

ULUSLAR ARASI SERMAYE HAREKETLERİ: GİRİŞ VE TEMEL KAVRAMLAR

I. HAFTA

Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ)'e yönelik sermaye hareketleri¹, 18.yüzyılın ikinci yarısında Sanayi Devrimi ile başlayan kapitalist üretim biçiminin gelişim süreci içerisinde ele alınabilir. Sanayi devrimini izleyen yıllarda ulusal sınırların dışındaki ekonomik faaliyetler hızlanmıştır. Bu gelişimin arkasında, Avrupa ülkelerinin 18. yüzyılda sömürge ülkelerinin ucuz hammadde, işgücü ve pazar olanaklarından yararlanma çabaları yatmıştır. Üretim, haberleşme ve ulaşım teknolojilerindeki yenilikler, üretim ve ticaretin hızla artmasına, emisyon rejimlerinin kurulmasına ve ticari senetlerin yaygınlaşmasına yol açmıştır.

19. yüzyılın sonlarında bütünleşmiş ve dışa açılmış ulusal ekonomiler oluşmuş; ülkeler arasında üretim, ticaret ve sermaye hareketleri, kısıtlanmaksızın sürmüştür. 20. yüzyılın ilk yansında yaşanan, I. Dünya Savaşı, 1917 Devrimi, 1929 Dünya Ekonomik Buhram ve II. Dünya Savaşı, içe dönük ekonomi politikaların oluşumuna yol açmıştır. Dış üretim ve sermaye hareketleri, dünya ekonomisinin içe kapanışından olumsuz etkilenmiştir. II. Dünya Savaşı'nı izleyen yıllarda oluşan Soğuk Savaş ortamında sermaye hareketleri, önce dış yardımlar ve bağışlar, sonrasında krediler şeklinde resmi kurumlar tarafından yönlendirilmiştir.

1950'li yıllardan itibaren ABD kökenli Çok Uluslu Şirketler (ÇUŞ)'in, 1970'li yıllardan itibaren Avrupa ve Japonya Kökenli ÇUŞ'in dünya ekonomisindeki etkinliği artmaya başlamıştır. 1973-74 Petrol Krizi ve Bretton Woods Sistemi (BWS)'nin yıkılışı, dünya ekonomisinde yapısal değişimleri zorunlu hale getirmiştir. Petrol Krizi sonrasında, uluslararası bankacılık sisteminin aracılığı ile petrol üreticisi ülkelerin ellerindeki kaynak fazlalıkları yeniden dolaşıma sokulmuştur. Yeniden dolaşım süreci, 1982 dış borç krizlerine kadar devam etmiştir. Dış borç krizleri ve artan ekonomik

¹ Bu çalışmada, cümlelerde akıcılık ve sadelik sağlamak amacıyla sermaye hareketleri ve alt gruplarının ifade edilmesinde "uluslararası" terimi kullanılmamıştır.

riskler, 1970'li yılların ortalarında itibaren hızlanan küreselleşme eğilimlerini yavaşlatmış ve GOÜ'e yönelik sermaye hareketlerini tersine çevirmiştir. Sermaye fonları, 1980'li yılların sonlarına kadar daha güvenli Sanayileşmiş Ülkeler (SÜ) ekonomilerinde kalmıştır.

Dış borç krizleri, GOÜ'in ihmal edilmiş yapısal sorunlarının düzeltilmesi ve makroekonomik politikalarının yeniden oluşturulması yönünde değişiklikleri zorunlu kılmıştır. GOÜ, makroekonomik dengelerini yeniden kurmak ve kaçan sermaye fonlarını ulusal ekonomiye çekebilmek için Uluslararası Para Fonu (IMF) ile Dünya Bankası (WB) tarafından oluşturulan yapısal uyum programları uygulamışlardır. GOÜ, yapısal uyum programları aracılığıyla ulusal piyasaları, dış ticareti ve finansal piyasaları serbestleştirmişlerdir. GOÜ, sermaye fonlarını ulusal ekonomilerine çekmeye çalışmışlar; sermayeyi yönlendiren yatırımcılar ise SÜ'deki düşük kazançlardan, GOÜ'deki daha yüksek kazançlara yönelmişlerdir. ÇUŞ, kurumsal portföy yatırım kuruluşları ve uluslararası bankalar, sermaye hareketlerinin yönlendirilmesinde aktif bir rol üstlenmişlerdir.

Ulusal ekonomilerin dışa açılmaları sonucunda karşılıklı birbirine bağlı ve dış gelişmeler oldukça duyarlı ekonomik yapılar oluşmuştur. Küreselleşme hareketleri ile şekillenen yeni ekonomik yapıda gözlenen genel bir eğilim, 1990'lı yıllarda GOÜ'e yönelik net sermaye hareketleri miktarının olağanüstü artması ve toplam net sermaye hareketleri içindeki net özel sermaye hareketlerinin payının yaklaşık % 90'na yükselmesidir.

Yoğun sermaye girişleri, genel olarak ev sahibi ülkede toplam talebin artışına yol açmıştır. Toplam talep artışının ekonomi üzerine yansımaları ise enflasyon oranlarında yükselme, cari işlemler bilançosu açıklarında artış ve reel döviz kurunun değer kazanması şeklinde olmuştur.

18. yüzyılın ikinci yansından itibaren sanayi devrimini gerçekleştiren ülkelerin uluslararası ekonomik faaliyetlerde bulunması ve az gelişmiş ülkelerin dış kaynaklara yönelmesi, sermayenin küresel ölçekte hareketlenme sürecini başlatmıştır.

19. yüzyılda birçok ülke, kamu açıklarının finansmanı için dış kaynaklara yönelmiştir. Ancak iktisat teorisi, dış borçlanmayı ekonominin veya kamu açıklarının dış finansmanı olarak değerlendirmemiştir. 20. yüzyılın başlarında dış borçlanma, sermaye ihracı olarak ele alınmaya başlanmıştır. I. Dünya Savaşı sonrasında iktisat teorisi, transfer, ödemeler dengesi ve dış borç sorununa eğilmiştir, II. Dünya Savaşı sonrasında ise az gelişmiş ülkelerin kalkınma sorunları keşfedilmiş, kalkınma iktisadına yönelik teorik modeller oluşturulmaya başlanmıştır (Sönmez, 1998, ss.529-530).

1950'li yıllarla birlikte Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ), yoğun bir kalkınma çabasına girmişler ve Sanayileşmiş Ülkeler (SÜ)'in kalkınmışlık düzeyine ulaşmaya çalışmışlardır. GOÜ'de kalkınma, en önemli ekonomik amaç olmuş ve hızla sanayileşmenin zorunluluğu benimsenmiştir. Bu zorunluluk ise yüksek ekonomik büyüme oranlarının sürdürülmesini gerektirmiştir. Ekonomik büyümeyi basit bir üretim fonksiyonu çerçevesinde ele aldığımızda büyümenin kaynağı, teknolojik ilerleme, üretim faktörlerinde artışlar ve üretim kaynaklarının daha akılcı dağılımıdır. Toplam bir üretim fonksiyonu,

$$Q = AF(K,L,H,Z) \quad (1.01)$$

şeklinde yazılabilir. Burada (Q), çıktıyı; (A), teknolojik ilerlemeyi (K), beşeri olmayan sermayeyi; (L), işgücünü; (H), beşeri sermayeyi ve (Z) ise doğal kaynakları ifade eder.

Hedeflenen büyümenin sağlanmasına yönelik yatırımların yapılması için yurtiçi tasarrufların yetersiz olması ve cari işlemler açıklan, GOÜ'ü sermaye ithalatçısı yapar ve yabancı sermayeyi ülkeye çekmeye zorlar. Bu nedenle en önemli darboğaz, (K) yetersizliği olarak karşımıza çıkar. GOÜ'de sermaye kıt olmasını, bir başka deyişle iç tasarruf yetersizliğini genel olarak,

$$I-S=M-X \quad (1.02)$$

olarak ifade edebiliriz. Burada I, yurtiçi yatırım; S, yurtiçi tasarruf; M, ithalat ve X, ihracattır. Bu denkleme göre iç tasarruf eksikliği, döviz yetersizliğinden kaynaklanır. Bu denklemden çıkarılacak bir başka sonuç ise dış finansman ile büyüme arasında pozitif bir ilişki olacağıdır. Dışa açık bir ekonomide,

$$g=(s+m-x)/c \quad (1.03)$$

ilişkisi geçerli olur. Bu denklemde g, ekonomik büyüme oranı; m, ithalatın milli gelire oranı; x, ihracatın milli gelire oranı ve c, sermaye-hasıla katsayısıdır. Ekonomik büyüme ve kalkınma ile dış finansman arasındaki ilişki bu şekilde kurulur (Sönmez, 1998, ss.531-532).

Sermaye açığı içerisinde olan GOÜ, kalkınma problemlerini çözmek ve dış dengesizlerini finanse etmek için sermaye fonu fazlasına sahip SÜ'e bağımlı hale gelmektedir. Sermayenin uluslararası hareketliliğinde etkili olan faktörler, ekonomik, siyasi ve kurumsal kökenli olarak üç ana grupta toplanabilir:

Ekonomik faktörler, ev sahibi ülkenin ekonomik büyüme potansiyeli, taşıdığı ekonomik riskler, cari işlemler açıklan, düşük üretim maliyetleri, hisse senedi piyasalarının getiri oranları, dünya faiz oranları, SÜ'deki getiri oranları, ülkeler arasındaki faiz farklılıktan, döviz kuru değişimleri, Çok Uluslu Şirketler (ÇUŞ)'in pazar stratejileri, fırsatların küresel ölçekte değerlendirilmesi, risklerin azaltılmasına yönelik portföy çeşitlendirmesi güdüsü, vb.; siyasi kökenli faktörler, ev sahibi ülkenin siyasi istikrar ve politik riskleri, ülkeler arasındaki tarihsel ve kültürel bağlar, siyasi ve askeri anlaşmalar, vb.; kurumsal kökenli faktörler ise hukuksal mevzuatlar, bürokratik düzenlemeler, sermaye ve para piyasalarının yapısı olarak sıralanabilir.

1.1. SERMAYE HAREKETLERİNİN SINIFLANDIRILMASI

Sermaye hareketleri, ev sahibi ülkede kaldığı süreye göre kısa ve uzun vadeli; kullanıldığı alanlarına göre kalkınma amaçlı, teknik amaçlı, savunma amaçlı ve ticari amaçlı; yönlendirildiği kurumlar açısından özel ve resmi olarak sınıflandırmak mümkündür. Bu çalışmada, 1990'lı yıllarda Sanayileşmiş Ülkeler (SÜ)'den Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ)'e ve Geçiş Sürecinde Olan Ülkeler (GSÜ)'e yönelen sermaye hareketlerinin niteliğinde ve niceliğinde meydana gelen değişmelerinin vurgulanmasında, *Uluslararası Para Fonu (IMF) yapılan sınıflandırma*, diğer sınıflandırmalarda kullanılan niteliklerle bağlantı kurularak ele alınmıştır. Bu sınıflandırmaya göre sermaye hareketlerinin yönlendirilmesinde daha etkin rol oynayan kurumlar açısından sermaye hareketleri, *özel sermaye hareketleri ve resmi sermaye hareketleri* olarak iki ana gruba ayrılır.

1.1.1. Özel Sermaye Hareketleri

Özel sermaye hareketleri, SÜ'deki büyük işletmelerin diğer ülkelerdeki pazarlara yönelik ekonomik faaliyetlerden kaynaklanan doğrudan yatırımlardan; bireysel ve kurumsal yatırımcıların risklerini dağıtmak için yaptığı portföy yatırımlardan; uluslararası para ve sermaye piyasalarından sağlanan ticari amaçlı kredilerden oluşur. *Özel sermaye hareketleri, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olarak üç alt gruba ayrılır.* Doğrudan yatırımlar, üretim sürecinin çok uluslulaşması ile; portföy yatırımları ve diğer yatırımlar, finansal bütünleşme ile bağlantılıdır.

Doğrudan yatırımlar, bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla yapılan; sermayenin yanında teknoloji, işletmecilik bilgisi ve kontrol yetkisini de yanında getiren yatırımlardır (Karluk, 1997, ss.519). Doğrudan yatırımlar, aynı anda çeşitli ülkelerinde faaliyetlerde bulunan ÇUŞ tarafından yapılır. Firmaların çok uluslulaşma sürecinin gelişiminde, sosyal, siyasal, ekonomik, teknolojik, vb. kökenli içsel ve dışsal faktörlerin rolü vardır. Dışsal nedenler, dış ticaret sınırlamaları, ekonomik entegrasyonlar, taşıma maliyetlerinden tasarruf, ev sahibi ülkelerin kalkınmada karşılaştığı ekonomik zorluklar, teknolojik yenilikler ve fırsatların değerlendirilmesi; içsel nedenler ise yurtiçindeki yasal engeller ve iç ekonomik tikanıklar, firmaların

oligopolistik endüstriyel yapısından kaynaklanan üstünlüklerini uluslararası alanda kullanılması olarak sayılabilir (Şatıroğlu, 1984, ss.27-43).

1980'lı yıllarda dünya ekonomisinde gözlenen eğilim, finansal piyasaların gelişmesi ve bütünleşmesidir. Finansal sistemin en önemli işlevi, borç alma ve borç verme işlemlerini kolaylaştırarak düzenli işleyişini sağlamasıdır. Finansal piyasalar, para ve sermaye piyasaları olarak iki parça halinde incelenebilir (Aksoy, 1998, ss.7-11):

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Sermaye piyasası, hisse senedi ve tahvilleri kolayca pazarlayarak firmaların kaynak yetersizliğinin çözümüne yardımcı olur. Bu piyasadan sağlanan fonlar, firmaların bina, makine ve teçhizat gibi duran varlıkların finansmanında kullanılır.

Portföy yatırımları, yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkenin sermaye piyasasında tahvil ve hisse senedi olarak gerçekleştirdikleri mali işlemlerdir. Portföy yatırımları, ülkeler arasındaki faiz farklılıklarına ve döviz kurlarına duyarlı olup, menkul kıymet kazançları peşinde koşan bir niteliğe sahiptir. Portföy yatırımları, genel olarak faiz hadlerinin ve risk unsurunun ülkeler arasında farklı oluşu ile açıklanır.

Portföy yatırımlarının açıklanmasına yönelik, "Portföyün Uluslararası Çeşitlendirilmesi" yaklaşımı ortaya atılmıştır. Bu yaklaşım, çeşitli ülkelere serpiştirilmiş yatırımlara ait kazançların varyansının (riskin) tek bir ülkede yapılmış yatırımlara ait kazançların varyansından (riskinden) daha küçük olacağını varsayar. Bu varsayımına göre, yatırımcı sermayesini kendi ülkesindeki alanların yanında diğer ülkelerdeki alanlara da yatırır ise daha kazançlı çıkar. Yatırımcılar, portföy kazançlarını yükseltmek için diğer ülkelerin sermaye piyasalarından alım yapar ve uluslararası düzeyde çalışan firmaların hisse senetlerini satın almayı, ulusal düzeyde çalışan firmaların hisse senetlerini satın almaya tercih ederler (Yıldırım, 1979, ss.23-28).

Para piyasası ise kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Para piyasalarından sağlanan fonlar, firmaların dönen varlıklarının finansmanında kullanılır. Para piyasası fonları, ülkelerarası faiz ve kur farklılıklarına, ekonomik ve sosyal gelişmelere çok duyarlıdır.

Diğer yatırımlar, para piyasasında işlem gören fonları kapsar. Diğer yatırımlar, özel ticari bankaların dış ticaretin finansmanına yönelik uluslararası ödünç verme işlemlerinden kaynaklanır; kısa ve uzun vadeli borçlanma yoluyla yurtdışındaki özel sermaye fonlarının getirilmesinden oluşur. Diğer yatırımlar, kendi içerisinde uzun ve kısa vadeli yatırımlar olarak ikiye ayrılır. Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, 1 yıldan daha uzun bir vadeye sahip teminat ve anlaşmaları içerir. Bu hesap altında, ithalat ve ihracat ile ilgili krediler, finansal ödünç verme ve borçlanmalar vardır. Diğer kısa vadeli sermaye hareketleri ise vadesi 1 yıldan daha az vadeye sahip sermaye hareketlerini kapsar. Bu tür sermaye hareketleri, nakit durumlarını ve ödeme vadelerini iyileştirme mecburiyetinde olan işletmelerin faaliyetlerinden, bankaların kendi aralarında ve müşterileriyle yaptıkları finansal işlemlerden ve resmi döviz rezervlerinde değişikliklere yol açan, para otoritelerinin döviz piyasalarına müdahalelerinden oluşur (Plihon, 1995,ss.55).

1.1.2. Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi kurumlar tarafından yönlendirilen sermaye hareketleri, ekonomik, politik ve askeri, kültürel ve tarihi, insancıl ve ahlaki vb. nedenlerden kaynaklanır. Resmi krediler, piyasa koşullarından uzak, düşük faizli ve uzun vadeli kredilerdir (Unsal ve diğerleri, 1989, sslö). Bu nedenle resmi sermaye hareketleri, bir tür dış yardım niteliğindedir. OECD bünyesinde oluşturulan "Kalkınma İçin Yardım Komitesi (DAC)" yardım terimini, "kalkınma için kamusal yardım" veya "resmi yardım" anlamında kullanır. Kamusal yardımlar iki taraflı (Hükümetten hükümete) ve çok taraflı (Uluslararası kuruluşlar tarafından hükümete) olmak üzere iki grupta toplanır. İki taraflı yardımlar: Mali transferler (Proje kredileri), aynı yardımlar (Gıda yardımı) ve teknik yardım olarak üçe ayrılır. Çok taraflı yardımlar, uluslararası kuruluşlar veya örgütler tarafından sağlanır (Sönmez, 1998, s. 115-116).

Resmi sermaye hareketleri, çoğunlukla program, proje, bağlı ve serbest krediler şeklinde gerçekleşmiştir. Program kredileri, hükümetlerin bir diğer hükümetten, ya da uluslararası bir kuruluştan anlaşmalarla, kalkınma planının dış finansman ihtiyacını gidermek üzere sağladıkları fonlardır. Proje kredileri ise hükümetlerin bir diğer hükümetten ya da uluslararası bir kuruluştan anlaşmalarla belirli bir projenin gerçekleştirilmesi amacıyla sağladıkları fonlardır. Proje kredileri, sadece verildikleri

projelerin gerçekleştirilmesinde kullanılır. Serbest krediler, diğer ülkelerden sağlanan finansmanın döviz olarak borçlanan ülkeye aktarılması ve borçlanan ülkenin bu fonları istediği şekilde kullanabileceği fonlardır. Bağlı krediler, borçlanan ülkeye alacaklı ülkeden mal ve hizmet alınması şartı ile sağlanan fonlardır.

Resmi kredilerin geri ödenmesinde güçlüklerin çıkması durumunda ise borç ertelenmesi ve refinansman kredileri şeklinde farklı krediler devreye girer. Borç ertelenmesi, vadesi gelen borçların düşük ek faizlerle daha sonraki tarihlerde ödenmesinin kabulüdür. Refinansman kredileri ise vadesi gelen bir borcun ödenmesini sağlamak için yeni bir kredinin açılmasıdır. Bu krediler dışında mali yardım, teknik yardım ve gıda yardımı; dış yardım konsorsiyumları ve bankalar konsorsiyumları ile oluşturulan fonlar; resmi ihracat kurumlarının kredileri; ihracat kredileri; alıcı ve satıcı kredileri gibi resmi kurumlar aracılığıyla yapılan ve ticari kredilere göre daha uzun vadeli daha düşük faizli resmi nitelikte olan sermaye hareketleri de vardır.

GOÜ'in hükümetleri, SÜ'in hükümetlerinden, uluslararası resmi kredi kurumlarından, resmi ihracat kurumlarından, ve uluslararası ticari bankalardan sermaye fonlarının aktarımında etkin bir rol oynamışlardır. Uluslararası resmi kredi kurumlarından Dünya Bankası grubu dahil olanlar: Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD), Uluslararası Kalkınma Birliği (EDA), Uluslararası Finansman Kurumu (DFC), Çok Taraflı Yatırım ve Garanti Kurumu (MIGA)'dur. Bölgesel kalkınma bankaları: Avrupa Yatırım Bankası (EIB), İslam Kalkınma Bankası (IDB), Asya Kalkınma Bankası (ADB), Afrika Kalkınma Bankası (AfDB), Amerikalılar arası Kalkınma Bankası (IADB), Karayipler Kalkınma Bankası (CDB), Doğu Afrika Kalkınma Bankası (EADB), Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD), Suudi Arabistan Kalkınma Fonu, Kuveyt Fonu ve Uluslararası Tarımsal Kalkınma Fonu (IFAD) vs. sayılabilir (Seyidoğlu, 1996, 631-635). Ayrıca Uluslararası Para Fonu (IMF), dış dengesizliklerin finansmanına yönelik kısa vadeli krediler sağlamaktadır.

Resmi ihracat kurumları, ait oldukları ülkenin ihracatını desteklemek amacıyla faaliyet gösteren resmi kredi kuruluşlarıdır. Bu kurumlara örnek olarak, ABD Eximbank, Japon Eximbank, Japon OECF, Kanada EDF, vb. verilebilir. Bu kurumların kredileri, ticari kredilere göre daha uygun koşullara sahiptir (Bal, 1998, ss.9).

Uluslar arası sermayenin özel ve resmi sermaye biçiminde tanımlanması IMF'nin yaklaşımını yansıtmaktadır. Ancak literatürde uluslar arası sermaye daha farklı bakış açılarına göre de sınıflandırılabilir.