

# KRİZLERİN ÖNLENMESİNDE VE ÇÖZÜMLENMESİNDE ÖZEL YABANCI YATIRIMCILARIN ROLÜ

GAZİ ERÇEL

Başkan

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

**Küresel Sermaye Piyasası Yönetimi Konferansı  
Bretton Woods'u Yeniden Oluşturma Komitesi  
Montreal, 23 Ekim 2000**

Bretton Woods'u Yeniden Oluşturma Komitesi'nin düzenlediği toplantı nedeniyle Montreal'de bulunmaktan duyduğum memnuniyeti belirterek sözlerime başlamak istiyorum. Dünyada son yirmi yılda çok büyük boyutlara ulaşan özel yabancı sermaye hareketleri, gelişen piyasa ekonomilerinin, gelişmiş ülkelerin kısacası, küresel ekonominin daha hızlı büyümesine katkıda bulunmuştur.

Gelişen piyasalardaki özel sermaye hareketleri son yirmi yılda yaklaşık üç misli artmıştır. Aynı zamanda, özel sermaye hareketlerinin

bileşimi de değişmiştir. Toplam özel yabancı sermaye hareketlerinde banka kredilerinin payı büyük ölçüde azalırken, portföy yatırımlarının payı hızla artmıştır.

Özel sermaye hareketleri, ekonomik büyümenin finansmanı için önemli bir kaynak teşkil etmekle birlikte, derin mali krizlerin nedenlerinden biri de olabilmektedir. Sermaye hareketlerinin artması, ödemeler dengesinin sermaye hesabından kaynaklanan bir krizin çıkma olasılığını da o ölçüde arttırmaktadır. Ayrıca, kısa vadeli fonların toplam sermaye hareketleri içindeki payı da hızla büyümüştür. Kısa vadeli sermaye hareketleri tutarının yüksek düzeylere ulaşmasıyla birlikte uluslararası özel yatırımcıların davranışları daha da önem kazanmıştır.

Meksika, Güney-Doęu Asya, Rusya ve Brezilya'da yaşanan mali krizlerden aldığımız derslerden biri, uluslararası özel yatırımcıların rasyonel ya da irrasyonel davranışlarının krizlere neden olabileceği ve dünyadaki tüm mali piyasalara sirayet edebileceği gerçeğidir. Örneğin, akılcı bir davranış olmasına rağmen, özel yatırımcıların ortak hareket etmesi beklenmedik olumsuz sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bir kriz ortamında, likidite ihtiyacı ve krizin diğer gelişen ülkelere de sıçraması olasılığı uluslararası yatırımcıları bu ülkelerde sahip oldukları portföy yatırımlarını elden çıkarmaya yöneltmektedir. Bu durum bireysel anlamda rasyonel bir davranış gibi görünse de, uluslararası özel yatırımcıların ortak hareket etmesi sonucunda mali krizler oluşabilmektedir.

Öte yandan, özel yatırımcıların asimetrik bilgi akışı yüzünden aldıkları akılcılıktan uzak kararlar krizlerin gelişimini hızlandırabilmektedir.

Bu gerçeği dikkate alan uluslararası topluluk, bir kriz anında yatırımcı kaçışlarını azaltmak ve dışsal taleplerin yeniden

yapılandırılmasını sağlamak amacıyla, özel yatırımcıların mali krizlerle mücadeleye destek olmasına imkan verecek tedbirler alınmasını kararlaştırmıştır.

1994 yılında yaşanan Tekila krizinden sonra, krizlerin önlenmesinde ve çözümlenmesinde özel yabancı yatırımcıların ne gibi katkıları olabileceği konusu gündeme gelmiştir. Ancak bu konunun yeterince tartışılmadığı gözlenmektedir. Hatırlanacağı gibi, bu konu 1999 yılında G-7'lerin Köln Ekonomik Zirvesi'nde gündeme getirilmiş, daha sonra hem G-7'lerin maliye bakanları, hem de G-20'lerin temsilcileri, uluslararası yabancı yatırımcıların krizlerin önlenmesinde ve çözümlenmesindeki rolleri konusunda raporlar hazırlamışlardır. Ancak bu konuda henüz somut bir ilerleme kaydedilememiştir.

Özel yabancı yatırımcıların bu konudaki desteği, uluslararası sermaye piyasalarının daha etkin ve istikrarlı çalışması açısından hem fon kullanıcılarına, hem de fon sağlayıcılarına yararlar sağlayacaktır. **Krizlerin önlenmesi** açısından, yabancı yatırımcıların yapacağı katkı uluslararası yardım beklentilerinden kaynaklanan aşırı risk alma eğilimini azaltacaktır. Diğer taraftan, **krizlerin çözümlenme** sürecinde yabancı yatırımcıların en önemli katkısı, bir mali kriz sırasında ekonomik koşulların daha da ağırlaşmasına neden olan ülkeden sermaye kaçışlarını önlemek olacaktır.

Bu konuda başarı sağlanması, resmi kaynaklarca sağlanan mali yardımları büyük ölçüde azaltacak ve yükün paylaşımı yönünde çok önemli bir adım olacaktır. Diğer bir ifadeyle, ilgili ve sorumlu tüm taraflar, sorunların önlenmesi ve çözümlenmesinde hep birlikte çalışacaklardır.

Bu çerçevede birinci önceliğin, tutarlı makroekonomik ve kur politikalarının benimsenmesi, sağlıklı borç yönetimi ve mali sistemin denetimi gibi **kriz önleme tedbirlerine verilmesi gereği üzerinde**

**hepimiz mutabıkız.** Bunun dışında, yabancı özel yatırımcıların şu katkıları olacağına inanıyorum:

- Hem kamu, hem de özel sektörün şeffaflığı konusunda kaydedilen gelişmeler, yabancı yatırımcıların risk yönetimlerini kolaylaştırmakta ve yatırımlarına ilişkin sağlıklı kararlar almalarını sağlamaktadır.

- Ekonomik koşulların uygun olduğu dönemlerde, özel yabancı yatırımcılar ile fon kullanıcıları arasında kurulan yakın ve şeffaf ilişkiler, bir kriz sırasında yabancı yatırımcıların mali desteğini kolaylaştırmaktadır.

- Uluslararası standartların ve kuralların benimsenmesi, uluslararası mali istikrarın sağlanmasına ve yabancı özel yatırımcıların uygun yatırım kararları almasına katkıda bulunmaktadır.

**Krizlerin çözümlenmesi açısından, bir kriz sırasında özel yatırımcıların üstleneceği rol, kamudan boçlanmak yerine mevcut borçlarının vadesini uzatma yönünde olmalıdır.** Bu alanda Uluslararası Para Fonu'nun devreye girmesi yönünde beklentiler mevcuttur. Uluslararası Para Fonu bu amaçla, özel yatırımcıları krizle mücadeleye dahil eden bir plan önermiştir. Bu plana göre, bir ülkenin finansman ihtiyacı ister mütevazı, ister büyük boyutlarda olsun, **özel yatırımcı desteği, Para Fonu'nun katalizör rolü üstlenmesiyle sağlanabilecektir.**

Öte yandan, artan finansman ihtiyacı nedeniyle piyasaya kısa sürede yeniden girmenin zorlaşması, ya da borç yükünün orta vadede sürdürülemez kadar ağır olması **etkili bir işbirliği mekanizmasını gündeme getirecektir.**

Uluslararası Para Fonu'nun katalizör rolünün yeterli olup olmadığı, ya da bir işbirliği mekanizmasına gerek olup olmadığı konusunda karar verirken, ülkelerin kendilerine has özel koşulları dikkate alınarak kriz ekonomilerinin ayrı ayrı ele alınarak incelenmeleri gerektiği unutulmamalıdır.

Bu arada, işbirliği mekanizması ile ilgili olarak Para Fonu tarafından öngörülen bazı sınırlamalara da değinmek istiyorum. Bazı Para Fonu üyeleri, sözkonusu mekanizmanın ancak bir ülkenin Fon kaynaklarından borçlanma ihtiyacının, o ülke için belirlenen normal kotanın yüzde 300'ünü aşması halinde devreye girmesi gerektiğini ifade etmişlerdir.

Özel yabancı yatırımcıları krizle mücadeleye ortak etme sürecinde kısıtlamalar konması, ülkelerin borçlanma maliyetini olumsuz yönde etkileyecektir. Ayrıca, biraz önce de değindiğim gibi, kriz ekonomileri tek tek ele alınıp analiz edilmelidir. Bu nedenle, borçlanma gereksinmesi ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği için bu konuda herhangi bir sınırlama getirilmesi uygun olmayacaktır.

**Kanaatimce, özel yatırımcıların krizle mücadele sürecine dahil edilmesi, uygun ekonomik koşullar altında alınacak önleyici tedbirlere dayandırılmalıdır.** Örneğin, kredi kullanıcıları ve sağlayıcıları arasında yakın ve şeffaf bir iletişimin kurulmuş olması, bir kriz sırasında krizle mücadeleye destek sağlanmasını kolaylaştıracak, uluslararası standart ve kuralların benimsenmesi de yabancı özel yatırımcıların sağlıklı yatırım kararları almasını sağlayacaktır.

**Yaygın olarak tartışılan diğer bir konu ise, krizin çözülmesini kolaylaştırmada önemli bir rol oynayabilecek olan ülke tahvil anlaşmalarına, ortak eylem koşullarının, ya da daha spesifik olarak**

**çoğunluk eylem koşullarının dahil edilmesidir.** Ortak eylem koşulları çoğunluk tahvil sahiplerinin geri ödeme koşullarını değiştirmelerine imkan tanımakta, bireysel tahvil sahiplerinin alacaklarını hızlandırma kabiliyetlerini sınırlandırmakta ve tek bir tahvil sahibi tarafından karşılanan finansal kaynakların herkes tarafından paylaşılmasını sağlamaktadır.

Bu bağlamda, Ocak ayında İngiltere’de hazine kağıtlarına ortak eylem koşulları getirilmiştir. Şubat ayında ise Alman hükümeti yabancıların ihraç ettikleri tahvillerde ortak eylem koşullarının geçerli olacağını açıklamıştır. Nisan ayında, Kanada yetkilileri ihraç edecekleri uluslararası tahvillere ortak eylem koşullarını dahil edeceklerini açıklamışlardır.

Konuşmanın bu bölümünde, ülke tahvil anlaşmalarına ortak eylem koşullarının dahil edilmesi zorunluluğu konusuna kısaca değinmek istiyorum. Ortak eylem koşullarının zorunlu tutulması, gelişen piyasaların uluslararası sermaye piyasalarındaki faiz marjlarını artırarak daha az fon elde etmelerine neden olacaktır.

Zira, ortak eylem koşullarının gelişen ülkelerin tahvil sözleşmelerine dahil edilmesi, menkul kıymetlerin yeniden yapılandırılmasının getireceği avantajları ortadan kaldıracak, ve bu durum ilave bir “ödenmeme riski” olarak algılanacaktır. Bu ilave maliyet ve azalan uluslararası borçlanma imkanı, finansman ihtiyacı içinde olan gelişen ekonomiler üzerinde olumsuz etkiler yaratacaktır.

Diğer taraftan, bazı gelişen piyasaların tahvil borçlanmalarını kolaylaştırması açısından, ortak eylem koşullarına gönüllü katılımı desteklenmelidir.

Şimdi olayın diğere yüzüne bakalım. Bu gelişmeler karşısında yatırımcıların görüşleri de önem taşımaktadır. Örneğin, tahvillerin yeniden yapılandırılmasının kolaylaştırılmasıyla birlikte ortak eylem koşullarının özel yabancı yatırımcıları borç verme konusunda isteksiz davranmaya iteceği beklentisi hakimdir.

Özetlemek gerekirse, krizlerin önlenmesinde yabancı yatırımcıların rolünü büyük ölçüde arttıracak şu dört hususun altını çizmek istiyorum.

Birincisi, ilgili tüm taraflar, mali krizlerin önlenmesi ve çözümlenmesinde özel yabancı yatırımcıların rolüne ilişkin ilkeleri birlikte belirlemelidirler. Bu ortak çalışma, uluslararası sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliğine katkıda bulunacaktır. Bu ilkeler doğrultusunda, özel yabancı yatırımcılar aldıkları yatırım kararlarının doğuracağı sonuçlardan sorumlu olacaklardır. Böylece, resmi makamlardan herhangi bir yardım beklemeyeceklerdir.

İkincisi, belirli alanlarda kamu ve özel sektör arasında yakın işbirliği kurulması gerekmektedir. Örneğin, kamu sektörü yabancı yatırımcılarla ilişkilerini güçlendirmeleri ve mali piyasalarını derinleştirmeleri konusunda gelişen piyasalara yardımcı olabilir.

Bu vesileyle, bir Sermaye Piyasası Danışma Grubu oluşturmak suretiyle özel sektörle yapıcı ilişkiler kurulması yönünde gösterdiği çabalar için Para Fonu İcra Direktörü Mr.Köhler'e teşekkür etmek isterim. Bu sürecin, krizlerin önlenmesinde ve çözümlenmesinde çok etkili olacağına inanıyorum.

Üçüncüsü, tahvillerin yeniden yapılandırılmasının kaçınılmaz olduğu durumlarda, sözkonusu yeniden yapılandırma süreci isteğe bağlı olarak gerçekleştirilmelidir. Ayrıca bu süreç, özel yatırımcılarla yapılacak kapsamlı görüş alışverişleriyle birlikte yürütülmelidir. Gönüllü uygulama,

zorunlu uygulamadan çok daha etkili olacaktır. Bu anlamda, zorunlu ve zorlayıcı yaklaşımların istenen sonuçları doğurmayacağına ve gelişen piyasaların faiz marjlarını olumsuz yönde etkileyeceğine inanıyorum.

Dördüncüsü, tahvillerin yeniden yapılandırılması, sağlam makroekonomik politikalar izlemekte olan diğer gelişen piyasa ülkelerinin risk primlerini arttırmamalıdır. Uyguladıkları politikalara paralel olarak, ülkeler farklı değerlendirilmelidir.

Beni dinlediğiniz için teşekkür ederim.