



## RESISTANCE TO CRISES IN DEVELOPING COUNTRIES...

# GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KRİZLERE DAYANIKLILIK...



Gelişmekte olan ülkelere yatırımcı ilgisi devam ediyor. 2005'ten itibaren bu piyasalara yeni fon girişinin hızla azalacağı ve hatta fon çıkışı olacağı düşünüldüğü halde istatistikler bunun tersini gösteriyor.

*Interest of the investors in developing countries continues. As of the year 2005, although it is considered that inflow of the new funds into the markets will rapidly decrease and even that the funds will outflow from the markets, statistics show the contrary.*

Dr. SARUHAN ÖZEL

Bilindiği üzere hedge fund adlı spekülasyon yatırım fonları gelişmekte olan ülkelerin önemli bir müşterisi. Boyutları 1 trilyon dolar'lara kadar çıkıyor. "Tremont Capital Management" adlı yatırım ve araştırma kurumunun fon büyüklüğü itibarı ile toplamın dörtte üçüne yönelik yaptığı derlemelere göre 2005'in ilk çeyreğinde fonlara 25 milyar dolar civarında yeni fon girişi var. Tarihi yüksek bir rakam olan 123 milyar dolar'lık yeni fon girişi yaşanan 2004'ün ilk çeyreğine göre biraz daha az ama yine oldukça yüksek. Benzer şekilde "emergingportfolio.com Fund Research" adlı kurumun rakamlarına göre 2005 yılının ilk yarısında gelişmekte olan ülke tahvillerine gelen alım yaklaşık 3.2 milyar dolar ve bu 1995 yılına kadar geri gidildiğinde en yüksek seviye.

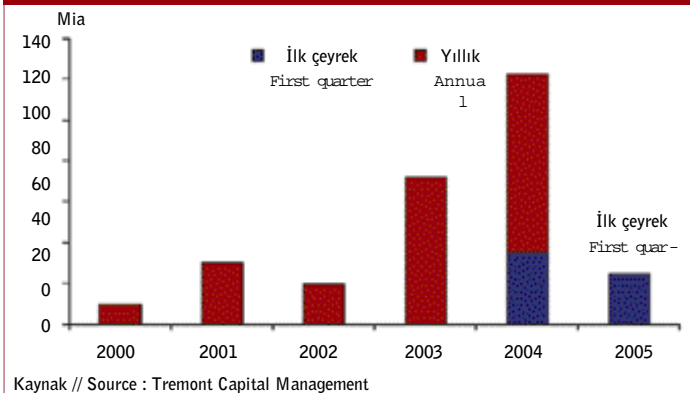
Gelişmekte olan ülkelere olan bu ilginin belki de en önemli nedeni gelişmiş ülkelerin yarattığı likidite imkanı. Diğer bir deyişle, geliş-

As you may know, speculative investment funds called "hedge funds" are an important customer of the developing countries. Its dimensions rise up to 1 trillion USD. In the first quarter of the year 2005, there is a new fund inflow around 25 billion USD into the funds according to the compilations carried out by the investment and research institution called "Tremont Capital Management" with regard to three fourth of the total with respect to the fund volumes. This is a little bit less than that of the first quarter of the year 2004 when a new fund inflow amounting to 123 billion USD was seen, which is a high amount in the history, but is still too high. Likewise, according to the figures of the institution called "emergingportfolio.com Fund Research", amount of the bonds purchased from developing countries in the first half of the year 2005 was approximately 3.2 billion USD and this is the highest level ever seen since 1995.

The most important reason of this interest in the developing countries is probably the liquidity possibilities created by the developed countries. In the other words, loose monetary policies followed by the central banks in the developed countries ensure that cheap and plenty amount of liquidity comes out, and this liquidity also rapidly steers for the higher-yield investment possibilities, including both business investments and financial investments. When doing so, the evaluations such as "risks are not paid attention as in the past, as the competition formed by the high liquidity always causes" and "the half of glasses are full" are not given up.

As it may be seen in the graphic, the interest consisting of the average (GDP-weighted) of the G7 countries, which has been over 5 % by the beginning of the year 2001 and dropped under 2 % in the

### HEDGE FUND'LARA NET FON GİRİŞLERİ NET FUND INFLOWS INTO HEDGE FUNDS





miş ülkelerde merkez bankalarının izledikleri gevşek para politikaları ucuz ve bol miktarda likiditenin ortaya çıkmasını sağlıyorlar ve bu likidite de hızla hem iş yatırımları hem de finansal olmak üzere yüksek getirili yatırım imkanlarına yöneliyor. Bunu yaparken de yüksek likiditenin yarattığı rekabetin her zaman yaptırdığı gibi risklere eskisi kadar dikkat edilmiyor ve "bardakların yarısının dolu olduğu" şeklindeki değerlendirmelerden vazgeçilmiyor.

Grafikte de görüldüğü üzere, 2001 yılı başında % 5'lerin üzerinde olup 2004'te % 2'nin altına gerileyen G7 ülkelerinin (GSYİH ağırlıklı) ortalamasından oluşan faiz, ABD merkez bankasının son 1 yıldır yaptığı hızlı faiz artışına rağmen % 3'ün altında bulunuyor. Diğer bir deyişle, gelişmiş ülke para politikaları 2001'e göre hala gevşek. Bu da yüksek getirili ABD tahvil piyasasından gelişmekte olan ülkelere kadar bir çok piyasaya ilginin devam etmesini sağlıyor.

İşin ilginç, Avrupa Birliği ve Japonya gibi ülkelerdeki ekonomik durgunluğun devam etmesi ve hatta daha da derinleşmesi, faiz artışlarına devam edeceği sinyalleri veren ABD merkez bankasının bu faiz arttırmalarına rağmen para politikalarının ABD'deki gibi sıkılaştırılmasını engelliyor. Diğer bir deyişle, global anlamda etkisinin olabilmesi için aslında ABD'deki faiz artışının daha da hızlı olması gerekli.

Doğal olarak, uzun bir süre sonra bu kadar ucuz ve bol likidite imkanını yakalayan ve bunları hızla spekülasyon alanlara kaydıran yatırımcılar bu yüksek getiri imkanlarını realize edebilmek (ödenebilir hale getirmek için) global anlamda enflasyonun artık ölmüş olmasından gelişmekte olan ülkelerin yapısal bir değişim geçiriyor olmasına kadar çeşitli argümanlar kullanıyorlar. Türkiye'yi özellikle ilgilendiren de bu zaten "gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinin kalıcı olarak düştüğü" şeklindeki görüş.

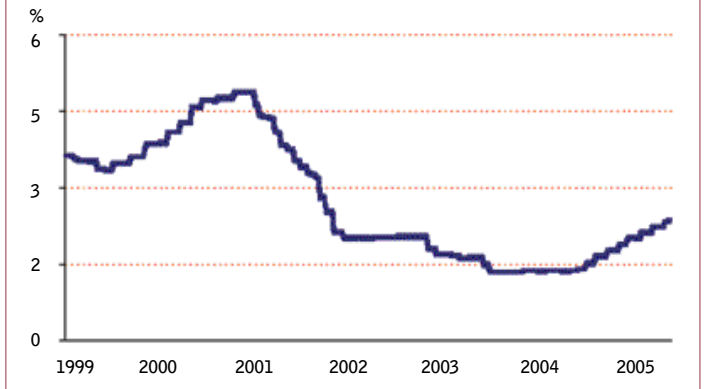
Bu görüşe göre, gelişmekte olan ülkeler, geçmiş kriz dönemleriyle kıyaslandığında, artık krizlere çok daha dayanıklı. Bu "dayanıklılık" iddiasının ardında ise iki önemli saptama var:

- Gelişmekte olan ülkelere politik ve makroekonomik bir yapısal değişim var ve
- Gelişmekte olan ülkeler geçmişe göre çok daha zengin (döviz rezervleri rekor yüksek seviyelerde).

### POLİTİK VE MAKROEKONOMİK YAPISAL DEĞİŞİM...

Geçmiş kriz dönemlerine bakıldığında kriz ortamlarının oluşmasında çok etkili olan ve hemen her krizde belirgin şekilde ortaya (ülkelerin kendilerine yönelik) bazı faktörler var. Sorumsuz bütçe politikaları, yüksek cari denge açıkları, zayıf (ancak büyük riskler alarak kar edebilen) bankacılık sistemleri, kur rejimleri gibi. Yatırımcılar makroekonomik yapısal değişimden bahsederken bu tür göstergelerdeki olumlu gelişmeleri ortaya koyuyorlar. Gerçekten de Arjantin bile artık GSYİH'sının % 4'üne kadar ulaşan yüksek faiz dışı bütçe fazlası vererek tasarruf yapıyor ve yine geçmişin kötü örnekleri olan Brezilya ve Türkiye gibi yüksek getiri imkanları sunan ülkelere de bir bütçe disiplini görülüyor. Son 2-3 yıldır bu

### G7 (GSYİH YILLARINA GÖRE ORTALAMASI ALINMIŞ) GECELİK FAİZ G7 (AVERAGED BASED ON RESPECTIVE GDPs) OVERNIGHT INTEREST RATE



year 2004, is below 3 % in spite of the interest increase achieved by the US Federal Reserve for the last 1 year. In the other words, monetary policies of the developed countries are still loose. This ensures that the interest, ranging from US bond market to the developing countries, in many markets still continues.

As an interesting aspect, the continuing, even deepening, economical stagnation in the countries such as the European Union and Japan prevents monetary policies from tightening as in the USA in spite of the interest increases by the US Federal Reserve, which gives signals that it will continue to increase the interest rates. In the other words, the increase of the interest rates in the USA should actually become quicker so that this can have an influence in the global sense.

Naturally, investors that obtain an opportunity for such cheap and plentiful liquidity after a long time and that direct them to the speculative fields use various arguments such that inflation has become globally dead from now on and the developing countries are experiencing a structural alteration in order to be able to realize these higher-yield opportunities (to make them payable). The concern of Turkey is this opinion of "risk premiums of the developing countries have decreased permanently".

In this opinion, developing countries is much more resistant than the past crisis periods against the crises from now on. Two important determinations lie under this assertion of "resistance":

- There is a political and macro-economical structural change in the developing countries, and
- The developing countries are much richer in comparison to the past (their foreign exchange reserves are at high record levels).

### POLITICAL AND MACRO-ECONOMICAL STRUCTURAL CHANGE...

When crisis periods in the past are reviewed, there are some factors (directed towards countries themselves) that are very effectual in forming the crisis environments and evidently appear in almost every crisis. For example irresponsible budget policies, high current balance deficits, faint banking systems (but can



ülkelerde çok yüksek hızlı büyümelerin gerçekleştiği ve bunun veri gelirlerini önemli ölçüde desteklediği de bir gerçek ama faiz dışı harcamalara bakıldığında gerçekten bir disiplin sözkonusu. Her ne kadar Brezilya'dan Türkiye'ye kamu borç stoklarında pek bir iyileşme gözlemlenirse de bütçe disiplini devam ettiği sürece "ödenabilirlikleri" tartışılmıyor.

Benzer şekilde gelişmekte olan ülkeler cari işlemler dengelerinde ciddi fazlalar veriyorlar. Bir kaç Doğu Avrupa ülkesi dışında açığı olan ülkelerde açıklar çok düşük seviyelerde. 1997 Asya krizi öncesinde yüksek cari denge açıkları veren Tayland, G. Kore, Malezya, Endonezya gibi ülkelerle, 1994'te Meksika, 1998'de Rusya, 1999'da Brezilya, 2001'de Türkiye ve Arjantin gibi ülkeler girdikleri krizler öncesinde hep yüksek cari denge açıkları veriyor ve bu yüksek açıklarla yaşayabileceklerini zannediyorlardı (hatta bunun için verimlilik artışından düşen enflasyona kadar çok haklı sebepler de ortaya koyuyorlardı). Bugün Güneydoğu Asya ülkelerinin yanında Brezilya ve Arjantin gibi ülkeler bile cari denge fazlası veriyorlar. Yüksek cari denge açıklarını (boyut olarak düşük, GSYİH oranı olarak yüksek) sabit sermaye girişleriyle finanse eden Macaristan, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti gibi küçük Doğu Avrupa ülkeleri de rahatsızlık yaratmıyor.

Bankacılık sistemleri de gelişmekte olan ülkelerde daha düşük risklerle daha yüksek sermayelerle çalışıyorlar ve geçmişe göre çok daha iyi regüle ediliyorlar. Bunda bir çok ülkede bankacılık sistemlerinin yabancı bankalar tarafından ele geçirilmiş olmasının ya da sahiplik oranlarının % 50'nin üzerine çıkmış olmasının önemli etkisi var. Ayrıca bir çok gelişmekte olan ülkede artık sabit kur rejimleri yerine yatırımcıların ve bankaların "riskleri abartma" kabiliyetlerini sınırlandırdığına inanılan dalgalı kur rejimi kullanılıyor. Bu hiç bir zaman döviz kurları hızla yükselmez anlamına gelmiyor ama kur hareketlerinin ekonomik çöküntüye dönüşmesini engelleyebiliyor (2002 yılında Brezilya'da yaşananlarda görüldüğü gibi).

Politik olarak da gelişmekte olan ülkelerin bir transformasyon geçirdiği düşüncesi yaygın. 2.5 yıl önce Brezilya'da sol görüşlü Lula isimli başkan adayının başkanlığa gelme olasılığı yükselince Brezilya'dan hızlı bir yabancı fon çıkışı oldu, para birimi Real Dolar'a karşı yarı yarıya değer kaybetti, Eurobond getirileri % 20'lere çıktı, ve Brezilya neredeyse borçlarını ödeyemez duruma geldi. Bugün Lula uyguladığı piyasalara yakın politikalarla yabancı yatırımcıların gözdesi ve bu sefer Lula hükümetinin sorun yaşaması ve gö-

*make profit by taking high risks), and Exchange rate regimes. Investors put forward the positive developments in such indicators when they state macro-economical structural change. Sure enough, Argentina makes savings by giving primary budget surplus reaching 4 % of its GDP from now on and a budgetary discipline is also observed in the countries such as Brazil and Turkey (the bad examples in the past) that ensure high yield opportunities. It is also a fact that very high-speed growths achieved in these countries for the last 2-3 years and that this importantly supports income taxes but taking the expenditures except for the interest rates into consideration, there is really a discipline. Even though an extreme improvement is not observed in the public debt stocks from Brazil to Turkey, their "payability" is not discussed as long as the budget discipline continues.*

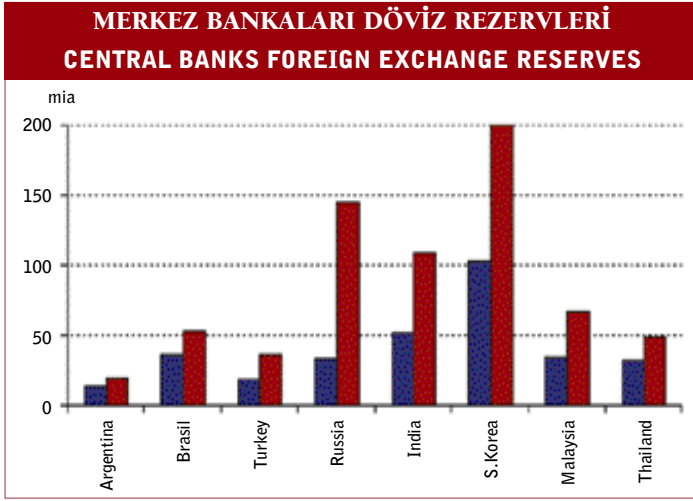
*Likewise, the developing countries have significant surpluses in their current account balance. Except for several East European countries, deficits in the other countries that have deficits are at very low levels. Countries such as Thailand, South Korea, Malaysia, Indonesia, etc, that have a high current balance deficits before 1997 Asian crisis, and the countries such as Mexico in 1994, Russia in 1998, Brazil in 1999 and Turkey and Argentina in 2001 were continuously showing high current balance deficits before the crises that they experienced and were supposing that they could live with these high deficits (or even they were also putting forward very fair causes in this matter from productivity increase to the decreased inflation). Today, countries such as Brazil and Argentina, etc., as well as Southeast Asian countries, show current balance surpluses. The small East European countries, such as Hungary, Bulgaria, and the Czech Republic that finance their high current balance deficits (low in size but high in GDP ratio) through the fixed capital entries, do not also cause any disturbance.*

*Furthermore, the countries, banking systems of which are developing, work with higher capitals under the lower risks and are regulated in a way much better than in the past. This is highly affected by the fact that in many countries the banking systems have been captured by the foreign banks or that ownership ratios have increased over 50%. In addition, from now on, many developing countries apply the floating exchange rate regime which it is believed to restrict the abilities "to exaggerate risks" by the investors and the banks, instead of the fixed Exchange rate regimes. It does not mean that at no time the Exchange rates rapidly rise, but it can prevent the Exchange rate movements by transforming into an economical downturn (as it may be seen in the events experienced in Brazil).*

*It is a widespread opinion that the developing countries have experienced a transformation. When the possibility that Lula, who had a left-wing opinion, would be elected as the President increased 2,5 years ago, a rapid fund outflow from Brazil occurred and its currency lost in value half and half against Real Dollar, and Eurobond yields that increased up to 20%, and Brazil was in a position that it was almost not able to pay its*







revden ayrılması piyasaları ürkütüyor. Benzer şekilde Rusya'dan Endonezya'ya kadar yönetimler piyasalara daha yakın olmaya başladılar. Latin Amerika'nın bir çok ülkesinde korumacı sol görüş ağırlıklı iktidarlar olmasına rağmen yönetimlerinden herkes memnun. Venezuela'nın ABD karşıtı, sert söylemlili Chavez'i bile yabancı yatırımcıları ürkütmüyor.

Özetle, yukardaki ve benzeri makro göstergelere ve politik değişimlere bakıldığında gerçekten de gelişmekte olan ülkelerin "gelişmekte olan ülkeler" oldukları gerçeğini bir kenara bırakmak ve sundukları (ve artan talep nedeniyle hızla azalan) yüksek getirilerinden faydalanmaya çalışmak çok cazip bir yatırım stratejisi. Türkiye de bu ortamdan oldukça faydalanıyor. Bazı makroekonomik göstergelerinde gerçekten de olumlu değişimler var. Harcamalarını kısarak faiz dışı bütçe fazlasını yüksek tutabiliyor ve bankacılık sistemi risklerine çok daha dikkat ederek çalışıyor. Ama birçok gelişmekte olan ülkenin tersine finansmanı güven yaratmayan bir şekilde tarihinin en yüksek cari denge açığını veriyor (hem boyut olarak hem de oran olarak yüksek), ve kamu borç stoğunda para biriminin değerlendirilmesinden öte ciddi bir düşüş sağlayamıyor. Dolayısıyla olumlu global ortamdan yeterince faydalanabilmiş değil.

## ZENGİNLİK

Son iki yılda makro ve politik değişim iddiaları bir yana gelişmekte olan ülkelerin bir çoğu çok ciddi döviz rezervleri biriktirdiler. Toplamda gelişmekte olan ülkeler (Institute of International Finance kapsamındaki 29 ülke) son krizin yaşandığı 2001 yılında 757 milyar dolar döviz rezervine sahipken 2004 yılı sonunda döviz rezervlerini 1.6 trilyon dolar'a çıkardılar. En çok döviz rezervi biriktiren Çin'de (Hong Kong ve Tayvan hariç) döviz rezervi bu dönemde 400 milyar dolar artarak 614 milyar dolar'a yükseldi. Grafikte görüldüğü gibi, Malezya ve Tayland gibi ekonomileri Türkiye'ye göre çok daha küçük olan ülkelerde bile döviz rezervleri Türkiye'nin döviz rezervinin oldukça üzerine çıktılar.

Cari denge fazlaları ile global büyümenin hızlanmasıyla bu ülkelerin doğal kaynaklarını yüksek fiyatlara satabilmeleri bu döviz bi-

debs. Now, Lula is the favorite of the investors thanks to the policies applied by him in favor of the markets, but this time, the fact that Lula government experiences problems and has left its office startle the markets. Likewise, the governments of Russia to Indonesia have started to get closer to the markets. Although protectionist left-wings are in power in many countries of Latin America, everyone is pleased with the government. Even Chavez, who is contrary to USA and speaks harshly in this matter, does not terrify the foreign investors.

In short, taking the above-mentioned and similar macro indicators and political changes into consideration, it is a very attractive strategy of investment to leave aside the truth that the developing countries are "developing countries" in the real sense and to try to benefit from high yields provided by them (and rapidly decreasing due to the increasing demand). Turkey also benefit from this environment greatly. There are really positive changes in some macro economic indicators. Thus, the countries can hold the primary budget surplus in a high rate by shortening their expenditures and work by paying a great attention to the risks of the banking system. However, in contrary to many developing countries, Turkey is showing the highest current balance deficit during her history as a country whose financing does not form any reliance (high in both size and ratio) and cannot ensure a serious decrease beyond increasing her currency in value in the public debt stock. Consequently, she cannot benefit from the positive global environment.

## WEALTH

Apart from the macro and political change assertions within the last 2 years, most of the developing countries have accumulated a large number of the foreign exchange reserves. While the developing countries in total (29 countries within the scope of Institute of International Finance) have foreign Exchange reserves amounting to 757 billion USD in the year 2001 when the last crisis was experienced, they increased their foreign Exchange reserves up to 2.6 trillion USD at the end of the year 2004. In China (excluding Hong Kong and Taiwan) that accumulates foreign Exchange reserves the most, the foreign Exchange reserve has risen up to 614 billion USD by increasing 400 billion USD within this period. As you may see from the chart, the foreign Exchange reserves have exceeded the foreign Exchange reserves in Turkey, even in the countries, such as Malaysia and Thailand, whose economies are much smaller than that of Turkey.

Important factors lying behind this accumulation of the currency reserves were that these countries can sell their own natural resources at the high rates thanks to the current balance surpluses and to speeding up the global growth. In many countries, rapid capital inflows have taken place as well as the current balance surplus and the central banks have purchased these currencies with the continuous interventions and prevented the currencies by getting strong and using up the current balance surpluses.

Turkey had to make a choice after the crisis in 2001. She would



rikiminin ardındaki önemli faktörlerdi. Bir çok ülkede cari denge fazlası yanında hızlı sermaye girişleri de oldu ve merkez bankaları sürekli müdahalelerle bu dövizleri satın alarak para birimlerinin güçlenmesini ve cari denge fazlalarını eritmesini engellediler.

Türkiye 2001 yılı krizi sonrasında bir seçim yapmak durumundaydı. Ya faizlerini göreceli olarak yüksek tutarak ülkeye hızla gelmeye başlayan sermayenin TL'yi güçlendirmesine izin vererek enflasyonu hızla düşürecek, ya da diğer ülkeler gibi bu döviz rezervlerini satın alarak zenginleşecekti (kamu döviz rezervleri açısından). Seçim enflasyonu düşürmekten kullanıldı. Bunun karşılığında ise döviz rezervleri diğer ülkelere oldukça düşük kaldı (2005'ten itibaren bu politikada belirgin bir değişiklik var, artık düzenli ve düzensiz alımlarla döviz rezervleri artırılmaya başlandı). Bunun karşılığında da oldukça yüksek bir cari denge açığı ortaya çıktı. Ekonomi büyürken işsizlik azalamadı, enflasyon düşürken sevinilemedi.

Özetle, Türkiye diğer gelişmekte olan ülkelerdeki gibi kapsamlı bir yapısal değişim geçiremedi (gerçek yapısal değişim bazı göstergeler iyileşirken diğerlerinin bozulmasına olanak vermezdi). Ayrıca diğer gelişmekte olan ülkeler kadar da zenginleşemedi. Ama diğer ülkelerden çok daha yüksek getiriler sunduğu için ve özellikle de AB gibi bir çıpa ortaya çıktığı için yatırımcıların "gelişmekte olan ülkelere olan doyumsuz ilgisinden" nasibini bolca aldı.

Burada ortaya konacak bir itiraz var ve haklı. Yukarıda bahsettiğimiz zenginleşen ülkelerin hiç birinde Türkiye'ninki gibi "yüksek enflasyon derdi" yoktu. Dolayısıyla enflasyonu düşürmek gibi bir büyük bir amaçları da yoktu.

Bunu matematiksel ispatlamak çok zor ama global ortam o kadar iyiydi ve global deflasyonist baskı o kadar güçlüydü ki Türkiye belki TL'nin bu kadar güçlenmesine izin vermese ve dış ticaret açığını bu kadar patlatmasa enflasyonu yine tek hanelere indirebilirdi. Sadece son iki yılda ekonomi bu kadar hızlı büyümeyi, büyüme hızı % 10'larda değil, % 5'lerde gerçekleştirdi. Maliyetli de olsa çok daha fazla döviz rezervi biriktirebilir ve yatırımcıların "gelişmekte olan ülkelerin zenginleştiği ve risk priminin kalıcı olarak düştüğü" iddiasına uygun hale gelebilirdi.

Yukarıdaki görüşümüz doğru ise bunu doğal olarak 2001 yılında hem de IMF'nin direktiflerine uyulması şart olan bir dönemde görmek çok büyük vizyon gerektiriyordu. Bugün kartlar açıkken bu tür sonuçlara ulaşmak kolay ama bunu 2-3 yıl önceden ortaya koymak doğal olarak çok zor.

Ama bu bugün ortaya çıkan sonucu değiştirmiyor. Global likidite hala bol, bugün ancak komplo teorisi olarak adlandırılacak hadiseler gerçekleşmedikçe bir süre daha devam edecek ve gelişmekte olan ülkelerdeki piyasaları destekleyecek. Türkiye bu rüzgardan AB beklentileri bozulsa bile nemalanacak. Ama rüzgar hep böyle devam etmeyecek ve bir süre sonra yön değiştirip "gerçek dayanıklılık" test edilecek. Yatırımlarda buna göre hareket etmekte fayda var. ☒

*either rapidly reduce the inflation by relatively keeping her interest rates high and by permitting that the capital starting to rapidly flow into the country, or get rich by buying these foreign Exchange reserves as in the other countries ( in the public foreign exchange reserves ). The choice was used in direction of reducing inflation. In return for this, the foreign Exchange reserves have remained very low in comparison to the other countries (there is an evident change in this policy from the year 2005 and the foreign Exchange reserves have started to be increased with regular and irregular purchases, from now on ). As a result of this, a very high current balance deficit occurred. When economy was growing, unemployment could not be decreased and therefore no one could be placed with this when inflation was reducing.*

*Briefly, Turkey could not experience a comprehensive structural change as in the other developing countries (real structural change would not give any permission to demolishing the others while some indicators were improving). In addition, she could not also get rich as the other developing countries did. However, Turkey has abundantly got its own share of pleasure from "unsatisfied concern of the investors with the developing countries" because she has offered much higher yields than the other countries and a target like USA has appeared.*

*There were two fair objections to be put forth. None of the above-mentioned countries that have been getting rich have "high inflation trouble" as in Turkey. Therefore, they have no big target in regard to decreasing inflation.*

*It is very difficult to prove mathematically but global environment so good that and deflationist pressure is so strong that Turkey could probably again decrease the inflation to a single-figure inflation rate if she would not permit to getting strong TL and not blow up the foreign trade deficit. Economy would not rapidly grow in only last 2 years and growing rate would become 5% but not 10%. Even though this is expensive, Turkey could accumulate much more foreign exchange reserves and could keep up with the assertion "the developing countries are getting rich and risk premium is decreasing" by the investors.*

*If our above-mentioned opinion is correct, being aware of this within a period when it is compulsory to comply with the directives of IMF within the year 2001 would require a very great vision. Today, it is easy to reach such results while all is well, but it would naturally be difficult to reveal this 2-3 years before.*

*But this does not change the result revealing today. Global liquidity is still abundant but this will continue for a short period of time and will support the markets in the developing countries unless the events to be called as conspiracy theory have taken place. Turkey will accumulate interest from this wind even if her EU expectations are damaged. But the wind will not blow in that way always and after a period of time it will subside and "the real resistance" will be tested. It is useful to act accordingly in connection with the investments. ☒*