış yatırım kotaları uyarınca hareket etmek zorunluluğundadırlar.

Etkileri bakımından her iki işlemde tamamen aynı olmaktadır.

Bu misaller ABD bankalarının borçlanmak için niye Euro-Market'i kullandıklarını ve ABD bankalarının Euro-Market'teki borçlanmaları arttıkça niye Euro-dolar depositlerinin de yükseldiğini açıklamaktadır. Örneğin 1969'un ilk 7 ayında ABD bankalarının mevduatlarında görülen \$. 9.3 milyon azalmaya karşılık şubelerine olan borçların aynı devrede \$. 8.6 milyon artması bir rastlantı değildir.

Bu muameleler özellikle ABD'nin parasal durumunun tahlilinde yanıtıcı rol oynamışlardır. ABD bankalarındaki mevduatın azalması yüksek derecede likidite sıkışıklığı olarak izah edilmiştir. Halbuki ABD bankalarındaki mevduatlarını Euro-market mevduatı haline getiren şirketler likidite sıkışıklığına düşmemişlerdir. Federal Reserv'in Regulation Q altında faiz oranını düşük tutması ticarî bankacılık sisteminde büyük yapısal değişikliklere ve fon akımlarına sebep olmuştur.

1970-1971 Dolar Krizi ve Sonrası

1968 yılından itibaren doların altına ve diğer paralara kıyasla gerçeğin üstünde değerlendirildiği kanısı yaygınlaşmaya ve kısa zamanda doların kıymetinin düşürüleceği beklenmeye başlıyordu. Bu durumda Avrupa içinde çeşitli ülkelerdeki faiz farklarından yararlanmak isteyen yatırımcıların dolarla borçlanarak bunu başka paralara çevirip yatırımlarına yani bir tür faiz arbitrajın girişmelerine neden oldu. 1970 ve 1971 yıllarında Euro-dolar piyasası ve Alman ve İngiliz para piyasaları arasında gittikçe büyüyen spekülâtif para hareketleri başladı. Doların kıymetinin düşeceğini tasarlayan spekülâsyoncular dolarla ödenecek kredilere daha yüksek faiz vermekten çekinmiyorlardı. Bu tutum Euro-Market'e olan talebi ve piyasadaki geçerli faiz haddini yükseltmeye başladı.

Diğer taraftan 1969 sonundan itibaren ABD'de sıkı para politikasına son verilmesi 1970 ortalarından itibaren ABD şirketleri için iç piyasadan borçlanmayı Euro-Market'ten borçlanmayı Euro-Market'ten borçlanmaktan daha ucuz hale getirdi. Bunun üzerine ABD bankaları Euro-dolar piyasasından aldıkları kredileri geri ödemeye başladılar. Borçlar 1970 yılı içinde \$. 10 milyar azaldı. Bu ödemeler Euro-dolar piyasasında faiz nispetlerini düşürdü ve Avrupa şirketleri Euro-dolar piyasasından dolarla borçlanıyor sonra bunu kendi Merkez Bankaları'nda bozdurarak mahalli paraya çeviriyorlardı. Bu borçlanmalar ve yukarıda değinilen spekülâtif para hareketleri Avrupa Merkez Bankalarının ellerindeki dolar miktarını hızla yükseltti. Örneğin Bundesbank'ın elindeki nakit dolarlar Mayıs 1970-Mayıs 1971 ayları arasında \$. 2,8 milyardan \$. 12,5 milyara yükseldi.

Dolar rezervleri çok yükselen Merkez Bankaları Euro-Market'in Dolar'a verdiği yüksek faiz haddinin çekiciliğinden kurtulamayarak artan dolarlarını Avrupa para piyasasına aktarmaya başladılar. ABD bankalarının geri ödemeleriyle büyümesi duraklayan Euro-Market bu sefer Avrupa şirketleri ve Merkez Bankalarının yardımıyla tekrar gelişmeye başladı.

Diğer taraftan dolarların sahipliğinin banka dışı kuruluşlardan merkez bankalarına kayması, ABD'nin kronik ödemeler dengesi veya enflasyonist etkiler, döviz piyasası ve ulusal para piyasaları arasındaki ilgileri kopardı. Ellerindeki dolar stokunun aşırı yükselmesiyle riskleri artan Merkez Bankaları (1) durumu yeniden gözden geçirmek zorunda kaldılar.

1971 Mayısında Alman ve Hollanda paraları dolara karşı dalgalı kura geçtiler. Ağustos 1971'de ABD dolarının altına olan bağlantısını askıya aldı. Böylece dolar da dalgalı kura geçmiş oluyordu. Bunun üzerine Batı Avrupa ülkeleri döviz pazarları iki hafta kapalı kaldı. Açıldıkları zaman Batı dünyasının belli başlı bütün paraları dolara karşı revalüe edilmiş oluyor ve IMF anlaşmasına rağmen bütün bu paralar dalgalı kura geçmiş bulunuyordu.

Belli başlı ulusal paraların dalgalı kura geçmesi sonucu Avrupa para piyasasına spekülasyon başvurular azalmışsa da piyasa gelişmekte devam etmiş ve 1972 ve 73 yıllarındaki muamele hacmi yılda % 20 oranında artış göstermiştir. Bu dönemin en önemli özelliği tarihte ilk defa Avrupa Euro-Market bankalarının kısa vadeli kredi hacminin toplam kısa vadeli mevduatın üstüne çıkmasıdır. Bu durum Avrupa para piyasasındaki bankaların risklerini arttırmıştır. Ancak Avrupa bankaları bir taraftan kredi hacimlerini aşırı oranda arttırırken diğer yandan da risk faktörünü sınırlamak için iç borçlanmanın 1970'den itibaren gittikçe daha elverişli koşullar altında yapılması dolayısıyla Avrupa para piyasasından temin ettikleri kredi hacmini önemli surette daraltan ABD bankaları ile önemli miktarlara varan standby anlaşmaları yapmakta idiler.

Bu devre içinde ortaya çıkan ikinci önemli bir eğilim de uzun vadeli Euro-Bond piyasası dışında Avrupa para piya-

(1) Mart 1968 Washington anlaşması uyarınca belli başlı Merkez Bankaları ellerindeki dolara karşı ABD'den altın talep edemiyorlardı.

şasında orta vadeli kredilerin artmasıdır. 1972 yılı sonunda bu tür kredilerin toplamı \$. 11 milyarı aşmıştır. Ortalama olarak % 8 oranında temin edilen bu krediler o tarihler için ABD hariç diğer hemen bütün ulusal piyasalara göre ucuz bulunuyordu. Bu dönemin içinde elinde büyük dolar rezervleri biriken Japon bankalarının Avrupa para piyasasına büyük çapta girdikleri ve özellikle orta vadeli kredi teminine yöneldikleri görülmüyordu.

1973 yılı sonunda ise bütün dünya ekonomisini etkileyen olay; petrol fiyatlarının birden bire dört katına çıkması, meydana geldi. Bunun Euro-Markete etkisi başka bir konuşma konusunu dolduracak kadar geniş olduğundan buna değinilmekten kaçınılmıştır.

Ek I**A Euro-Dolar Bank - Londra**

A k t i f		P a s i f	
Nakit	\$. 1.000.000	Mevduat	\$. 10.000.000
Dolar-Krediler	7.000.000	Diğer bankalara	
Dolar-Tahvilleri	2.500.000	ödeneccek borçlar	300.000
		Sermaye hesapları	200.000
Aktif oTplamı	\$. 10.500.000	Pasif Toplamı	\$. 10.500.000

Ek II

A k t i f		P a s i f	
Nakit	\$. 1.100.000	Mevduat	\$. 11.000.000
Dolar Kredileri	7.900.000	Diğer bankalara	
Dolar Tahvilleri	2.500.000	ödeneccek borçlar	300.000
		Sermaye hesapları	200.000
Aktif Toplamı	\$. 11.500.000	Pasif Toplamı	\$. 11.500.000

Ek III**New York Bankası**

A k t i f		P a s i f	
Federal rezervde tutulan mevduat.	\$. 6.000.000	Vadeli mevduat	\$. 100.000.000
Diğer nakit	4.000.000		
Krediler	76.000.000		
Tahviller	14.000.000		
Aktif Toplamı	\$. 100.000.000	Pasif Toplamı	\$. 100.000.000

Ek IV

Londra Şubesi

A k t i f

\$. 0

P a s i f

\$. 0

New York Bankası

A k t i f

Federal rezervde tutulan mevduat \$. 6.000.000

Diğer nakit 4.000.000

Krediler 76.000.000

Tahviller 14.000.000

Aktif Toplamı \$. 100.000.000

P a s i f

Vadeli Mevduat \$. 90.000.000

Londra şubesine

borç. 10.000.000

Pasif Toplamı \$. 100.000.000

Londra Şubesi

A k t i f

N.Y.'dan alacak \$. 10.000.000

P a s i f

Vadeli mevduat \$. 10.000.000