

**GELİŞEN PİYASALARDA KRİZLERİN YAYILMASI:
GELECEK SEFER FARKLI OLACAK MI?**

GAZİ ERÇEL
Başkan
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Prag, 24 Eylül 2000

“Evlenden önce çocuk yetiştirmek üzerine altı tane teorim vardı. Şimdi ise altı tane çocuğum var ve hiçbir teorim yok.”

John Willmot

Güney Amerika, Güney Asya ve Rusya krizlerine kadar mali sektörlerdeki krizler hakkında çeşitli teoriler vardı. Şimdi ise elimizde krizden etkilenen birçok ülke kaldı. Ancak, birçok deneyim elde ettik. Deneyimi ise, önce sınav yapıp sonra ders veren zor bir öğretmen olarak tanımlarsak ne maliyetli deneyimler elde ettiğimizi daha iyi anlayabiliriz.

Özellikle, 1990'ların sonunda gelişen piyasa ekonomilerinde ortaya çıkan krizler politika belirleyiciler için deneysel bir laboratuvar olmuş, bunlardan önemli dersler çıkarılmıştır.

Diğer taraftan, sözkonusu yayılma eğilimi ve etkilenme olgusu, mal ve hizmet piyasalarının bütünleşmesi ile giderek büyüyen küreselleşme süreci nedeniyle kaçınılmazdır. Tek bir entegre ve rekabetçi piyasaya doğru yol aldığımız inancındayım.

Gerek krizlerden edindiğimiz bilgi birikimi, gerekse küresel dünyadaki risk azaltıcı politikalar gözönüne alındığında, gelişen piyasa ekonomileri, sanayileşmiş ülkeler ve yatırımcıların farklı sorumluluklar taşımakta oldukları ve farklı politikalar izledikleri görülmektedir.

Genel olarak, krizlerin yayılma nedenleri iki grupta incelenebilir:

1) Temel nedenler: Bunlar, sürdürülemez makroekonomik politikalarla ilintili genel nedenler, veya malların fiyatını, faizleri, kurları, ticari ve mali ilişkileri etkileyen

sanayileşmiş ülkelerdeki büyük ekonomik değişikliklerde olduğu gibi küresel şoklar olarak karşımıza çıkmaktadır.

2) Yatırımcının davranışı: Yabancı yatırımcıların akılcı veya akılcı olmayan davranışları şokların bir ülkeden diğerine sıçramasına yol açabilmektedir.

Gelişen piyasaların dıştan gelen etkilere daha az maruz kalmaları için aşağıda sıralanan beş konuda önlem almaları gerekmektedir:

- Dış borç yönetimi
- Döviz kuru sistemi
- Mali sistemde yapısal reformlar
- Verilerin şeffaflığı
- Kredibilite

Dış borç yönetimi: Uluslararası sermaye hareketlerinin ülkelerin büyümesine ve refahına önemli katkıda bulunmasına rağmen, özellikle kısa vadeli borçlar, uluslararası mali krizlerin ortaya çıkmasında en büyük etken olmuştur. Kısa vadeli borç miktarı veya kısa vadeli borçların döviz rezervlerine oranı son yaşanan krizlerin önde gelen göstergeleridir. Bu nedenle, dış borçların etkin olarak izlenmesi ve yönetilmesi ülkelerin krizler karşısında daha hazırlıklı olmalarını sağlayarak istikrarlı ve sağlıklı bir küresel ekonomiye geçişin kapılarını aralayacaktır.

Bu konu G-20 toplantılarında tartışılmış ve iyi bir dış borç yönetimi için geliştirilecek kapsamlı bir stratejinin, kamu borçlarının etkin idaresini, özel sektöre ait döviz pozisyonlarının izlenmesini ve belirli alanlardaki parasal ve düzenleyici politikaların koordinasyonunu ihtiva etmesi gerektiği sonucuna varılmıştır.

Kur sistemi: Uygun döviz kuru sisteminin benimsenmesi kriz riskini büyük ölçüde azaltmaktadır. Son mali krizler “yumuşak” sabit döviz kuru sisteminin uygun olmadığını bizlere göstermiştir. Sabit kur sistemi, borç/öz kaynak oranı yüksek kuruluşlarla beraber Meksika krizinin yayılmasına katkıda bulunmuş, ve mali krizlerin Rusya’dan Güney Amerika’ya kadar yayılmasının nedeni olarak gösterilmiştir. Şimdi ise, esnek kur sistemi ile sert sabit kur sistemini diğer bir ifadeyle para kurulu sistemini birleştirmeye dönük yeni bir görüş oluşturulmaya çalışılmaktadır.

Kanımca, bir ülke veya tüm ülkeler için her zaman geçerli olabilecek tek bir döviz kuru sistemi yoktur. Ayrıca, bir kur sisteminin geçici istikrar programının bir parçası olarak belirlenmesi ile sürekli olarak uygulanmak üzere seçilmesi arasında da fark vardır. Dahası, kur sistemine uygun bir para politikası uygulamak gerekir. Gelişmekte olan ülkelerde kur sistemleri ile ilgili yapılan tartışmalar, uygun bir kur sistemini seçmenin ne kadar zor olduğunu açıkça göstermektedir.

Konuşmamın bu bölümünde, özgün bir kur sistemi uygulamasını başarıyla yürüten Türkiye örneğinden bahsetmek istiyorum.

Stand-by anlaşması tarafından desteklenen üç yıllık enflasyonla mücadele programı çerçevesinde, **1999 yılı sonunda, takip eden üç yıl için uygulayacağımız para ve kur politikalarına ilişkin ilkeleri ilan ettik.**

Programa göre, 1 ABD doları + 0,77 Euro'dan oluşan ilk 18 aylık kur sepeti, bir yıllık süreyi kapsayan dönem için günlük bazda önceden açıklandı. Para politikası, enflasyonist beklentiler için nominal bir çapa oluşturan ve enflasyon hedefi doğrultusunda değer kaybeden kura dayandırılan para kurulu benzeri bir yörüngeye oturtuldu. Döviz kuru taahhüdü, kamu maliyesinde yapılan güçlü iyileştirmeler ve kamu sektöründe uygulanan tutarlı gelirler politikası ile desteklendi.

Önceden ilan edilen kur mekanizması hükümetin enflasyonu düşürme gayretlerine güvenilirlik kazandırmış, bu da piyasaların beklentilerini olumlu yönde etkileyen en önemli faktör olmuştur. Kurların önceden belirlenerek açıklanması, ayrıca enflasyon alışkanlıklarını kırmada da en önemli araç olmaktadır. Üçer ayda bir yıllık baza getirilen kur hedefleri piyasaların resmi enflasyon hedefini benimsemesini sağlamakta, bu da enflasyonu düşürmeye yardım etmektedir.

Enflasyonun düşürülmesinden sonraki aşamada uygulamaya konmak üzere, önceden ilan edilen bir çıkış

stratejisi programa dahil edilmiştir. Şeffaf ve ileriye dönük bu çıkış stratejisinin, önceden belirlenen sınırlar ve zaman aralığı içerisinde kurlardaki esnekliği arttıracığı düşünülmüştür.

Temmuz 2001'den itibaren, önceden ilan edilen merkezi kur sepeti etrafında simetrik ve kademeli olarak genişleyen band uygulamasına geçeceğiz. Söz konusu bant genişliği aşamalı olarak artırılarak, 1 Temmuz 2001'den 31 Aralık 2001'e kadar kademeli olarak yüzde 7,5'e, 30 Haziran 2002'ye kadar yüzde 15'e ve 31 Aralık 2002'ye kadar yüzde 22,5'e yükseltilecektir. "Bant" uygulaması sırasında Merkez Bankası, bant dahilinde kalındığı sürece kur dalgalanmalarını yakından izleyecek ve piyasada istikrarı sağlamak için faiz oranlarını daha aktif bir şekilde kullanacaktır. Bu program "dalgalı-benzeri kur sistemi" olarak adlandırılabilir.

Göreceli olarak sabitlenen kurlardan giderek esnekleşen kurlara geçiş, enflasyonun düşürülmesi ve rekabet gücü arasındaki denge açısından güvenilir bir yaklaşımı temsil etmektedir. Kamu finansmanı ve gelir politikalarıyla desteklenen döviz kuruna dayalı bir istikrar programı, enflasyonist ataletin başlangıçta kararlılıkla önlenmesi açısından en doğru yaklaşımdır. Daha sonrası için ise dalgalı-benzeri kur sistemi tercih edilmelidir.

Umarım, bizim için de yeni olan bu kur sistemi uygulamamız diğer ülkeler için de uygun bir çözüm olur.

Mali sistemde yapısal reformlar: Mali piyasaların çeşitlendirilmesi, sermaye piyasalarının gelişmesi, uzun dönemli fonların ve mali araçların varlığı için gereklidir. Hisse senedi piyasasının gelişmesi ve azınlık hisselerinin korunması bu piyasalar açısından önemlidir. Zamanında yapılan düzenlemeler ve etkin denetim bankacılık sistemini güçlendiren unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Verilerin şeffaflığı: Ekonomi ve mali sistem hakkında yeterli ve doğru istatistiki bilgilerin olmayışı krizlerin şiddetini arttırabilen bir unsur olmaktadır. Yeterli ve doğru bilginin zamanında duyurulması, mali piyasaların düzenli çalışmasına katkıda bulunarak, yatırımcıların piyasalara olan güvenini pekiştirmektedir. Bu sayede, krizin etkilerini yayabilecek olan irrasyonel yatırımcı davranışları önlenebilmektedir.

Güvenilirlik: Makroekonomik politikaların ve ilgili kuruluşların güvenilirliklerini sürdürmeleri ve daha da arttırmaları, sadece krizlerin yayılma etkilerini azaltmak için değil, fakat aynı zamanda bir ülkenin daha az güvenilir olan diğer ülkelerden ayırdedilmesi için de önemlidir.

Sanayileşmiş ülkeler, uluslararası topluluk ve özel kredi kuruluşları mali krizlerin yayılmasını önlemek için ne yapmalılar? Yaşanan son krizler, hükümet politikalarının dışsal şoklarla başa çıkmada yeterli olmadığını bizlere göstermiştir. Bu yüzden, sanayileşmiş ülkelerin ve uluslararası mali kuruluşların mali krizlerin yayılmasını önlemede ve krizleri yönetmede önemli bir rol üstlenmeleri beklenmektedir.

Sanayileşmiş ülkelerin ekonomi politikalarında meydana gelebilecek ani ve radikal değişiklikler dünya ekonomisinde küresel şoklar yaratabilecektir. Sanayileşmiş ülkeler küresel ekonomik istikrar açısından bu tür radikal politika değişikliklerinden kaçınmalıdırlar.

Diğer taraftan, uluslararası topluluk mali krizlerin yayılmasını asgariye indirmede aşağıda belirtilen hususlarda yardımcı olabilir:

- Gelişen piyasa ülkelerinde uygulanan ekonomi politikalarının şeffaflığını ve hesap verme yükümlülüğünü arttıran uluslararası mali standartların ve davranış biçimlerinin geliştirilmesi, uluslararası standartların benimsenmesi, ülkelerin kurumsal açıdan kendi zayıflıklarını görmelerine neden olacak ve gerekli iyileştirici önlemleri daha erken almalarına yardımcı olacaktır.
- Krizle karşılaşan ülkelere değişik politika araçları vasıtasıyla likidite temin edilmesi. Bu, uluslararası mali kuruluşlar veya özel sektör yoluyla gerçekleştirilebilir.

Bu çerçevede, uluslararası mali yapı riskin yayılmasını önlemeyi hedeflemektedir. Uluslararası mali sistemin güçlü ve istikrarlı olması, dünyayı mali krizlere karşı daha iyi koruyacaktır. Uluslararası Para Fonu ile diğer mali kuruluşlar, hükümetlerin ve ilgili kuruluşların kamuoyuna açıkladıkları bilgilerdeki şeffaflığı arttırmak üzere çeşitli önlemler

geliştirmişlerdir. Ayrıca, ekonomik politikaların daha etkin yürütölmesini sağlayacak iyi davranış kurallarının uygulanması doğrultusunda da önemli ilerlemeler kaydedilmiştir.

Bu gelişmeler ışığında, Basel Komitesi tarafından hazırlanan *“Bankacılığın Etkin Denetimi için Temel İlkeler,”* IMF tarafından hazırlanan *“Özel Veri Dağıtma Standartları ve Para ve Mali Politikalardaki Şeffaflığı Sağlamada İyi Davranış Kuralları,”* Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi (IASB) tarafından hazırlanan *“Uluslararası Muhasebe Standartları,”* ve Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (IOSCO) tarafından hazırlanan *“Menkul Kıymetlerle ilgili Düzenlemelerin Amaç ve İlkeleri,”* gelişen piyasaların krizlere maruz kalmamaları için uygulamaları gereken uluslararası standartları belirleyen önemli belgelerdir.

Diğer taraftan Uluslararası Para Fonu, mali krizlerin yayılmasından kaynaklanabilecek sorunların önlenmesi için güçlü ekonomik politikalar uygulayan üye ülkelere koşula bağlı kredi verme sistemini de geliştirmiştir. Uygulaması halen gerçekleşmeyen bu sistem önemli bir araç olarak IMF'nin elinde durmaktadır.

Uluslararası kurum ve kuruluşlar uluslararası mali sistemi güçlendirecek, örneğin ülkelerin dış borçları yönetmek için stratejiler geliştirmesine ve uygulamasına yardım eden ve krizlerin önlenmesinde ve çözümünde özel sektörü de dahil eden Mali Sektör Değerlendirme Programları gibi konular üzerinde çalışma yapmaktadırlar.

Sonuç olarak diyebilirim ki, tüm ilgili ve sorumlu tarafların krizlerin bulaşmasını ve yayılmasını önlemek amacıyla işbirliği içerisinde sağlıklı politikalar ve uygulamalar geliştirmesi, sistemin işlerliği açısından hayati bir öneme sahiptir.

Beni dinlediğiniz için teşekkür ederim.