

KÜRESEL DENGESİZLİKLER: 1996-2008

Deniz ABUKAN¹

Özet

Küresel dengesizlikler ülkelerin göreceli büyük boyutlardaki cari açık ya da fazlalarını ifade etmektedir. ABD'nin 2000'lerin ortalarında rekor seviyelere ulaşan cari açıkları, Çin ve petrol ihracatçısı ülkeler başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin fazlaları ile karşılanmıştır. Böylece sermaye ilk kez çevreden merkeze doğru hareket etmiştir. Çalışmada küresel dengesizliklerin genişlemeye başlayıp daha önce görülmemiş düzeylere ulaştığı 1996-2008 yılları arasındaki dönem değerlendirilmektedir. Küresel dengesizliklerin gelişimi, özellikle ABD ekonomisinde yaşanan gelişmeler çerçevesinde ele alınmaktadır. Ayrıca bu dönemde küresel dengesizlikleri yapısal nedenlerle açıklamaya çalışan temel yaklaşımlara yer verilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Küresel Dengesizlikler, Tasarruf-Yatırım Dengesi, Cari İşlemler Dengesi

Jel Sınıflandırılması: F41, F32, F33

GLOBAL İMBALANCES: 1996-2008

Abstract

Global Imbalances refer to relatively large current account deficits or surpluses of the countries. The US current account deficits that have reached record high levels in the mid-2000s, have been offset by emerging countries, particularly by China and oil exporters. Thus, capital has flowed from the periphery to the core for the first time. The paper reviews the 1996-2008 era in which global imbalances have started to widen and reached unprecedented levels. Evolution of global imbalances is assessed, particularly within the scope of developments in US economy. Furthermore the paper surveys basic approaches attempt to explain global imbalance in the era, with structural reasons.

Key Words: Global Imbalances, Saving-Investment Balance, Current Account Balance

Jel Classification: F41, F32, F33

¹ Doktora Öğrencisi, Ankara Üniversitesi, SBE, Maliye Bölümü, denizabukan@hotmail.com

GİRİŞ

Bretton Woods sabit döviz kuru rejiminde görelî istikrarlı olan uluslararası ekonomik ilişkiler, 1971 yılında sistemin çöküşünden sonra bu özelliğini kaybetmiştir. Bretton Woods sonrasında esnek döviz kuru rejimine geçilirken, sermaye hareketleri üzerindeki kontroller gevşetilmiştir. Bu kontrolsüz yapı 1980'lerin başında önce gelişmekte olan ülkeleri dış borç krizi içine sokmuş daha sonra 1980'lerin ortasına gelindiğinde döviz kurları üzerinden gelişmiş ülkeler arasında dış dengesizlik yaratmıştır. Bu yıllarda Plaza ve Louvre anlaşmaları kapsamında sağlam politika taahhütleri ile artan dış dengesizlikler dizginlenmeye çalışılmıştır (Bracke vd., 2010: 1150). 1980'lerin sonundan itibaren, gelişmekte olan ülkelerin birçoğu da dahil olmak üzere, sermaye hareketleri üzerindeki sınırlar tamamen kaldırılırken, büyük hacimlere ulaşan finansal piyasalardaki kuralsızlaştırmalar hızla sürdürülmüştür. Böylece sınırlar arasında rahatça hareket edebilen sermaye akımları özellikle gelişmekte olan ekonomilerde kırılmalıklar yaratmış, bunun sonucunda 1990'lar boyunca birçok gelişmekte olan ülkede finansal krizler dalgası görülmüştür. Bu krizlerin de etkisiyle küresel ekonomi 1990'ların sonundan itibaren yeni bir dış dengesizlik dönemine girmiştir. Küresel dengesizlikler diye anılan bu dış dengesizlikler dönemi hem boyutu hem de sermayenin akışının çevreden merkeze doğru olması ile diğerlerinden ayrılmıştır. Çalışmada küresel dengesizliklerin artmaya başlayıp zirveye ulaştığı 1996-2008 yılları arası dönem ele alınmıştır. 2007/2008 finansal krizi sonrasında bir miktar düzelse de varlığını sürdüren küresel dengesizliklerin, finansal kriz sonrasındaki gelişimleri bu çalışmanın kapsamı dışındadır. Çalışma üç bölüme ayrılmıştır. İlk bölümde küresel dengesizliklerin tanımı yapıldıktan sonra küresel dengesizliklerin ölçümünde temel gösterge olan cari işlemler dengesi, ulusal muhasebe özdeşliğinin sektörel denge gösterimi ile tasarruf-yatırım perspektifinden ele alınacaktır. İkinci bölümde küresel dengesizliklerin 1996-2008 dönemindeki gelişimi kuşbakışı incelendikten sonra bu dönemin en önemli aktörü olan ABD'deki iktisadi gelişmeler küresel dengesizlikler bağlamında değerlendirilecektir. Üçüncü bölümde ise bu dönemdeki küresel dengesizlikleri yapısal nedenlerle açıklayan temel yaklaşımlar ele alınacaktır.

I. KÜRESEL DENGESİZLİKLER NEDİR?

I. I. Küresel Dengesizliklerin Tanımı

Küresel dengesizlikler, ödemeler bilançosunun cari işlemler hesabındaki gelişmeleri esas alır ve basit bir şekilde tanımlarsak, ülkelerin verdikleri görelî büyük boyutlardaki ve belirli bir süreklilik arz eden cari işlemler açık ya da fazlalarını ifade eder (Chinn, 2013: 68). Ulusal ekonomilerin verdikleri cari işlemler açığı ya da fazlaları, sermaye akımlarındaki ve/veya rezervlerdeki değişimlerle dengelenir.

$$[\text{Cari İşlemler Hesabı} + \text{Finans Hesabı} + \text{Resmi Rezervler} = 0]$$

Küresel dengesizliklerin mevcut olduğu bir dönemde sermaye hareketleri ve rezerv değişimleri de çok yüksek boyutlara ulaşmaktadır. Diğer taraftan ödemeler bilançosu hesaplarında izlenen bu akım ilişkileri, stok değerleri itibariyle varlık ya da yükümlülük olarak uluslararası yatırım pozisyonunda gösterilir. Bu açıdan bakıldığında süreklilik arz eden yüksek cari işlem açıkları net yükümlülüklerin önemli düzeylere ulaşmasına yol açacaktır. Açık veren ülke için bu durum ulusal ekonomi açısından bir tehlike oluştururken, ülkenin dünya ekonomisi içerisindeki yerine bağlı olarak küresel düzeyde de önemli bir sorun haline gelebilir. Yüksek ve sürekli cari işlem fazlaları veren ülkelerde ise bu fazlalar yüksek rezerv birikimlerine yol açmaktadır.

I. II. Cari İşlemler Dengesi: Tasarruf-Yatırım Yaklaşımı

Cari işlemler açığı/fazlası esasında bir ekonomideki toplam tasarruf açığı/fazlasını yansıtmaktadır. Bunu tasarruf-yatırım dengesi perspektifinden ulusal muhasebe özdeşliğinde göstermek üzere üç sektörel denge yaklaşımını kullanabiliriz. Üç sektörel denge (toplam finansal dengeler) yaklaşımı iktisat yazınında uzun süredir var olsa da, Yeni Cambridge ekolünün bunu makroekonomik analizlerinde doğrudan kullanması nedeniyle bu yaklaşım genellikle bu ekole atfedilmektedir (Dos Santos ve Macedo e Silva, 2010: 11; Shaikh, 2012: 125; Wolf, 2012).

Ulusal muhasebe özdeşliğini üç sektörel denge üzerinden şu şekilde gösterebiliriz (Bkz. Shaikh, 2012: 127):

$$D = Q \quad (1.1)^2$$

$$C + I + G + X = Y + M \quad (1.2)$$

$$[(C+I) - (Y-T)] + (G-T) + (X-M) = 0 \quad (1.3)$$

Yukarıdaki 1.2 nolu denklemde; toplam talep (D), tüketim (C), yatırım (I), hükümet (G) ve ihracat (X) taleplerinin toplamına eşittir. Yurtiçi toplam arz (Q) ise, yurtiçi arz (Y) ile ithalatın (M) toplamıdır. 1.2 nolu denkleme toplam vergileri (T) eklediğimizde üç sektörel dengeyi gösteren 1.3 nolu denklemi elde ederiz. Burada (X-M) dış fazlayı, (G-T) mali açığı, [(C+I) - (Y-T)] ise özel sektör açığını göstermektedir. Toplam finansal dengeler yaklaşımına göre, ekonomideki toplam gelirler toplam harcamalara eşit olmalıdır. Bu durum toplam tasarrufların toplam yatırımlara eşit olması anlamına gelir. Dolayısıyla her üç sektörün gelir ve harcamaları arasındaki farkların toplamı sıfır olmalıdır. Buna göre eğer bir sektörün harcaması gelirini aşarsa bu açık diğer sektörler tarafından dengelenmelidir. Açık veren sektör, yatırımının tasarrufunu aşan kısmını karşılamak üzere net yükümlülüklerini artırır ya da başka bir ifadeyle net varlıklarını azaltır (Barbosa-Filho vd., 2006: 4; Wolf, 2012). Görüldüğü gibi üç sektörel denge özdeşliği, nedensellik ilişkisi kurulmadan aslında bir totolojidir. (Chinn, 2013: 70; Wolf, 2012).

Özel sektör açığı; harcanabilir gelirin (Y-T), tasarruf (S) ve özel tüketim (C) toplamına eşit olduğu göz önüne alınarak düzenlendiğinde (I-S) şeklinde de ifade edilebilir.

$$(I-S) + (G-T) + (X-M) = 0 \quad (1.4)$$

Burada dış dengeyi yalnız bıraktığımızda şu denkliği elde ederiz:

$$(X-M) \equiv (S-I) + (T-G) \quad (1.5)$$

Yukarıdaki denklikte görüldüğü üzere, ulusal ekonomideki özel tasarruf-yatırım dengesi ve/veya kamu tasarruf-yatırım dengesindeki değişimler dış ekonomik dengeyi etkilemektedir. Ekonomideki yapısal nedenlerle dışa bağımlılık söz konusu olduğunda bu etkileşim ters yönlü olarak da gerçekleşebilir.

² Toplam finansal dengeler yaklaşımında ekonomideki toplam talep ve toplam arzın kısa vadede dengeye geldiği varsayımının geçerli olduğuna dikkat edilmelidir. Pratikte kısa dönemde toplam talebin toplam arza eşit olduğu varsayımı altında elde edilen teorik kısıt geçerli olmayabilir. (Bkz. Shaikh, 2012: 126, 127).

II. KÜRESEL DENGESİZLİKLERİN TARİHSEL GELİŞİMİ

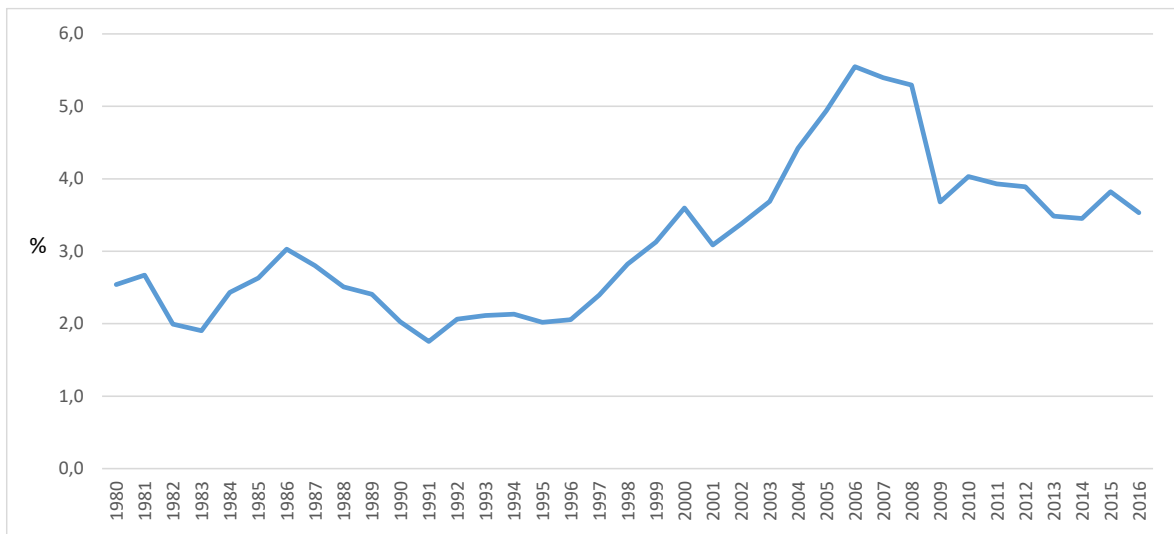
II. I. Küresel Dengesizliklere Genel Bakış

Son dönemde çok yüksek boyutlara ulaşsa da, esasında büyük dış dengesizlikler iktisat tarihinde yeni bir olgu değildir. Bracke vd. (2008: 13-16; 2010: 1150), on dokuzuncu yüzyılın sonundan yirminci yüzyılın sonuna kadar ortaya çıkan dış dengesizlik dönemlerini dörde ayırmaktadır. Bunların ilki, sermaye hareketlerinin yoğun ve döviz kurlarının istikrarlı olduğu Birinci Dünya Savaşı öncesi altın standardı dönemidir. Bu dönemde Birleşik Krallık ve Fransa gibi sanayileşmiş ülkeler dış fazlalar verirken buna karşılık gelişmekte olan ülkeler grubunda yer alan ABD, Kanada, Avustralya ve Hindistan ise dış açıklar vermişlerdir. İkincisi, İkinci Dünya Savaşı sonrasında kurulan ve sabit döviz kurlarına dayalı olan Bretton Woods sisteminin 1970'lerin başında çökmesi sonrasında, petrol krizlerinin etkisiyle petrol ihracatçısı ülkelerin artan dış fazlaları karşısında Latin Amerika ülkelerinin artan dış açıklarının görüldüğü dönemdir. Üçüncü dönem ABD'nin dış açığının arttığı ve buna karşılık Japonya, Almanya ve Hollanda gibi gelişmiş ülkelerin dış fazlalar verdiği 1980'li yıllardır. Dördüncü dönem ise Doğu Asya, Latin Amerika ve Rusya gibi gelişmekte olan ülkelerin dış açıklar verdiği ve bu açıklara karşılık gelişmiş ülkelerin fazlalar verdiği 1990'lı yıllardır.

1990'ların ikinci yarısından itibaren ortaya çıkan ve 2000'li yıllarda küresel dengesizlikler olarak anılmaya başlanan son dış dengesizlikler dönemi hem dengesizliklerin boyutu hem de net tasarrufların akış yönü açısından diğer dönemlerden oldukça farklıdır. Küresel dengesizliklerin zirve yaptığı 2000'lerin ortalarında, gelişmekte olan ülkelerin büyük cari fazlaları sonucu biriken net tasarrufları rekor düzeyde cari işlemler açığı veren ABD'ye doğru akmıştır. Böylece sermayenin hareketi ilk kez gelişmekte olan ülkelere doğru olmuştur. Bu dönemin diğer bir ayırt edici özelliği küresel düzeyde hızla artan finansallaşma sürecidir. Bilgi teknolojisindeki gelişimle birlikte hızla entegre olan finansal piyasalar, geniş finansal araç çeşitlendirmesiyle küresel düzeyde kolay finansman koşulları yaratmıştır (Bracke vd., 2010: 1142).

İçinde bulunduğumuz küresel dengesizlik döneminin gelişimini görmek için ilk olarak ülkelerin cari işlemler dengelerinin mutlak değerlerinin toplamının dünya GSYH'sine oranına bakabiliriz.

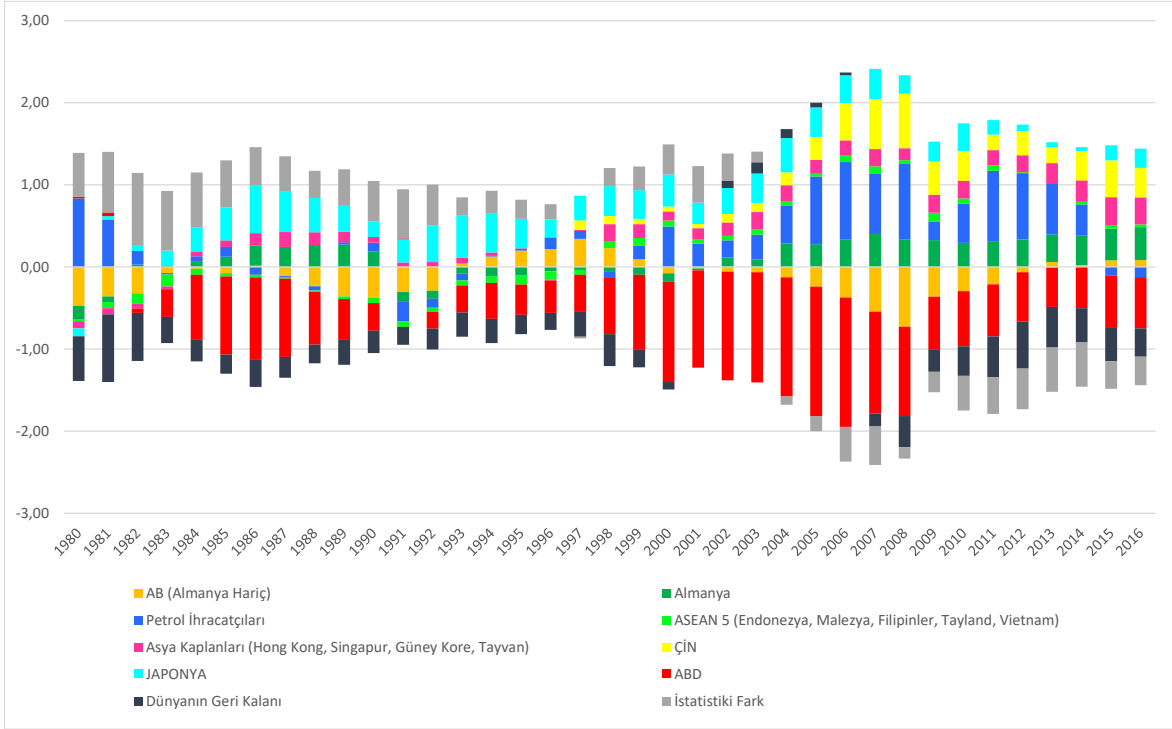
Grafik 1. Dünya Cari İşlem dengeleri Toplamı (mutlak değer, Dünya GSYH'ye oran olarak)



Kaynak: World Economic Outlook, Ekim 2016.

Grafik 1’de görüldüğü üzere, küresel dengesizlikler 1996 yılından sonra hızlı ve sürekli bir artış göstermiştir. Sürekli artış trendi yalnızca 2001 yılında sekteye uğramıştır. 2001 yılındaki aşağı yönlü hareket, kısmen ABD’de resesyona sonuca çıkan düşük büyüme oranı kısmen de petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle petrol ihracatçısı ülkelerin azalan cari fazlaları ile açıklanabilir (Bracke vd., 2010: 1143). Bu toplam ölçüt ile küresel dengesizliklerin gelişimini gördükten sonra, ortaya çıkan dengesizliklerin ülke ya da ülke grupları arasındaki dağılımını incelemek bunların aldıkları farklı roller ile ilgili fikir edinmemize yardımcı olacaktır.

Grafik 2. Dünya Cari İşlem Dengeleri Dağılımı (Dünya GSYH’ye oran olarak,%)



Kaynak: World Economic Outlook, Ekim 2016

Grafik 2’de görüldüğü gibi, günümüz küresel dengesizlikler dönemi 1980’li yıllarda ortaya çıkan bir önceki dengesizlik dönemine göre çok daha yüksek boyutlara ulaşmıştır. Aşırı genişlemiş olan dengesizliklerin hem açık tarafı hem de fazla tarafı dikkat çekici bir gelişim sergilemiştir. Açık tarafına baktığımızda, 1996’dan sonra ABD cari açıklarının dramatik ölçüde arttığını görmekteyiz. ABD cari işlemler açığı 2006 yılında rekor bir seviye olan 806,7 milyar dolara³ ulaşmıştır. Küresel dengesizliklerdeki bu genişleme trendi 2007/2008 finansal krizine kadar kesintisiz devam etmiştir. Kriz sonrasında, hem ABD cari açıklarında hem de genel olarak dış dengesizliklerde bir miktar uyum gerçekleşse de, küresel dengesizlikler problemi dünya ekonomisi için güncelliğini korumaktadır.

Fazla tarafına baktığımızda ise küresel dengesizliklerin genişlemeye başladığı 1996 sonrasında ABD’nin artan cari açıklarına karşılık çeşitli ülke ya da ülke gruplarının cari fazlalarının dönemsel olarak önemli hale geldiğini görmekteyiz. Gelişmiş ülkeler grubunda yer alan Japonya, 1980’lerin başından beri yüksek cari fazlalarını sürdürmektedir. Yine bazı gelişmiş Avrupa Birliği ülkeleri, özellikle de 2002 yılı sonrasında Almanya, ciddi cari fazlalar vermektedirler.

Son küresel dengesizlikler döneminin en ayırt edici özelliği, gelişmekte olan ülkelerin giderek artan düzeylerde cari fazlalar vererek 2000’lerin ortasında küresel toplam fazlanın büyük kısmına sahip hale gelmeleridir. Özellikle Çin ve petrol ihracatçısı ülkeler 2000’ler boyunca ciddi boyutlarda

³ IMF, World Economic Outlook Database, October 2016, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/weoselgr.aspx>, Erişim: 08.03.2017

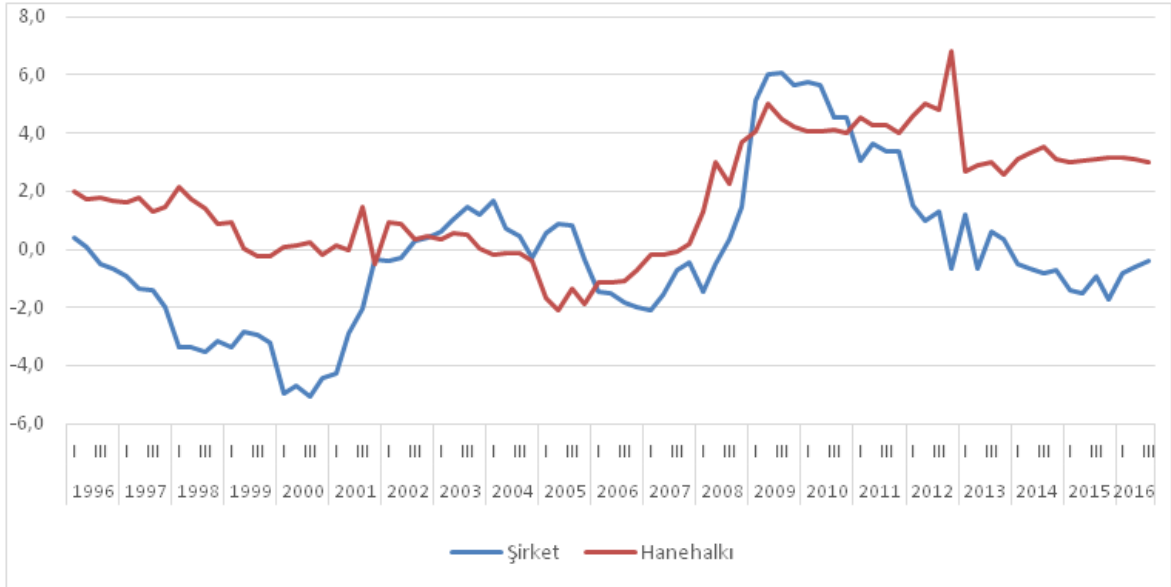
carri fazlalar vererek ABD cari açıklarını finanse etmişlerdir. Diğer Doğu Asya ülkelerinin (Asya kaplanları ve ASEAN ülkeleri gibi) cari fazlaları da bunlara eklendiğinde, dünya tasarruflarının büyük bölümüne gelişmekte olan ülkeler sahip olmuşlardır. Böylece özellikle 2005 yılından itibaren sermaye büyük ölçüde gelişmekte olan ülkelere (bilhassa ABD'ye) doğru akmaya başlamıştır. 2008 finansal krizinden sonra küresel dengesizliklerde bir miktar düzelme olsa da, ülkeler arası dağılımdaki bu yapı hala geçerliliğini korumaktadır.

II. II. Küresel Dengesizlikler Döneminde ABD Ekonomisi

Küresel dengesizlikler döneminin en önemli ve temel belirleyici aktörü ABD olmuştur. Tüm dönem boyunca ABD'nin bu rolü göz önüne alındığında, küresel dengesizliklerin gelişiminin daha iyi anlaşılması, ABD'deki gelişmelerin daha yakından incelenmesini gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda küresel dengesizlikler döneminde ABD ekonomisi iki kısımda ele alınacaktır. Bunlardan ilki 1996-2000 arası ABD cari açıklarının artmaya başladığı dönem, ikincisi ise 2001-2008 arası ABD cari açıklarının muazzam boyutlara eriştiği dönemdir. Her iki dönemde de artan dış dengesizlikler iktisadi gelişmelerin neden sonuç ilişkileri bağlamında değerlendirilmeye çalışılmıştır.

ABD ekonomisi 1996-2000 dönemi boyunca ortalama % 4,3 oranında büyümüştür.⁴ Bu yıllarda yüksek büyüme oranlarının yakalanmasında, bilişim teknolojisi sektöründeki hızlı gelişim ve bunun sağladığı verimlilik artışı etkili olmuştur (Blanchard ve Milesi-Ferretti, 2009: 8). Verimlilik artışının ileriye dönük kar beklentilerini artırması ve doların 1995 yılının ortasından itibaren hızla değerlenmesiyle ABD'ye yönelik sermaye akımları hızla artmış ve özellikle bilişim teknolojisi sektöründeki yenilikçi şirketlerin hisse senetlerine olan talep yükselmiştir (Kregel, 2001: 26). Bu hisse senetlerinin fiyatları, temsil ettikleri şirketlerin karlılığından bağımsız olarak hızla artmış ve ekonomide bir borsa balonunun ortaya çıkmasını tetiklemiştir (Brenner, 2007: 14).

Grafik 3. Dünya Cari İşlem Dengeleri Dağılımı (Dünya GSYH'ye oran olarak,%)

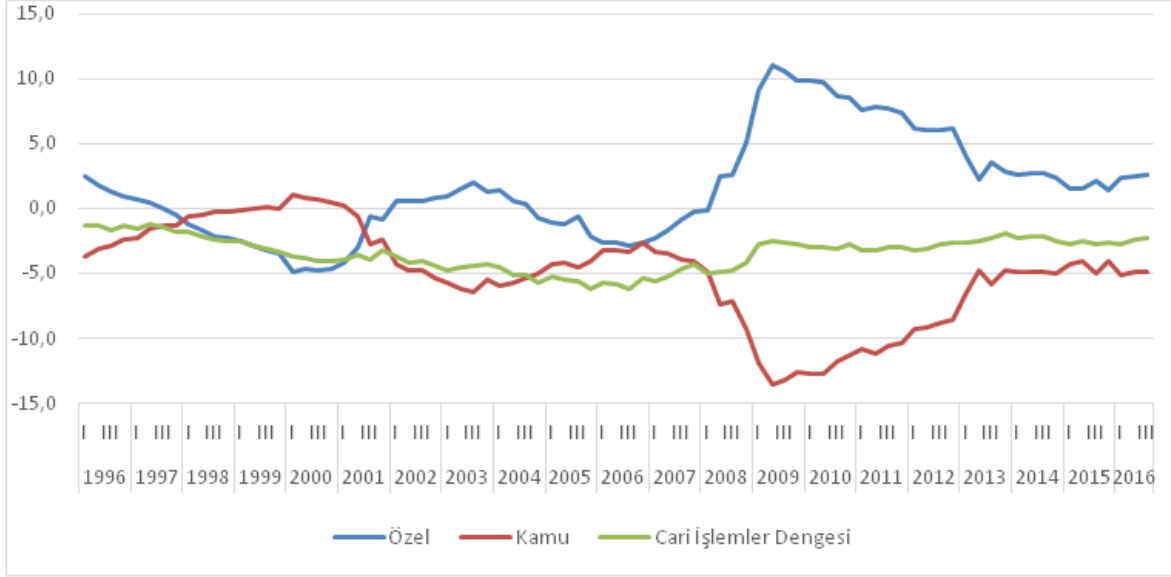


Kaynak: Bureau of Economic Analysis.

⁴ IMF, World Economic Outlook Database, October 2016, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/weoselgr.aspx>, Erişim: 08.03.2017

Grafik 3’de görüldüğü üzere, 1996-2000 döneminde borsa balonunun yarattığı servet etkisi ile hanehalkları ve şirketler daha az tasarruf edip daha fazla borçlanarak tüketim ve yatırım harcamalarını büyük ölçüde artırmışlardır. Bilhassa şirketlerin yatırım eğilimi bir hayli yüksek olmuştur.

Grafik 4. ABD Sektörel Finansal Dengeleri (GSYH’ye oran olarak, %)



Kaynak: Bureau of Economic Analysis

Hanehalkı ve şirketlerin bu davranışları nedeniyle özel kesim tasarruf-yatırım dengesi dönem boyunca giderek bozulmuştur (bkz. Grafik 4). Kamu tasarruf-yatırım dengesinin düzelmeye başlaması, toplam tasarruf açığındaki genişlemeyi durdurmaya yetmemiş ve ABD cari işlemler açığı hızla artmıştır. Cari işlem dengesinin alt kalemi olan dış ticaret dengesi de hızla bozulmuştur (bkz. Grafik 5). Dönem boyunca ekonomik canlılığın yarattığı tüketim ve yatırım genişlemesine dolardaki değerlendirme de katkı sağlayınca ucuzlayan ithalata yönelik talep hızla artmıştır (Bernanke, 2005: 6, 7). İthalata yönelik sınırsız iştaha karşılık ABD ticaret ortaklarının mecalsiz büyümeleri sonucu ABD ihracatına olan zayıf talep, dış ticaret açıklarının genişlemesine ve böylece yüksek cari açıkların verilmesine neden olmuştur (Mann, 2004: 22). 1990’ların ikinci yarısındaki bu gelişmeler sonucu, Wolf’un (2002) belirttiği gibi ABD ekonomisinde üç dengesizlik ortaya çıkmıştır: Bunlar; “aşırı şirket yatırımı, yetersiz hanehalkı tasarrufları ve sürdürülemez bir cari işlemler açığı”dır.

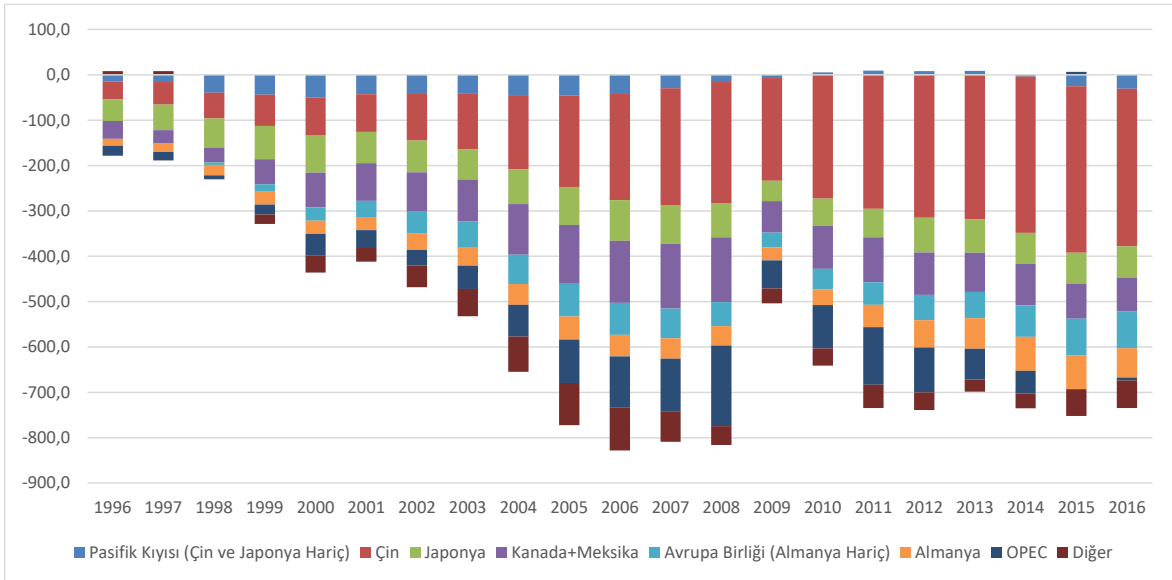
2000 yılı Mart ayından itibaren hisse senedi fiyatlarının hızla düşmesiyle borsa balonunun yarattığı servet etkisi ortadan kalkmış ve ABD ekonomisi krize sürüklenmiştir. Ekonomi 2001 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık % 3,1 oranında daralarak resesyona girmiştir. ABD Merkez Bankası hızla müdahale etmiş ve faiz oranlarını sert bir şekilde indirmiştir. Buna ek olarak, Bush yönetimi vergi indirimleri ile mali genişleme politikalarını uygulamaya sokmuştur (Roubini ve Mihm, 2012: 262). Merkez Bankası’nın faiz indirimleri ile yarattığı kredi genişlemesi, varlık fiyatlarında, özellikle de konut fiyatlarında artışa yol açmıştır. Finansal piyasalar üzerindeki denetimlerin esnetildiği bu dönemde, varlık fiyatlarındaki sıçrama konut balonunun oluşmasını tetiklemiştir. Böylece resesyon sonrasındaki ekonomik canlanma şişen konut balonuna dayalı olarak sağlanmıştır. ABD’nin 1990’ların ikinci yarısında hisse senedi fiyatları üzerinden yarattığı balon etkisi, bu kez konut fiyatları üzerinden yaratılmıştır (Brenner, 2007: 354).

ABD Merkez Bankası’nın faiz indirimleri ile borçlanma maliyetleri düşerken, hanehalkları teminat gösterdikleri konutlarının değerleri arttıkça daha fazla borçlanarak tüketim harcamalarını artırmışlardır (Brenner, 2007: 344). 2006 yılına kadar hanehalkı tasarruf oranları düşmüştür. Şirketler kesimi ise resesyon sonrasında, 2004 yılına kadar yatırımlarını hızla azaltmıştır (bkz. Grafik 3).

Böylece toplam özel tasarruflar 2004'e kadar şirketlerin artan tasarruf eğilimlerinin hanehalklarının azalan tasarruflarını telafi etmesiyle iyileşme kaydetmiştir (bkz. Grafik 4). Ancak 2004 yılından itibaren şirketlerin yatırım harcamalarını artırmasıyla toplam özel kesim tasarruf-yatırım dengesi finansal krize kadar sürecek bir bozulma sürecine girmiştir. Kamu tasarruf-yatırım dengesi 2001-2004 arasında ekonomiyi durgunluktan çıkarmak üzere verilen bütçe açıklarının artmasıyla hızla bozulmuştur. 2004 sonrasında kamu tasarruf-yatırım dengesinde bir miktar düzelme olsa da dönem boyunca tasarruf açığı vermeyi sürdürmüştür.

2007/2008 finansal krizine kadar olan süreçte ABD ekonomisinde yatırım oranları, finansal aşırılıklarla iyice şişmiş olan varlık fiyatları balonunun etkisiyle yüksek seyretmiş; buna karşın tasarruf oranları düşük düzeyde kalmıştır. Böylece ABD cari açıkları 2002 yılından itibaren yeni rekorlar kırarak genişlemeye devam etmiştir. 2006 yılında en yüksek düzey olan yaklaşık 806 milyar dolara ulaşmıştır. Bu devasa cari açıkların finansmanını sağlamak üzere ABD'ye yönelik sermaye akımları çok büyük boyutlara erişmiş ve genellikle borç akımları şeklinde olmuştur. Doğu Asya'nın resmi yatırımcıları ABD hazine ve diğer kamu kesimi tahvillerini almaya devam ederken (yüksek getiri yerine likit olanı tercih etmişlerdir), özellikle Avrupalı finansal kuruluşlar ABD şirket tahvillerine yönelmiştir (Blanchard ve Milesi-Ferretti, 2009: 10).

Grafik 5. ABD Dış Ticaret Dengesinin Dağılımı (Milyar Dolar)



Kaynak: Census

1996-2000 döneminde olduğu gibi 2001 sonrasında da artan dış ticaret açıkları cari işlemler dengesini bozmaya devam etmiştir. Grafik 5'te, ABD dış ticaret açığının genişlemesi ve ülkeler arasındaki dağılımı gösterilmektedir. ABD 1996-1999 yılları arasında en yüksek dış ticaret açığını Japonya'ya karşı verirken, 2000 yılından itibaren Çin ilk sıraya yerleşmiştir. Sonraki yıllarda ABD'nin Çin'e karşı verdiği dış ticaret açıkları 2008 yılına kadar kesintisiz ve hızla artmıştır. 2008 yılına gelindiğinde ABD, dış ticaret açığının yaklaşık üçte birini Çin'e karşı vermekteydi.

ABD'nin diğer önemli ticaret ortakları Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (NAFTA) üyeleri olan Kanada ve Meksika'dır. Bu ülkelere karşı verilen dış ticaret açıkları 2008 yılına kadar artış trendi göstermiştir. Petrol ihracatçılarına karşı verilen ticaret açıkları petrol fiyatlarındaki hareketlerle paralel bir eğilim izlemiştir. Genel itibarıyla ABD'nin ihracata dayalı büyüme modeli uygulayan ülkelere karşı yüksek dış ticaret açıkları verdiğini söyleyebiliriz. Palley'in (2014: 3) belirttiği gibi, ABD ile bu ülkeler arasında karşılıklı bir bağımlılık söz konusudur ve ABD bu ülkelerin "büyümelemlerini kamçılayan talebi" sağlamaktadır.

III. KÜRESEL DENGESİZLİKLERİN KÖKENLERİ ÜZERİNE TARTIŞMALAR

Küresel dengesizliklerin ortaya çıkış nedenleri üzerine 2000’li yılların ortalarında birçok görüş ortaya çıkmıştır. Çalışmada incelenen görüşler genel olarak nedenselliklerini yapısal faktörlere dayandırmışlardır. Dolayısıyla cari işlem dengesizliklerinin uyum sürecinin ancak yapısal değişikliklerle mümkün olabileceğini vurgulamışlardır. Yapısal faktörler ancak kademeli olarak değişebileceği için bu durum küresel ekonomideki dengesizliklerin uzun bir dönem daha sürebileceğini işaret etmektedir (Servén ve Nguyen, 2013: 10). Aşağıda ana hatları ile ele alınan görüşler şunlardır: Bretton Woods II, tasarruf bolluğu, varlık eksikliği ve karanlık madde.

III. I. Bretton Woods II

Deutchebank Üçlüsü olarak da bilinen Dooley, Folkerts-Landau ve Garber, 2003 yılında yayınladıkları “An Essay on the Revived Bretton Woods System” başlıklı yazılarında, Çin başta olmak üzere birçok Doğu Asya ülkesinin uyguladığı sabit kur rejimi ile savaş sonrası Bretton Woods sabit kur rejimi arasında bir analogi kurmuş ve hatta daha da ileri giderek “Bretton Woods sonrası ortaya çıkan ve gelişen küresel sistemin aslında tek bir dinamik yapıyı koruduğunu” iddia etmişlerdir (Dooley vd., 2003: 1). Bu nedenle yaklaşım literatürde genellikle Bretton Woods II olarak anılmaktadır.

Bretton Woods II hipotezine göre, savaş sonrası Bretton Woods döneminde çevreyi oluşturan Avrupa ve Japonya kendi sermayelerini tekrar oluşturduğunda merkeze yakınsamışlardır. Bunu takiben dalgalı döviz kuru politikasına geçerek sermaye ve ticaret üzerindeki kontrolleri kaldırmışlardır. Fakat sonraki iki on yıl boyunca bu ülkelerin yerini alacak yeni bir çevre ortaya çıkmamıştır (Dooley vd., 2003: 2). 1990 sonrasında Doğu Asya’daki gelişmekte olan ülkelerin (özellikle Çin), savaş sonrası Avrupa ve Japonya’nın seçtiği ile aynı çevre stratejisini benimsemeleri ve başarılı bir şekilde uygulamaları ile uluslararası parasal sistemin yapısı Bretton Woods dönemindeki formuna geri dönmüştür. Sabit döviz kurları, rezerv biriktirme ve ticaret akımlarını açık tutarak ihracata dayalı büyümenin desteklenmesi bu kalkınma stratejisinin önemli bileşenleridir (Dooley vd., 2004b: 2).

Bretton Woods II hipotezine göre bu kalkınma stratejisinin arkasında Çin’deki 200 milyon işsiz işgücü nün küresel ekonomide emilmesi hedefi vardır. Bu stokun emilmesi, ihracatın artırılması ve yabancı doğrudan yatırımların ülkeye çekilmesini gerektirmektedir (Dooley vd., 2014: 9). Stratejinin başarısı için Çin, merkez ülke olan ABD’ye ihracatını hızla artırırken, ABD’de ortaya çıkan büyük boyutlardaki cari açıkları finanse etmek üzere yüksek düzeylere erişmiş tasarruflarını düşük getirili ABD hazine tahvillerine yatırmıştır. Rezerv varlıklarını düşük getirili ABD varlıklarına yönlendirmek, alternatif yüksek getirili yatırımlar göz önüne alındığında Çin için kayıp anlamına gelmektedir. Diğer taraftan Çin’in ihracata dayalı büyüme hedefi doğrultusunda değerinin altında belirlediği kur oranları, ekonomide aşırı ısınma ve enflasyon yaratmış, Çin merkez bankası bu enflasyonist baskıyı ancak finansal baskılamaya başvurarak kontrol edebilmiştir. Bu da hanehalkı gelir büyümesini baskımlarken, sermaye piyasasının işleyişini ciddi şekilde bozmuştur (Lardy, 2008: 1). Hipoteze göre Çin rekabetçi bir sermaye stoku oluşturmak için tüm bu maliyetlere katlanmak zorundadır ve dahası bunu yapmaya istekli görünmektedir (Dooley vd., 2003: 2).

Bretton Woods II hipotezi, sermayenin merkezden, getiri oranının daha yüksek olduğu çevreye doğru akmayıp, tam tersine çevreden merkeze akmasını başarılı bir kalkınma stratejisinin sonucu olarak görmektedir. Buna göre, merkeze yönelik sermaye akımları merkez ülkenin çevredeki yatırımları (özellikle doğrudan yabancı yatırımları) için teminat sağlamaktadır. Bu teminat olmadan çevre ülkeler uluslararası finansal aracılıktan mahrum kalacaktır (Dooley vd., 2004a: 3).

Mevcut çevre merkeze yakınsadığında dalgalı döviz kuruna geçecek ve finansal serbestleşmeye gidecektir. Çevrenin kalkınma stratejilerini uygulama isteğine sahip olan yeni bir çevre sisteme eklenilecektir (Dooley vd., 2003: 2).

III. II. Küresel Tasarruf Bolluğu

ABD Merkez Bankası başkanı Ben Bernanke (2005: 1), ABD'nin hızla büyüyen cari açıklarının nedenlerinin tespit edilebilmesi için ABD ekonomisi dışındaki faktörlere odaklanılması gerektiğini ileri sürmüştür. Bu görüşe göre, küresel düzeyde ortaya çıkan bir takım gelişmeler küresel tasarruf arzında artış yaratmış, bu da ABD cari açıklarının genişlemesine ve uzun dönemli dünya faiz oranlarının düşük kalmasına yol açmıştır. Bu bağlamda ABD'de düşen tasarruflar, iktisat politikalarındaki değişim ya da hanehalkı tasarruf davranışlarından ziyade, küresel tasarruf bolluğu ile ilişkilidir (Bernanke, 2005: 1-3).

Bernanke'ye (2005: 3-6) göre, küresel düzeyde tasarruf bolluğu oluşmasında dünya ekonomisinde ortaya çıkan birkaç gelişme etkili olmuştur. Bunlardan ilki, yaşlanan nüfusa sahip Japonya ve Almanya gibi gelişmiş ülkelerin bu dönemdeki güçlü tasarruf motivasyonlarıdır. İkincisi, küresel tasarruf bolluğunun daha büyük bir kısmını açıklayan, gelişmekte olan ülkelerin tasarruflarındaki çok hızlı artıştır. Bu ülkeler 1990'larda yaşadıkları finansal krizlerin etkisiyle daha sonraki krizlerden ve ani sermaye çıkışlarından korunmak üzere cari fazlalar vererek döviz cinsi rezerv birikimlerini artırmışlardır. Bu rezerv birikimleri ile aynı zamanda ihracata dayalı büyüme modeli çerçevesinde döviz kurlarının değerlendirilmesini önlemek üzere yabancı döviz kuru müdahaleleri yapabilme esnekliği kazanmışlardır. Artan yurtiçi tasarruflar uluslararası piyasalarda döviz cinsinden varlıklara, özellikle de ABD hazine tahvillerine yönlendirilmiştir. Üçüncüsü ise gelişmekte olan ülkelerin artan tasarruflarının diğer bir kaynağı olan petrol ihracatçısı ülkelerin tasarruflarının keskin bir şekilde artışıdır. Petrol fiyatları yukarı yönlü sıçradıkça bu ülkelerin petrol gelirleri artmış ve cari fazlaları genişlemiştir.

ABD ekonomisi dışında gerçekleşen bu gelişmeler sonucu ortaya çıkan küresel tasarruf bolluğu, 1990'ların ikinci yarısında hisse senedi fiyatlarının yükselmesi ve doların değerlendirilmesi, 2000'lerin ilk yarısında ise artan konut fiyatları ve düşük reel faiz oranları gibi iletim mekanizmalarıyla ABD cari işlem dengesinin bozulmasına neden olmuştur (Bernanke, 2005: 7). Tasarruf bolluğu hipotezine göre, küresel düzeyde bollaşan tasarrufların ABD'ye akmasının nedenleri; ABD'nin yatırımlar için çekici bir yer olması, finansal piyasalarının derinliği ve ayrıca ABD dolarının rezerv para olarak özel uluslararası statüsüdür (Bernanke, 2005: 7). Sonuç olarak devasa boyutlara erişen ABD cari işlemler açığının uyum sürecinin tamamen içe dönük politikalarla çözülmesi mümkün görünmemektedir. Bu doğrultuda özellikle gelişmekte olan ülkelerin yatırım ortamlarını geliştirmeye yönelik reformlara yönelerek, uluslararası piyasalardaki doğal rolleri olan sermaye ithalatçısı haline gelmeleri gerekmektedir (Bernanke, 2005: 9).

III. III. Varlık Eksikliği

Bu yaklaşım küresel ekonomide ciddi bir finansal varlık eksikliği bulunduğunu ve küresel dengesizliklerin altında bu problemin yattığını öne sürmektedir. Yaklaşımına göre, varlık eksikliğinin küresel düzeyde bir problem haline gelmesi bir takım gelişmelerin sonucunda gerçekleşmiştir. 1990'ların başında Japonya'nın varlıklarının büyük kısmı erimiş, kıta Avrupası ülkeleri durgunluğa girmiştir. 1990'ların sonunda gelişmekte olan ülkeler finansal krizlere sürüklenmiştir. 2000'lerde ise ihracata dayalı büyüme modelini benimseyen gelişmekte olan ülkelerin (özellikle Çin'in) ve petrol ihracatçısı ülkelerin büyük boyutlara ulaşan tasarrufları ile finansal varlık talepleri artmıştır. Tüm bu gelişmelerin sonucunda küresel düzeyde bir varlık eksikliği ortaya çıkmıştır (Caballero, 2006: 2). Bu nedenle son yirmi yılda sağlam ve likit finansal varlık yaratmada üstün olan ekonomilere (özellikle ABD'ye) doğru yoğun sermaye akımları gerçekleşmiştir. Bunun sonucu olarak küresel dengesizlikler ortaya çıkmıştır ve dünyanın geri kalanına finansal varlık arz eden ekonomiler (başta ABD olmak üzere) kaçınılmaz olarak cari açıklar vermiştir (Caballero, 2006: 7).

Yaklaşımında, küresel düzeydeki varlık eksikliğinin, arz-talep dengesini bozarak az miktardaki varlıkların değerlerinin hızla yükselmesine neden olduğu iddia edilmektedir. Varlık fiyatlarındaki sıçramanın son otuz yılda küresel ekonomide; tekrarlayan spekülasyon balonları ve finansal panikler,

küresel dengesizlikler, düşük reel faiz oranları ve çeşitli bölgelerdeki deflasyonist dönemler gibi makroekonomik sonuçları olmuştur (Caballero, 2006: 13). Caballero'ya (2006: 2) göre, bu gelişmeleri varlık arzı eksikliği kaynaklı olarak değerlendirdiğimizde bunları baskılamak yerine risklerini yönetmeyi öğrenmek optimal politika karşılığı olacaktır.

III. IV. Karanlık Madde

Karanlık madde (dark matter) yaklaşımı, cari işlem dengesinin geleneksel ölçümlerinin gerçekte var olmayan dengesizlikleri gösterdiğini iddia etmekte ve bu durumun da ABD varlıklarının gerçek değerlerinin hesaplanamamasından kaynaklandığını ileri sürmektedir (Hausmann ve Sturzenegger, 2005: 9). ABD'nin yurtdışı yatırımlarından elde ettiği gelir, yabancıların ABD'deki yatırımlarından elde ettikleri gelirlerin üzerindedir. Bu nedenle ABD varlıklarının gerçek değerini ölçmek için getirileri üzerinden değer biçildiğinde ABD net borçlu yerine net kredi veren haline gelmektedir (Hausmann ve Sturzenegger, 2005: 3; 2006: 20). Varlıklara getirileri üzerinden değer biçerek yapılan bu hesaplamayla resmi hesaplar arasındaki farka karanlık madde (dark matter) denilmiştir. Çünkü bu fark, gelir yarattığı için var olduğu bilinen ancak görünmeyen varlıklara karşılık gelmektedir (Hausmann ve Sturzenegger, 2005: 4).

Karanlık maddenin genel çerçevede üç kaynağı mevcuttur. Bunlardan ilki ABD'nin yurtdışı doğrudan yatırımları ile ihraç ettiği bilgidir (know-how). Yabancı doğrudan yatırımlar hesaplanırken, bu yatırımları daha üretken hale getiren bilginin (know-how) de hesaba katılması gereklidir. İkincisi ABD tarafından sağlanan likiditenin değeridir. ABD küresel rezerv para olan dolardan elde ettiği senyoraaj gelirlerini gelir yaratan varlık alımında kullanarak getiri elde edebilir. Üçüncüsü ise prim yaratan sigorta satışlarıdır. Dünyanın geri kalanı daha az getirisi olmasına karşın risk azaltmak için ABD'nin görece güvenli varlıklarını talep etmekte, böylece getiri oranları farkı kadar sigorta primi ödemeye razı olmaktadır (Hausmann ve Sturzenegger, 2005: 5; 2006: 11-14). Küreselleşme ve finansallaşmanın etkisiyle bu hizmetlerin varlık değerleri sürekli artarak son yıllarda ABD'deki karanlık maddeyi büyütüştür. Karanlık madde dikkate alarak yapılan bir hesaplamada ABD, geleneksel cari işlemler dengesi hesaplamalarının aksine net kredi veren haline gelmektedir. Yani esasında karanlık madde ihraçları ABD'nin büyük ticaret açıklarını telafi etmektedir (Hausmann ve Sturzenegger, 2005: 5, 6).

SONUÇ

Küresel dengesizlikler iktisat yazınında çok tartışılan bir konu olmuştur. ABD'nin cari açıkları 1990'ların sonlarından itibaren hızla artarken, bir grup iktisatçı çok yüksek düzeylere erişmiş olan bu açıkların sürdürülemez olduğuna ve olası bir ani uyum sürecinin dünya ekonomisine zarar vereceğine vurgu yapmışlardır. Yukarıda temel argümanları anlatılan diğer bir grup iktisatçı ise küresel dengesizliklerin ABD açıklarından ziyade küresel ekonomideki bazı yapısal faktörlerden kaynaklandığını, dolayısıyla bu faktörler var oldukça dengesizliklerin devam edeceğini ileri sürmüşlerdir.

Bu ikinci grup yazarlara göre küresel dengesizliklere yol açan yapı ABD'nin küresel ekonomideki benzersiz rolü ile doğrudan ilişkilidir. Tasarruf bolluğu ve varlık eksikliği teorikleri küresel finansal piyasalarda ABD'yi yatırımlar için çekici hale getiren bazı özelliklere vurgu yapmaktadırlar. Bunlar ABD'nin sağlam ve likit finansal varlık yaratmadaki üstünlüğü, finansal piyasalarının derinliği ve ayrıca ABD dolarının rezerv para olarak özel uluslararası statüsüdür.

Bretton Woods II hipotezine göre gelişmekte olan ülkeler etkin sermaye stoku oluşturmak için merkezden doğrudan yabancı yatırımlar çekmelidir. Bu yatırımların olası bir el koymaya karşı garanti altına alınması için merkez ülkeler teminat talep etmektedirler. Bu teminatı sağlamak için daha az kredibilitesi olan gelişmekte olan ülkelere net mal ve hizmet ihracı yapılması gerekmektedir. Buna karşılık merkez ülke varlıkları geliştirmekte olan ülkeler tarafından

rezerv olarak biriktirilmektedir. ABD “merkez ülke” ya da “rezerv para sağlayıcısı” olarak benzersiz konumu nedeniyle, gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duyduğu teminatı elde edebilmeleri için bu ülkelere karşı yüksek ticaret ve cari işlem açıkları vermektedir.

Karanlık madde yaklaşımı ise ABD varlıklarının değerlerinin, getiri oranları üzerinden hesaplanmaması nedeniyle aslında var olmayan dengesizliklerin gösterildiğini iddia etmektedir. ABD, gelir yaratan ancak görünmeyen varlıklarının değerleri hesaba katıldığında, net kredi veren bir ülke durumuna gelmektedir. Bu değerler ABD'nin büyük ticaret açıklarını telafi edebilecek boyutlara ulaşabilmektedir.

Bu yaklaşımlar küresel dengesizliklerin nedenlerini genellikle ABD dışında aramışlardır. Oysa ABD ekonomisinde özellikle ele aldığımız dönemdeki gelişmeler buraya odaklanmamızı gerektirmektedir. 1990'ların ikinci yarısında hisse senedi fiyatlarının yükselmesi ile ortaya çıkan borsa balonu, 2000 yılının başına kadar ABD'deki yüksek büyümenin kaynağı olmuştur. Borsa balonunun yarattığı servet etkisi ile hanehalkı ve şirketler yatırımlarını hızla artırmışlardır. Böylece artan özel kesim tasarruf açığı kamu tasarruflarındaki düzelmeye karşın dengelenememiş ve cari açıkların artmasına neden olmuştur. 2000 yılı başında hisse senedi fiyatlarının hızla değer kaybetmesiyle bu balon sönmüş ve ekonomi resesyona girmiştir.

Merkez bankasının keskin faiz indirimleri ve hükümetin mali genişleme politikalarıyla ABD ekonomisi durgunluktan çıkarılmıştır. Fakat büyük faiz indirimlerinin yarattığı kredi genişlemesi varlık fiyatlarını hızla artırarak konut balonunun oluşmasına neden olmuştur. Bir önceki genişleme döneminde borsa balonunun yarattığı servet etkisi bu kez konut balonu üzerinden yaratılmıştır. Düşük borçlanma maliyetleri altında teminat gösterdikleri konutların değeri arttıkça hanehalkları daha fazla borçlanarak tüketim harcamalarını artırmıştır. 2004 yılından itibaren şirketlerin de yatırımlarını artırmaya başlamasıyla, özel kesim toplam tasarruf- yatırım dengesi bozulmuştur. Kamu kesimi ve özel kesim bir bütün olarak tasarruf açıkları verirken, cari açıklar rekor düzeylere çıkmıştır.

Bu devasa cari açıkların finansmanını sağlamak üzere hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin özel ve resmi yatırımcıları ABD'ye çok büyük sermaye akımları yöneltmişlerdir. Bu şekilde yaratılan bir kredi döngüsü, küresel ekonomideki çarkların döndürülebilmesi için gerekli olan talebi karşılamak üzere dünyanın geri kalanının ABD'deki tüketime bağımlı hale gelmesine neden olmuştur. Esasında küresel ekonomideki bu dengesizlikler, 1980 sonrası küreselleşme, serbestleşme ve finansallaşma süreçlerinin bir sonucu olarak görülebilir. Bu süreçler neticesinde ülkelerin büyümeleri ve sermaye birikiminin sürmesi için gerekli olan talep, yurtiçi gelirden görece bağımsız hale getirilmiştir. Açık veren ülkelerde bu talep borç temelli olarak sürdürülürken fazla veren ülkeler dış talebe bağımlı hale gelmiştir.

KAYNAKÇA

- Barbosa-Filho, N., Rada, C., Taylor, L., & Zamparelli, L. (2006). *Fiscal, Foreign, and Private Net Borrowing: Widely Accepted Theories Don't Closely Fit the Facts*. in Proceedings of the 34th Brazilian Economics Meeting, ANPEC.
- Bernanke, B.S. (2005). *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. The Sandridge Lecture. Virginia Association of Economics, Richmond, VA., Mart.
- Blanchard, O. & Milesi-Ferretti, G.M. (2009). Global Imbalances: In Midstream?. *IMF Staff Position Note*, SPN/09/29, Aralık.
- Bracke T, Bussière, M., Fidora, M., & Straub, R. (2010). A Framework for Assessing Global Imbalances. *World Econ*, 33(9), 1140–1174, doi:10.1111/j.1467-9701.2010.01266.x.
- Brenner, R. (2007). *Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon: Dünya Ekonomisinde ABD'nin Yeri*. Çeviren: B. Akalın. İstanbul: İletişim Yayınları.

- Caballero, R.J. (2006). On the Macroeconomics of Asset Shortages. *NBER Working Paper*, No: 12753, Aralık.
- Chinn, M.D. (2013). Global Imbalances. Gerard Caprio (ed.) içinde, *The Evidence and Impact of Financial Globalization*, Vol. 3, s. 67-79. Oxford: Elsevier Inc.
- Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2003). An Essay on the Revised Bretton Woods System. *NBER Working Paper*, 9971, Eylül.
- Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2004a). The US Current Account Deficit: Collateral for a Total Return Swap. *Global Markets Research*, Deutsche Bank, Ağustos.
- Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2004b). Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery. *NBER Working Paper*, 10626, Temmuz.
- Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2014). The Revived Bretton Woods System's First Decade. *NBER Working Paper*, 20454, Eylül.
- Dos Santos, C. H., & Macedo e Silva, A. C. (2010). Revisiting 'New Cambridge': The Three Financial Balances in a General Stock-flow Consistent Applied Modeling Strategy. *Working Paper*, No: 594, Levy Economics Institute of Bard College, Mayıs.
- Hausmann, R., & Sturzenegger, F. (2005). U.S. and Global Imbalances: Can Dark Matter Prevent a Big Bang?. *Working Paper*, No: 124, Center for International Development, Kasım.
- Hausmann, R., & Sturzenegger, F. (2006). Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations. *Working Paper*, No: 124, Center for International Development, Kasım.
- Kregel, J.A. (2001). Why Advanced Countries Should Address Global Economic Imbalances. J. J. Teunissen (ed.) içinde, *New Challenges of Crisis Prevention: Addressing Economic Imbalances in the North and Boom-Bust Cycles in the South*, 1. bölüm, sf. 23-39, Fondad.
- Lardy, N.R. (2008). Financial Repression in China. *Policy Brief*, No: 08-8, Peterson Institute for International Economics, Eylül.
- Mann, C.L. (2004). Managing Exchange Rates: Achievement of Global Re-balancing or Evidence of Global Co-dependency?: The United States and Its Trading Partners Have Serious Vested Interests in the Status Quo. *Business Economics*, Temmuz.
- Palley, T.I. (2014). The Theory of Global Imbalances: Mainstream Economics vs. Structural Keynesianism. Retrieved November 26, 2016 (da indirildi) from the World Wide Web: http://www.thomaspalley.com/docs/research/theory_of_global_imbalances.pdf.
- Roubini, N., & Mihm, S. (2012). *Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği*. Çeviren: Işıl Tezcan. İstanbul: Pegasus Yayınları.
- Servén L. & Nguyen, H. (2013). Global Imbalances: Origins and Prospects. *World Bank Research Observer*, Şubat, doi:10.1093/wbro/lkt002.
- Shaikh, A. (2012). Three Balances and Twin Deficits: Godley versus Ruggles and Ruggles. D. B. Papadimitriou & G. Zezza (ed.) içinden, *Contributions in Stock-flow Modeling Essays in Honor of Wynne Godley*, 6. bölüm, sf. 125-136, Palgrave Macmillan.

Wolf, M. (2002, Şubat 26). An Unsustainable Black Hole: the US Current Account Deficit Cannot Grow Indefinitely Without Undermining the Dollar's Astonishing Strength. *Financial Times*.

Wolf, M. (2012, Temmuz 19). The Balance Sheet Recession in the US. *Financial Times*.