



İMKB DERGİSİ
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası



ISSN 1301-1650

Yıl: 3 Sayı: 10 Nisan-Mayıs-Haziran 1999

Enflasyonun Düşmesinden Türk Bankaları Zarar Görür Mü?

Caroline Van Rijckeghem

Doğu Asya Ekonomilerindeki Finansal Krizin Nedenleri ve Etkileri

Kasım Eren

İMKB'nin Rusya Krizi'nden Etkilenmesine İlişkin Bir İnceleme

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Araştırma Müdürlüğü

İMKB Dergisi

3 Aylık Finans ve Ekonomi Süreli Yayını

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Adına İmtiyaz Sahibi

Başkan

Osman BİRSEN

Genel Yayın Yönetmeni

Dr. Meral VARIŞ TEZCANLI

Yazı İşleri Müdürü

Saadet ÖZTUNA

Yayın Kurulu

Arıl SEREN

Sezai BEKGÖZ

Hikmet TURLİN

Kudret VURGUN

Aydın SEYMAN

Haluk ÖZDEMİR

Dr. Meral VARIŞ TEZCANLI

Adalet POLAT

Murad KAYACAN

Gürsel KONA

Recep BİLDİK

Gökhan UGAN

Ofset Hazırlık ve Baskı

Mart Matbaacılık

Sanatları Tic. Ltd. Şti.



Bu Dergi'de yer alan fikir ve yorumlar yazarların kendisine aittir,

İMKB'yi bağlamaz.

Copyright © 1997 İMKB her hakkı mahfuzdur.

Bu yayın İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından üç ayda bir yayınlanır.

İMKB, vergiden muaf tüzel kişiliğe haiz bir kamu kuruluşudur.

Yazışma adresi: İMKB, Araştırma Müdürlüğü, 80860

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası,

İstinye, İstanbul

Telefon: (0 212) 298 21 00 Fax: (0 212) 298 25 00

Türkçe web sitesi: <http://www.imkb.gov.tr>

1-) E-mail: imkb-f@imkb.gov.tr

2-) E-mail: arastir@imkb.gov.tr

İMKB Dergisi Hakem Heyeti

Akademisyen

Prof. Dr. Alaattin TİLEYLİOĞLU, Orta Doğu Teknik Üniversitesi
Prof. Dr. Ali CEYLAN, Uludağ Üniversitesi
Doç. Dr. Bhaskaran SWAMINATHAN, Cornell University, ABD
Doç. Dr. B. J. CHRISTENSEN, Aarhus University, Danimarka
Prof. Dr. Birol YEŞİLADA, Oregon State University, ABD
Prof. Dr. Cengiz EROL, Orta Doğu Teknik Üniversitesi
Prof. Dr. Coşkun Can AKTAN, Dokuz Eylül Üniversitesi
Prof. Dr. Doğan ALTUNER, Yedi Tepe Üniversitesi
Prof. Dr. Erdoğan ALKİN, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Erol KATIRCIOĞLU, Marmara Üniversitesi
Doç. Dr. Gülnur MURADOĞLU, University of Warwick, İngiltere
Doç. Dr. Halil KIYMAZ, Houston University, ABD
Prof. Dr. Hürşit GÜNEŞ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. İhsan ERSAN, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. İlhan ULUDAĞ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Kürşat AYDOĞAN, Bilkent Üniversitesi
Prof. Dr. Mahir FİSUNOĞLU, Çukurova Üniversitesi
Prof. Dr. Mehmet ORYAN, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Mehmet Şükrü TEKBAŞ, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Mustafa GÜLTEKİN, University of North Carolina, ABD,
Prof. Dr. Nejat SEYHUN, University of Michigan, ABD
Prof. Dr. Nicholas. M. KIEFER, Cornell University, ABD
Prof. Dr. Niyazi BERK, Marmara Üniversitesi
Doç. Dr. Nuran Cömert DOYRANGÖL, Marmara Üniversitesi
Doç. Dr. Osman GÜRBÜZ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Özer ERTUNA, Boğaziçi Üniversitesi
Prof. Dr. Reena AGGARWAL, Georgetown University, ABD
Prof. Dr. Reşat KAYALI, Boğaziçi Üniversitesi
Prof. Dr. Robert JARROW, Cornell University, ABD
Prof. Dr. Seha TİNİÇ, Koç Üniversitesi
Prof. Dr. Serpil CANBAŞ, Çukurova Üniversitesi
Prof. Dr. Taner BERKSOY, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Ümit EROL, İstanbul Üniversitesi
Prof. Ünal BOZKURT, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Ünal TEKİNALP, İstanbul Üniversitesi
Prof. Dr. Vedat AKGİRAY, Boğaziçi Üniversitesi
Dr. Veysi SEVİĞ, Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Zühtü AYTAC, Ankara Üniversitesi

Profesyonel

Adnan CEZİRLİ, Toros Menkul Değerler Ticareti A.Ş.
Dr. Ahmet ERELÇİN, Demir Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Doç. Dr. Ali İhsan KARACAN, Çukurova Holding A.Ş.
Dr. Atilla KÖKSAL, Inter Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dr. Atilla YEŞİLADA, Ege Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Bedii ENSARİ, ABC Danışmanlık, Mümessilik ve Ticaret A.Ş.
Berra KILIÇ, Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Cahit SÖNMEZ, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)
Çağlar MANAVGAT, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)
Erhan TOPAÇ, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dr. Erik SIRRI, Securities and Exchange Commission, ABD)
Ferhat ÖZÇAM, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)
Doç. Dr. Hasan ERSEL, Yapı Kredi Bankası A.Ş.
Prof. Dr. Kenan MORTAN, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Mahfi EĞİLMEZ, Garanti Bankası A.Ş.
Muharrem KARSLI, Altın Menkul Değerler A.Ş.
Doç. Dr. Öztin AKGÜÇ, Banka Dergisi (Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.)
Öğr. Gr. Reha TANÖR, Doğu Holding A.Ş.
Serdar ÇITAK, İstanbul Altın Borsası

Elektronik Erişim:

İMKB Dergisi, 3 Aylık Finans ve Ekonomi Süreli Yayını İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından yayınlanır.

İMKB Dergisi'nin 10. sayısından başlamak üzere bütün makalelere tam-metin olarak internette pdf. formatında erişim sağlanabilmektedir. İMKB Dergisinin tam metnine paralı erişim sistemi ile abonelerimiz kendilerine tahsis edilecek bir şifre ile ulaşabileceklerdir.

Makale Özetleri:

İMKB Dergisi'nde yayımlanan tüm makale özetleri İMKB web sitesinde verilmektedir. Bu veritabanı derginin yayın hayatına başladığı 1997 tarihinden itibaren yayımlanan tüm makale özetlerini içermektedir. Makale özetleri derginin yayımlanmasını müteakip her üç ayda bir ücretsiz olarak verilmektedir.

Erişim:

(1) <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar.htm>

(2) Seçenek: İMKB Dergisi

Ayrıntılı bilgi, yorum ve önerileriniz için lütfen aşağıdaki numara ve adresten bizi arayınız.

Tel: (90.212) 298 21 71 E-Mail: arastir@imkb.gov.tr

İMKB Dergisi 1999 Abonelik Formu

İMKB Dergisi'ne bir yıllık abone olmak için lütfen ilgili kutuyu işaretleyiniz.

10.000.000 TL (basılı yayın) (her bir sayı 2.500.000 TL)

6.000.000 TL (elektronik posta ile) (her bir sayı için 1.500.000 TL)

Adı Soyadı

Ünvanı

Şirket Adı

Adres

Posta Kodu Şehir

Telefon (Kodu ile birlikte)

Faks

Elektronik Posta

Abonelik ücretleri T. İş bankası Borsa Şubesi 1125 304400 38 no'lu hesaba yatırılmalıdır.

“İMKB Dergisi”ne Abone olmak için
lütfen bu form ile birlikte banka dekontunun
aslını aşağıdaki adrese gönderiniz.

Hülya KARADAŞ
İMKB araştırma Müdürlüğü
80860 İstinye - İSTANBUL
Tel: 0 212 298 21 71
Faks: 0 212 298 25 00

İÇİNDEKİLER

Makaleler

Enflasyonun Düşmesinden Türk Bankaları Zarar Görür mü? Caroline Van Rijckeghem.....	1
Doğu Asya Ekonomilerindeki Finansal Krizin Nedenleri ve Etkileri Kasım Eren.....	17
İMKB'nin Rusya Krizi'nden Etkilenmesine İlişkin Bir İnceleme İMKB Araştırma Müdürlüğü.....	33
Global Sermaye Piyasaları	53
İMKB Piyasa İstatistikleri	65
Kitap Tanıtımı	69
Financial Crisis Management in Regional Blocs Scheherazade Rehman	
Executive Compensation and Shareholder Value; Theory and Evidence Jennifer Carpenter & David Yermack	
İMKB Yayın Listesi	74

ENFLASYONUN DÜŞMESİNDEN TÜRK BANKALARI ZARAR GÖRÜR MÜ?

Caroline VAN RIJCKEGHEM *

Özet

Devletin iç borçlanma için ödediği risk priminin azalması ve bankaların vadesiz hesaplardan elde ettiği enflasyon gelirini kaybedecek olması sebebi ile Türk bankalarının bir istikrar programı sonucunda oluşacak düşük enflasyon ortamından zarar göreceğine inanılmaktadır. Bu çalışma, bazı finansal teknikler, regresyon analizi ve değişik ülke tecrübelerinin incelenmesi yoluyla, bankaların bir istikrar programındaki durumunu irdelenmektedir. Bankaların aktif ve pasifleri arasındaki vade farkının bankalar lehine olması ve bankacılık faaliyetlerinin düşük enflasyon ortamında artacak olması bankaların bir istikrar programından karlı çıkabileceğini göstermektedir.

I. Giriş

Türkiye yaklaşık 15 yıldır yüksek ve kronik enflasyonla karşı karşıya bulunuyor. Örneğin, 1997 yılında %100 enflasyon ile Türkiye, iç savaş veya ciddi politik dengesizlikler yaşayan ülkelerden sonra en yüksek enflasyonu olan ülke haline gelmiş bulunmaktadır. Bunun sonucu olarak, bir anlamda enflasyonu düşürmek Türkiye'nin ekonomik gündemini oluşturan temel meselelerden biri olmuş, IMF ile Hükümet arasındaki yapılan muhtelif görüşmelerde de, enflasyonun düşürülmesi öncelik kazanmıştır.

Bu çalışma, bir istikrar programının Türk bankacılık sektörünün karlılığı üstündeki etkisinin daha iyi anlaşılmasını amaçlamaktadır. Bankaların bir istikrar programından zararlı çıkacağı düşünülmekte, buna gerekçe olarak; bankaların devletin iç borçlanma için ödemek zorunda olduğu risk priminden ve vadesiz hesaplardan elde ettiği enflasyon gelirlerinden dü-

* International Monetary Fund (IMF), Ekonomist. Boğaziçi Üniversitesi, Ekonomi Bölümü (1997-98).

E-Mail: cvanrijckeghem@imf.org

Makalede bildirilen görüşler sadece yazara aittir. Borağan Auroba tarafından tercüme edilen makalenin Türkçe tashihi ni İMKB, Araştırma Müdürlüğü yapmıştır.

Fuad Aleskerov, Emre Alper, Hüseyin Çilli, Hasan Ersel, Murat Uçer, Reha Yolalan, Erhan Yazgan ile 2. ODTÜ/ERC Uluslararası Ekonomi Konferansı ve Dünya Bankası-Hazine "Issues Surrounding Stabilization in Turkey" (Türkiye'de İstikrar Programıyla İlgili Konular) Konferansı'nın katılımcılarına, özellikle Emin Öztürk ve Ceyla Pazarbaşıoğlu'na, yorumları için teşekkür ederim. Emre Alper, Murat Uçer, Atilla Odabaşı, Türkiye Bankalar Birliği ve İMKB'ye de verilerini paylaştıkları için, Güneş Alver ve Pınar Küçükfidan'a mükemmel araştırma asistanlıkları için ve makalenin yayınlanma aşamasında İMKB Araştırma Müdürlüğüne katkıları için teşekkür ederim.

şük enflasyon ortamında faydalanamayacak olmaları gösterilmektedir. Bankaların karlılığının çok düşük veya negatif değerlerde olduğu dikkate alındığında, bankaların söz konusu reforma direnmeleri anlaşılabilir.¹

Bu çalışma, bankaların enflasyonu düşürme çabalarından olumlu etkilenebileceğinin nedenlerini ortaya koymayı amaçlamaktadır. Bunlardan en önemlisi finansal aracılığın ciddi bir şekilde artarak bankaların kısa ve uzun dönem karlılığını artırmasıdır. Aynı zamanda bir istikrar programının uygulanmaya başlamasıyla ortaya çıkacak nominal faizlerdeki düşüş, bankaların kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli borç vermelerinin bir sonucu olarak, faiz gelirlerinin düşüşünden çok fonlama maliyetinin düşüşüne yol açacaktır.² Bu çalışmada bu konular sistematik bir şekilde teorik ve ampirik olarak incelenmektedir. Bu konu ilk kez ele alan Çilli ve Kaplan (1997)'in araştırmaları bu çalışmanın hareket noktasını oluşturmaktadır.³ "Süre analizi" (duration analysis) çerçevesinde istikrar programını takip eden en az bir yıl içinde bankaların etkilenimleri irdelenmektedir. Veri sınırlamaları yüzünden Türk bankacılık sektörü bir bütün olarak incelenmektedir.⁴ Faiz oranının banka hisselerinin değeri üzerindeki önemini incelemek için İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 11 bankanın regresyon analizleri yapılmaktadır. Enflasyonu düşürmüş bazı ülke tecrübeleri arasında ise, Brezilya bankalarının GSYİH'nin % 4'üne yakın enflasyon gelirini kaybetmelerine rağmen istikrar programını başarıyla atlattığı olmaları örneği referans alınmaktadır.

II. İç Borçdaki Risk Primi

Bankaların istikrar programından zarar göreceği savı, düşük enflasyon sonucunda enflasyon ve döviz kuru değişkenliğinin düşeceği ve bankaların daha düşük bir risk primi alacağı düşüncesine dayanır.⁵ Geçmiş yıllarda risk primi yüksek değişkenliğe sahip olmasına rağmen Rusya krizine kadar %10-15 civarında seyretmiştir. Dikkat edilecek olursa, bankalar bu risk

¹ Bankaların karları nominal olarak pozitif olarak gözüke de, reel olarak pozitif getiri sağlamaları mümkün olmayabilir. (Bankalar Birliği, 1997)

² Banka hisselerinin IMF denetimindeki programın açıklanmasını takiben hızla artması bu etkinin en iyi göstergesidir. 10 Mart 1999 vadeli hazine bonosunun faizi (1999 seçimlerinden önce vadesi dolar) 5 Haziran 1998 (Fischer'in Türkiye ziyareti öncesi) ile 3 Temmuz 1998 (Programın açıklanmasından 5 gün sonra) arasında %15 azalmıştır.

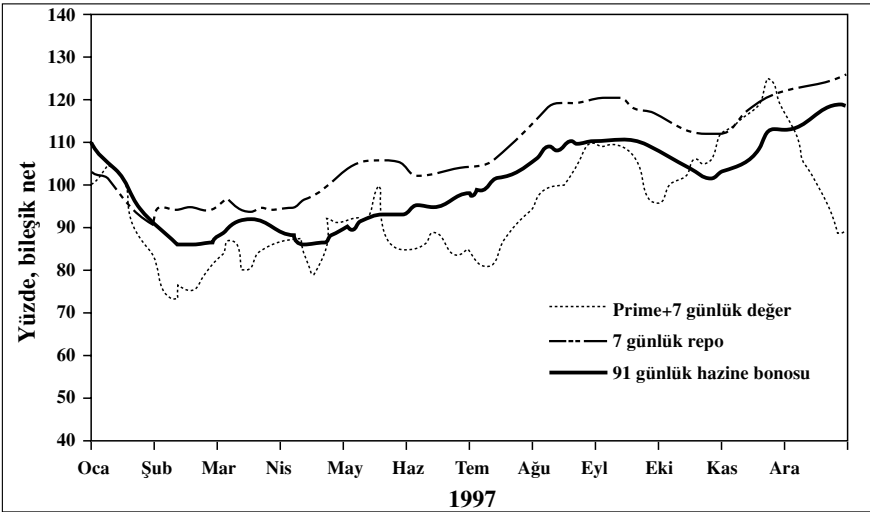
³ Benzer konular Rusya için Zettelmeyer (1996) tarafından, ABD için de Santoni (1986) tarafından ele alınmıştır. Her iki çalışmada da faizlerdeki ve enflasyondaki düşüşün bankaların yararına olacağı sonucuna varılmıştır.

⁴ Aleskerov ve Yolalan (1997, 1998) bankaları bazı finansal oranlarına göre gruplamışlardır ancak burada kullanmamız gereken varlık ve yükümlülüklerin vadeleri ile ilgili bilgi bulunmamaktadır.

⁵ Yüksek enflasyonun daha değişken enflasyonla bağlantılı olduğu bilinen bir gerçektir. Örneğin, Boyd, Levine ve Boyd (1996) tarafından kullanılan 106 ülkeli panelde enflasyon ile standart sapmasının korelasyonu 0.97 olarak bulunmuştur.

primini sadece açık döviz pozisyonlarından elde etmektedirler. Bankalar aldıkları hazine bonolarını ellerindeki TL mevduatları ile karşıladıkları zaman ise bu prim daha da küçülmekte ve Grafik 1’de de görüleceği gibi genelde normalin üstünde bir kâra yol açmamaktadır. Grafik 1’de günlük repo ve döviz sepetiyle borçlanmanın (ABD dolarının prime oranı artı USD-DEM sepetinin 7 gün ileriye yönelik değer kaybı) fonlama maliyeti gösterilmektedir. Bu grafiğe göre, 1997 yılı içinde hazine bonolarını repo yoluyla fonlama kârlı olmamıştır. Bundan da karların kaynağının bütün iç borç stoğu değil, iç borç stoğunun açık pozisyonla fonlanan kısmı olduğu görülmür. Dolayısıyla istikrar programının sonucunda doğacak iç borç düşüşünün karlılık üstüne doğrudan bir negatif etkisi olmayacaktır.⁶

Grafik 1. Döviz ve Reponun Maliyeti



Kaynak: Reuters

Söz konusu açık pozisyonlar GSYİH’nin %5’i veya toplam iç borcun %25’i olarak tahmin edilmektedir.⁷ GSYİH’nin %5’ine %10’luk risk primini uygularsak ve istikrar programını takiben bu risk priminin büyük kısmının kaybolacağını düşünürsek, karlarda GSYİH’nin %0.5’i kadarlık bir düşüş olabileceğini buluruz.

⁶ Vadeli mevduatların faizi repo faizinden daha düşük olmasına rağmen vadeli mevduatların munzam karşılık ve diğer masrafları vardır. Dolayısıyla Grafik 1’deki değerlendirmeye vadeli mevduatları da katmak sonucu değiştirmeyecektir. Bkz. Karaküllükçü (1998).

⁷ Bu hesaplanan değer bankaların resmi olarak açıkladığı seviyeden yüksektir. Bu, bankaların ihtiyari kurallardan kaçınması olasılığını gösterir. Bkz. Folkerts-Landau ve Garber (1997).

III. Vadesiz Mevduatlardan Elde Edilen Gelir

İlk bakışta, vadesiz TL mevduat hesapları (kişisel veya ticari) yüksek enflasyon yüzünden büyük bir kar kaynağı olarak gözükmektedir; vadesiz mevduat hesapları yılda %5 kazandırırken, aynı sürede vadeli mevduat hesapları bunun yirmi katını kazandırmaktadır.

Ancak vadesiz mevduat hesaplarından vadeli hesaplardan elde edilenin üstünde kar elde etmek için, vadesiz mevduatın toplanması ve değerlendirilmesinden kaynaklanan masraflar da göz önüne alınmalıdır. Vadesiz mevduat, vadeli mevduattan daha yüksek bir munzam karşılık oranına sahiptir ve ayrıca ATM makineleri gibi servislerin ücretsiz kullanımının sağlanmasını gerektirmektedir. Bu tür masraflarla ilgili veriler genelde bulunamamaktadır.⁸ Ancak, ekonomik olarak durumu incelersek; gerek bankacılık sektöründeki rekabet, gerekse vadesiz TL mevduat hesapları yerine geçebilecek yatırım araçlarının varlığı (gecelik repo ve vadesiz DTH) dolayısıyla masrafların gelirlere yakın olması beklenebilir. Masrafların gerçek boyutu belirlenemediği için, vadesiz mevduat hesaplarının reel getirisinin (vadeli mevduat hesapları ile karşılaştırıldığı zaman) %15 olduğunu varsaydığımızda ve bu oranı vadesiz mevduatların GSYİH oranına (%3)⁹ uyguladığımızda, vadesiz mevduat hesaplarının bankalara GSYİH'nin %0.5'i kadar bir kazanç sağladığını söyleyebiliriz. Bu miktar, temelde istikrar programı sonucunda oluşacak olan kardaki azalmayı göstermektedir.

IV. Finansal Aracılık

Düşük kur riski, devlet dışındaki ekonomik birimler için reel faizin düşmesine ve dolayısıyla finansal aracılığın artmasına neden olacaktır. Ayrıca enflasyon finans sektörünün verimliliğini negatif olarak etkilediğinden, enflasyon düştüğünde kredi miktarı artacaktır (Boyd, Levine ve Smith, (1996)). Nitekim başta Brezilya olmak üzere bazı Latin Amerika ülkelerine bakıldığında, bankaların enflasyondaki ani düşüş ile vadesiz mevduat hesaplarından elde edilen gelirdeki ve ödemeler arasındaki atıl paradaki (float)¹⁰ düşüşü (GSYİH'nin %4'ü olarak tahmin edilmektedir) ticari kredileri artırarak kompanse ettikleri görülür. Bazı bankaların problemlerine

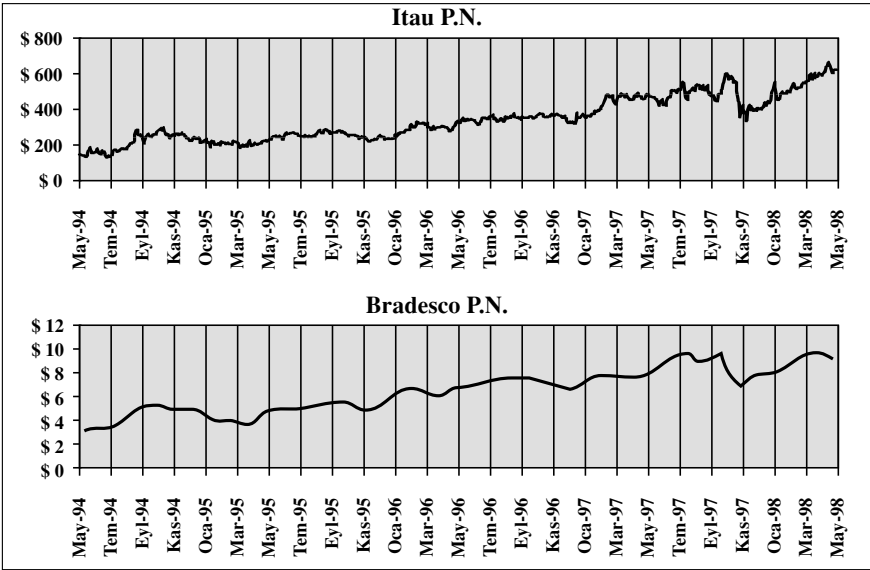
⁸ Vadesiz mevduatların yarattığı masrafları değerlendirirken iş gücü ve sermayenin ne gibi görevlere tahsis edildiğini incelemek gerekir. Bu alanda bazı bankalar için çalışmalar yapılmıştır. (Yapı Kredi ve Garanti)

⁹ Bankalar Birliği, 1997.

¹⁰ "Float", bankaların müşterilerin hesaplarına geçirmeden önce ellerinde geçici olarak tuttıkları kaynaklara verilen isimdir. Bankaların büyük kısmı yeniden yapılanmıştır, (Bankaların sayısı Temmuz 1994'de 271 iken 1997 sonunda

rağmen, ortalama karlılık Temmuz 1997’de %12 gibi yüksek düzeylerde seyretmiştir. Piyasa değerleri 8-10 milyar dolar olan Bradesco and Itau gibi en büyük iki özel bankanın borsa fiyatlarındaki çıkış, beklentilerin karların yükselmesi yönünde olduğunu göstermektedir (Grafik 2). 1994 sonundaki Meksika krizine kadar bu bankaların borsa fiyatları düşmemiştir. 1998 sonunda ise, bu bankaların borsa fiyatları, Temmuz 1994 seviyelerinin birkaç katı üstünde seyretmekteydi.

Grafik 2. Brezilya’nın En Büyük Bankalarının Hisse Fiyatları, Mayıs 1994 - Mayıs 1998



Boyd, Levine ve Smith’in (1996) çalışması enflasyon ile finans sektörünün özel sektöre verdiği krediler arasında negatif bir ilişki ortaya koymaktadır. 99 ülkeyi kapsayan çalışmada, 1960-89 yılları arasındaki enflasyon seviyelerine göre 4 gruba ayrılmış, ortalama enflasyon oranı %70 olan grupta finans sektörünün özel sektörden olan alacaklarının GSYİH’nin sadece %15’i olduğunu, buna karşılık ortalama enflasyon ora-

248’e düşmüştür.) ancak bunun Meksika krizi sonucunda ortaya çıkan Tekila Etkisinin etkisiyle yaşanan bir kredi patlaması (Real planın ilk 6 ayında vadesiz mevduatlar %165, vadeli mevduatlar %40 arttı ve bunun sonucu olarak bankaların verdiği krediler ilk 8 ayda %44 arttı) sonucu olduğu görülmektedir. (İstikrar paketinin doğrudan bir sonucu değildir.) Brezilya bankacılık sektöründeki gelişmelerin daha detaylı açıklaması Maliye Bakanlığı Ekonomik Politika Müsteşarlığı’nın “Restructuring of the Financial Sector” (de Barros, Loyola, Bogdanski, 1998) ve “Restructuring the Brazilian Banking System”, Brasilia, (de Barros ve de Almedia, 1996) ile Van Rijkeghem (1998)’de bulunabilir.

nı %5 olan grupta bu oranın %34 olduğunu ortaya koymaktadır.¹¹ Finans sektörünün özel sektöre verdiği krediler, ekonomik gelişmenin seviyesi, politik istikrar, kara borsa döviz kuru primi ve devletin harcamaları kontrol edildikten sonra da enflasyon ile istatistiki olarak önemli bir korelasyona sahiptir.

Diğer gelişen piyasalar ile karşılaştırıldığında, Türkiye'nin finansal aracılık konusunda daha alabileceği çok yol olduğu görülmektedir. Tablo 1'den de anlaşılacağı gibi Türkiye, 1997 yılında bu konuda 14 gelişen piyasa arasında en düşük ikinci sırada yer almıştır. Bu sayılardan karlılık açısından bir sonuç çıkarmak zor olsa da, finansal aracılık için hazır olan bankaların karlarının büyük ölçüde artabileceği açıktır.

Tablo 1. Gelişen Piyasalardaki Finansal Aracılık, 1997 (GSYİH %)

Arjantin	19	Endonezya	65
Türkiye	21	Güney Kore	71
Hindistan	25	Güney Afrika	73
Brezilya	26	İsrail	74
Mısır	38	Singapur	100
Filipinler	53	Tayland	103
Şili	56	Malezya	133

Kaynak: Uluslararası Para Fonu (IMF), Uluslararası Finans İstatistikleri (IFS), 1997.

V. Vade Farkı Yoluyla Faiz Etkisi

Bankalar, aracılığın gereği olarak, kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli borç verdiği için faizlerdeki değişimin bankaların kârlılığı üzerinde etkisi olacaktır. Faizlerdeki bir değişikliğin (azalmanın) etkisi iki şekilde anlaşılabilir. Birincisi, mevduatların vadesinin kısılması nedeniyle faiz harcamaları düşse de, faiz gelirleri aynı (yüksek) kalacaktır. Krediler ve menkul kıymetlerden gelen faiz geliri, vadeleri daha uzun olduğu için ancak daha sonra ayarlanabileceğinden, düşecektir. Böylece faizlerdeki bir düşüş sonucu bütün kontratlar enflasyon beklentisindeki değişikliği içeren yeni faizlerle yenilenene kadar, bankaların net faiz gelirlerinde bir artış görülecektir. Faizlerdeki değişimin etkisine bir başka bakış yolu da bankaların varlık ve yükümlülüklerinin iskontolu bugünkü değerlerinin (present discounted value, PDV) hesaplanmasıdır. Faizlerdeki bir düşüş hem varlıkların hem de yükümlülüklerin PDV'inde bir artışa yol açacaktır.

¹¹ Finansal alacaklar için IFS'in 32d satırını kullanılmıştır.

Mevcut bulunan yatırım araçları, üzerlerinde yazan oran değişmeyeceği için, faizlerdeki bir düşüşle daha değerli hale gelecektir ve piyasada geçerli olan faizin üzerinde bir getiri sağlayacaklardır. Bankalar kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli borç verdikleri için varlıkların PDV'si yükümlülüklerinkinden daha çok artacaktır.¹² Böylece bankalar faizlerin düşüşünden karlı çıkacaklardır. Dikkat edilecek olursa faizlerin etkisi konusunda bu iki bakış yolu da aynı sonucu vermektedir.

5.1. Vade Farkı Analizi

Bu yöntemle belli bir vadeye ait varlık ve yükümlülüklerin arasındaki fark hesaplanır. Fark büyükse faiz değişikliklerine daha fazla duyarlılık gösterir ve faizlerdeki bir düşüş faiz gelirinde artışa yol açar. Bu hesaplamada sadece faize duyarlı, yani getirisi enflasyona endekslenmemiş varlık ve yükümlülükler dikkate alınır. Zira, varlık ve yükümlülükler enflasyona endekslediği zaman ortaya çıkacak vade farkı faiz gelirinde değişikliğe yol açmayacaktır.

Varlıklar ve yükümlülükler arasındaki fark genelde sabitlenen döneme göre değişir. Bankalar kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli borç verdiği için kısa dönemlerde fark büyük olur; örneğin, genelde bir aydan kısa vadeli yükümlülükler aynı vadedeki varlıklardan daha fazladır. Diğer yandan yeteri kadar uzun dönemler için fark sifıra yaklaşır (toplam yükümlülükler toplam varlıklara eşitlenir). Uygulamada mecburen keyfi bir süre seçildiği için bu yöntem bankaların bilançosunun PDV'sindeki etkiyi inceleyen "süre analizi"nden (duration analysis) farklı sonuçlar verir.¹³

Çilli ve Kaplan (1997) fark dönemini altı ay olarak belirleyerek vade farkı analizini Türkiye'ye uygulamışlardır. Döviz cinsinden varlık ve yükümlülükler faiz oranları, enflasyon ve devalüasyon ile otomatik olarak belirlendiği için kullanılmamıştır. Hesaplamalarda TL varlıklarının %64'ü ve TL yükümlülüklerinin %88'inin 6 ay veya daha az vadeye sahip olduğunu bulurlar.¹⁴ Bu, 1996 fiyatları ile 800 trilyon TL'lik bir vade farkını göstermektedir. Buna dayanarak faizlerdeki %10'luk bir düşüşün net faiz gelirlerinde 80 trilyonluk, veya faize duyarlı yükümlülüklerin (bilanço dışı kalemler hariç) %2.6'sı kadar bir kazançta yol açacağı sonucuna varmışlardır. Aynı hesaplamalar repo gibi bilanço dışı kalemleri dahil edilerek de yapılmıştır. Yükümlülüklerin vadesini düşüren bu kalemler de katıldığıın-

¹² Örneğin, repo gibi çok kısa vadeli yükümlülüklerin değeri faiz değişiklikleri karşısında neredeyse hiç değişmez.

¹³ Bkz. Bölüm 5.2.

¹⁴ Veriler Aralık 1996'ya aittir.

da vade farkı beklenenden daha fazla çıkar. Bulunan vade farkı 3 katrilyon olup, bu da faizlerdeki %10'luk bir düşüşün net faiz gelirlerinde 300 trilyonluk bir artışa yol açacağı anlamına gelir.

Devlet ve özel bankalar için yapılan benzer uygulamalarda ise, bilanço dışı kalemleri de göz önüne alırsak, faizlerdeki %10'luk bir düşüşün, devlet bankaları için 136 trilyon TL'lik, özel bankalar için de 150 trilyon TL'lik net faiz geliri artışına yol açacağı görülmüştür.

Bu sonuçlar, söz konusu farka yıllık faiz uygulandığı için biraz yanıltıcı olmaktadır. Zira bu şekilde, 6 aylık süredeki vade uyumsuzluğunun bir faiz düşüşünü takip eden altı ay boyunca devam ettiği ve bu süreyi takip eden bir yıl için de devam edeceği varsayılmaktadır. Ancak, bu şekilde faiz gelirlerindeki değişim, söz konusu fark ile yıllık faiz oranının çarpımına eşit olur. Bir vade farkının bir yıldan uzun sürmesi durumunda ise net faiz gelirindeki artış daha büyük olacaktır. Diğer taraftan bir vade farkının kısa fark periyodları yerine yalnız altı aya yakın süreler için ortaya çıkması, net faiz gelirindeki değişimin daha az olmasına yol açar. Varlık ve yükümlülüklerin vade yapısının bütün olarak net faiz gelirleri üstünde bir etkisi vardır; ancak sadece tek bir fark periyodundaki vade farkına bakmak bu etkiyi göstermeyebilir.

Bu yönetime ilişkin bir başka sorun da faiz ödemelerinin yapısının yükümlülükler üzerindeki etkisiyle ilgilidir. Net faiz ödemeleri, faizlerin ve dolayısıyla faiz gelirinin gecikmeli olarak düşmesine bağlı olarak artar. Faiz gelirinin net bugünkü değerine katkısı ise, faiz ödemesinin vadesinden önce yapılıp yapılmamasına bağlıdır. Bu, vade farkı analizinde dikkate alınmamaktadır. Böylece aynı vade farkına sahip iki bankadan biri balon krediler¹⁵ verirken diğeri verdiği kredilerin ana parasını kredinin verildiği tarih ile geri ödeneceği tarih arasında amorti etse bile faiz oranındaki değişikliklerden aynı şekilde etkileniyor gibi gözükülecektir. Ancak eşit faiz değişiklikleri karşısında ödemelerin ortalama tarihi daha geç olduğu için, balon krediler veren bankanın net faiz gelirlerinin PDV'sinde daha büyük bir artış olacaktır.

Özetlemek gerekirse, yukarıdaki iki paragrafta anlatılanlar göstermektedir ki, vade farkı yöntemi her ne kadar faiz riskine karşı duyarlılığın bir göstergesini sağlaması açısından yararlı olsa da herhangi bir an için faiz riskinin kesin bir göstergesi olamamaktadır; örneğin, belli bir fark döneminde varlık ve yükümlülükler arasındaki farkın artması önemli bir işaret olabilir.

¹⁵ Düzenli ödemelerin sadece faiz ödemesi olduğu ve ana paranın vadenin sonunda ödendiği krediler.

5.2. Süre Analizi (Duration Analysis)

Faizlerdeki değişikliğin bankaların hisse değerlerinin büyüklüğüne olan etkisi süre analizi ile elde edilebilir ve yaklaşık olarak

$$-(d_A * A - d_L * L) * \frac{i}{(1 + i)}$$

şeklinde ifade edilebilir. (A varlıkları, L yükümlülükleri, d_A varlıkların "süresini", d_L yükümlülüklerin "süresini" ve i faiz oranını gösterir). Süre (duration), ödemelerin zamanını ölçer ve ödemelerin vadesinin ağırlıklı ortalaması olarak tanımlanır.¹⁶

Süre, bir varlık veya borcun faize olan duyarlılığını ölçmek için "vade"den daha iyi bir ölçüdür çünkü bütün para akışını hesaba katan bir ölçüdür. Yani, varlık veya borcun vadesinin yanı sıra faiz ödemelerini de içerir. Ancak bu yüzden de süreyi hesaplamak için gereken veriler daha fazladır ve teknik olarak daha zordur. Sabit getirili TL cinsinden varlık ve yükümlülüklerin 1996 yılı¹⁷ için vade yapısı Çilli ve Kaplan (1997)'de bulunabilir. Faiz ödemelerinin zamanları ile ilgili bilgi ise mevcut değildir.¹⁸

Süre analizi sadece faiz oranlarındaki küçük değişiklikler için geçerli olan bir yaklaşık hesaplama yöntemidir. Ele alınan durumda değişimler büyük olduğu için burada bir simülasyon yapılmıştır. Temel düşünce çok basittir. Bankaların varlık ve yükümlülüklerinin PDV'si yeni bir faiz oranı için tekrar hesaplanmaktadır. Bu yöntemin ayrıntıları ekte verilmektedir.

Yapacağımız analizde kullanacağımız veriler bazı kısıtlamalara rağmen, bir fikir verecektir. Birincisi, çoğunlukla repo olan bilanço dışı kalemlerin veriler arasında yer almamasıdır. Repolar kullanılan menkul kıymetlerin vadesinden daha kısa bir vadeye sahip oldukları için faizlerin düşüşünden kaynaklanan faydanın olduğundan az gözükmeye yol açacaktır. İkinci olarak, faiz getirmeyen varlıklar (nakit para ve munzam karşılıkları) ve yükümlülükler (vadesiz mevduat hesapları) kullandığımız veriler içerisinde yer almaktadır. Bu varlık ve yükümlülükler hem faiz getirmediği hem de kısa vadeli oldukları için, varlık ve yükümlülüklerin süresinin olması gerekenden daha kısa hesaplanmasına yol açacaklardır. Faiz getirmeyen TL varlıklar TL vadesiz mevduat hesaplarının yarısından az

¹⁶ Ağırlıklar bu ödemelerin PDV'lerine denk gelmektedir (Kohn, 1994).

¹⁷ Verinin alındığı Merkez Bankası anketine devam edilmediği için daha yakın tarihli veri bulunamamaktadır. Veriler gerçek vade yerine vadenin bitimine kadar olan süreyi ölçer.

¹⁸ Uzun vadeli borçlanmanın çoğu döviz cinsinden yapılmaktadır. Türkiye'de borçlanma için çok değişken bir faiz yoktur.

olması (Türkiye Bankalar Birliği (1996)) faizlerin düşüşünden kaynaklanan faydanın olması gerekenden daha yüksek hesaplanmasına yol açacaktır. Verilerdeki üçüncü sorun, analizimizde bütün kontratların ilk anlaşılan faizler ile gerçekleştirildiği varsayılmasıdır. Bir başka deyişle borçluların borçlarını önceden ödemesinin ve yeniden finanse etmelerinin mümkün olmadığı ve ödeme yükümlülüklerini yerine getirme durumlarının artmadığı varsayılmaktadır. İstiktar programını takiben eski kontratlardaki *ex post* reel faizin artacağı düşünülürse, kontratların yeniden yazılması ve ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilememesi olasılığının artması muhtemeldir ve bunlar bankalar için olumsuz gelişmelerdir. Analizimiz aynı zamanda bankaların faiz riskine karşı riskten korunma "hedge" olasılığını gözardı eder. Böyle bir "hedging", bankaların faiz değişiklikleri karşısında daha az kazanç elde etmesine yol açar. Dördüncü olarak da faiz ve anapara ödemelerinin yapısının bilinmemesinden söz edebiliriz. Süre analizi için gerçek yapıyı bilmek çok önemlidir çünkü balon krediler belli bir süreye amorti edilmiş borçlarla karşılaştırıldığında daha yüksek süreler bulunmasına yol açacaktır. Türkiye'deki borçların, devlet kağıtları da dahil olmak üzere, çoğunluğu balon kredi şeklinde olduğu için bu veri kısıtlaması sorununu önemsemeyebiliriz.¹⁹

Bu verileri kullanarak, varlık ve borçlar için balon yapısını varsayarak yaptığımız hesaplamalar sonucunda varlıkların süresini, *dA*, 4.5 ay, yükümlülüklerin süresini de, *dL*, 2.7 ay olduğu ortaya konuldu. Bankaların işlevi mevduat toplayıp onları kredi olarak vermek (*vade transformasyonu*) olduğu için yükümlülüklerin süresi varlıkların süresinden beklediğimiz gibi daha kısa çıkmıştır. Bu da bankaların faizlerdeki düşüşten faydalanacağı anlamına gelmektedir.

Bundan sonra ekte anlatılan yöntem kullanılarak faizlerdeki olası bir değişikliğin bankaların varlık ve yükümlülüklerinin *PDV*'si üstündeki etkisini hesaplayan bir simulasyon yapılmıştır. Buna göre aylık faizin %6.5'den %0.5'e düşmesi bankaların değerinde TL varlıkların %17'si kadar veya *GSYİH*'nin %4.2'si kadar bir artışa yol açacaktır.²⁰

Bulunan bu büyük etki sadece teorik midir? İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 11 banka için yapılan regresyon analizi bu büyük etkinin teorik olmadığını göstermektedir. Bankaların hisse senedi fiyatlarının aylık yüzde değişiminin aylık mevduat faizinin bir transformasyonu

¹⁹ Yükümlülük tarafında başka sorun yoktur: Bankanın bilançosunda mevduatlar ağırlıktadır ve bunlar doğal olarak balon yapısındadırlar. (Faizler sürekli birikir ve anapara ancak para çekildiğinde geri ödenir).

²⁰ Simulasyon tekniğinin ayrıntıları için bkz. Van Rijckeghem (1998)

üzerine yapılan regresyonda 6 banka için faizin katsayısı %5 seviyesinde istatistiki olarak önemlidir. $* i / (1 + i)$ 'in katsayıları 0.8 ile 2.1 arasında değişmektedir. Örneğin %100 seviyesindeki bir faiz oranında, faizlerdeki %1'lik bir artış, hisse senedi fiyatlarında %0.4-1 oranında bir düşüşe yol açacaktır. Şubat 1991 – Eylül 1997 dönemini kapsayan bu regresyonlarda beklenmeyen enflasyon²¹ ve borsanın genel hareketi, İMKB Sınai Endeksi'ne göre de kontrol edilmiştir.²²

VI. İstikrar Programının Türk Bankaları Üzerindeki Diğer Kısa Vadeli Etkileri

6.1. Bankalar ve Kurumların Finansal Durumlarıyla İlgili Süprizler

Enflasyon muhasebesinin uygulanmaması finansal raporlarda kazançların olduklarından fazla bildirilmesine yol açabilir. Tarihsel maliyet aşınması ve envanter hesaplanması dolayısıyla enflasyon, finansal raporlarda kazançların olduklarından fazla bildirilmesine yol açar. Hızlı aşınma hesabını kolaylaştıran hükümler sayesinde bu durum Türkiye için büyük bir sorun değildir. Yine de aşırı kazanç bildirimleri olduğu sürece kurumların ve bankaların gerçek finansal durumlarının ortaya çıkmasıyla borsadaki değerlerinin düştüğü görülebilir. Bu, piyasa tarafından henüz iskonto edilmiş enflasyonun etkisine bağlıdır. Bu konunun ele alındığı ABD ve Kanada gibi ülkelerde enflasyondan arındırılmış raporlamanın piyasa değerini çok etkilemediği görülmüştür; ancak, yüksek enflasyonlu bir ülkede sonuçlar farklı olabilir.

6.2. Sermaye Girişi

İstikrar programı sonucunda bankacılık sektörünün aracılığıyla ülkeye büyük miktarda sermaye girişi beklenir. Bu sermaye hareketi kısa vadede bankalara kar sağlasa da daha sonra bankaların duyarlılığını artırır.²³ Aynı şekilde para arzının bir nominal çıpa olarak kullanılması ve sermaye girişlerinin parasal sterilizasyona tabi tutulması durumunda, istikrar programı (istikrar programından önceki kontratların ex-post reel faizlerinin artmasının yanısıra) yeni kontratların reel faizlerinin daha yüksek olmasına yol açabilir. Her iki senaryo da bankalar için sorun yaratır.

²¹ Beklenmeyen enflasyon için Alper ve Üçer (1998) tarafından hesaplanan zaman serisi analizinin sonucunda geriye kalan hata serisi kullanılmıştır.

²² Daha fazla ayrıntı Van Rijckeghem (1998)'de verilmiştir. Güner and Danişoğlu-Rhoades (1998) de bu konuyu inceler ve benzer sonuçlar bulur.

²³ Dünya Bankası, 1997.

6.3. Reel Faiz Hareketleri

Bir istikrar programının ardından reel faizlerin uzun vadede düşmesi beklense de²⁴ para arzına dayalı istikrar planlarında olduğu gibi istikrar programının hemen ardından reel faizlerde sıkı para politikası sonucu bir artış görülür. Döviz kuruna dayalı istikrar programlarında ise reel faizlerin düşmesi beklenir.²⁵ Bu tür programlarda reel faizlerin artışı literatürde ikinci bir çıpa olarak para arzının kullanılmasına bağlanmıştır (Vegh, 1992). Yüksek reel faizler, borçluların yükümlülüklerini yerine getirememeye olasılığının arttırması nedeniyle bankalar için olumsuz sonuçlara yol açar, ancak yüksek reel faizlerin ekonominin geneli ve özellikle bankalar için oluşturduğu sonuçlar bu çalışmanın konusu dışındadır.

6.4. Üretimdeki Gelişmeler

Bu çalışmada ele alınmayan önemli bir başka konu da bir istikrar programının üretim üzerindeki genel etkileridir. Türkiye’de bankalar, GSYİH’nin büyük bir kısmını üreten büyük şirket grupları ile yakın ilişkilere sahiptir. Bu grupların istikrar programı karşısındaki tepkileri belki de bu çalışmada söz edilen öteki unsurlar kadar önemlidir, ancak bu çalışmanın konusu dışındadır. Genel olarak şunu önerebiliriz: İstikrar programının büyüme konusundaki sonuçları çok negatif değilse, bankaların bağlı oldukları holdinglerin durumları genelde çok bozulmayacağından, bu bankaların istikrar şokunu başarıyla atlatmaları beklenebilir.

VII. Sonuç

Bu makalede ele alındığı gibi, teorik çerçeve, ampirik bulgular ve Brezilya’da yaşananlar, istikrar programının bankacılık sektörü üzerinde varsayılanların aksine, bazı olumlu etkilerinde olabileceğini gösteriyor. Açık pozisyonlardan kazanılan risk primi ve vadesiz mevduatlardan elde edilen enflasyon gelirlerinin yok olmasıyla karlılıkta kalıcı düşüşler beklenebilir. Bu kayıp GSYİH’nin %1’i olarak tahmin edilebilir. Ancak, bu kayıpların yanında faizlerin düşmesi ile artan finansal aracılık dolayısıyla gelecek kalıcı kazançlar ve bankaların uzun vadeli borç verip kısa vadeli borçlanması sonucunda gelecek geçici kazançları ihmal etmemek gerekir. Bunların tam olarak ölçülmeleri zor olsa da, ihmal edilemeyecek kadar büyük olduklarını söylemek mümkündür. Türkiye–1997’de özel sektör kredisi-

²⁴ Risk primindeki düşüş sonucunda. Bkz. bir önceki bölüm.

²⁵ Bunun sebebi, başlangıçta enflasyonun döviz kurlarındaki değişimden daha az düşmesidir. Eğer faiz paritesi geçerli ise reel faiz düşer. Bkz. Vegh (1992)

nin GSYİH'ya oranının %21 olduğunu da düşünüldüğünde- gelişen piyasalar arasında en düşük finansal aracılık oranlarından birine sahiptir. Boyd, Levine ve Smith (1996)'in çalışmasına göre ise, enflasyon oranları ortalama %40'in üzerinde olan ülkeler diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında GSYİH'nin %17'si daha az (özel sektöre) kredi vermektedirler. Bu, en açık şekilde Türk banka sisteminin düşük enflasyon ortamındaki büyüme potansiyalini göstermektedir.

Faiz riskinin bir istikrar programını takip eden faiz düşüşü durumunda bankaların yararına işlediğini göstermek için yapılan ve borçların ödene-memesini, yeniden görüşülmesini, bilanço dışı kalemleri vs. dikkate alınan simülasyon bankaların karlarında GSYİH'nin %4.2'si kadar bir artış olacağı sonucunu vermektedir.²⁶ Faiz oranları ile bankaların hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki ise regresyon analizi ile doğrulanmakta ve bulunan katsayılar faizlerdeki %1'lik düşüşün bankaların piyasa değerlerinde %0.4-1.1'lik bir artışa yol açacağını göstermektedir. Ekonomik koşulların değişmesinin sonucu olarak kontratlar yeniden görüşülebileceği için faizlerdeki %100'lük bir düşüşün sonuçlarını incelemek yanıltıcı olsa da, bu bulgular bankalar için yukarıda bulunan GSYİH'nin %1'i kadarlık düşüşü en azından istikrar programını takip eden ilk yıl için dengeleyebilecek kadar büyük kar artışları anlamına gelmektedir.

Son olarak, Brezilya deneyimi incelendiğinde Brezilya'daki bir çok banka, enflasyondaki düşüş ve enflasyon sonucu bankalara olan transferlerdeki GSYİH'nin %4'ü kadar olan kayıpla başa çıkmış ve büyük özel bankalar borsadaki değerlerini koruyabilmişlerdir. Bazı bankalar ise iflas etmiş ve tasviye edilmişlerdir. Burada ilginç olan enflasyon vergisindeki kaybın bu iflasların en önemli sebebini oluşturmamasıdır. İstikrar programının sonucu olarak bir kredi patlaması yaşanmış, Meksika krizi ile beraber ödemeler dengesini koruma amacıyla uygulanan politikalar bu patlama ile birlikte para arzının kısılmasına yol açmış, bunun sonucunda da faizler yükselmiş, büyüme yavaşlamış ve bir çok kriz bu nedenle çıkmıştır. Buradan Türkiye'nin izlemesi gereken politika konusunda da bir ders çıkabilir: İktisat politikasını yapan merciler istikrar programının uygulanmasını takip eden dönemde dikkatli olmalı, kredi ve risk değerlendirme faaliyetlerini desteklemeli, kontrolsüz bir kredi patlamasını engelleyecek tedbirleri almalı ve ihtiyati kuralları ve uygulamaları artırmalıdır.

²⁶ Bu simülasyonlarda faizlerin yıllık %100'den %10'a düşeceği varsayılır.

Ek : Simulasyon Yöntemi

Ana parası m olarak gösterilen ve vadesi T zaman sonra gelecek olan bir borç ele alalım. Ödemelerin PDV'si (p_t) şöyle olacaktır:

$$\begin{aligned} p_1 &= i_0 * m / (1+i) \\ p_2 &= i_0 * m / (1+i)^2 \\ &\dots \\ p_T &= (1+i_0) * m / (1+i)^T \end{aligned}$$

Burada i_0 borçlanılan faizi, i ise, piyasada o anda geçerli olan faiz oranını gösterir. Burada düz bir getiri eğrisi varsayılmıştır (aynı faiz bütün vadeleri iskonto edebilir). Eğer bütün borçların "balon" şeklinde olduğunu (balloon payments: tamamı son vadesinde ödenen borç) ve borç faiz oranının vadeler arasında aynı olduğunu varsayarsak borçları (m) bir araya getirerek vadesi t olan bütün borçları M_t olarak göstermek mümkündür. O zaman ödemeler şu şekilde olacaktır:

$$\begin{aligned} P_1 &= [(1+i_0) * M_1 + i_0 * M_2 + \dots + i_0 * M_T] / (1+i) \\ P_2 &= [(1+i_0) * M_2 + \dots + i_0 * M_T] / (1+i)^2 \\ &\dots \\ P_T &= (1+i_0) * M_T / (1+i)^T \end{aligned}$$

M_t üzerine veri bulunabilirse bu P_t 'leri hesaplamak kolaydır ve değişik i değerleri için simulasyon yapılabilir. Sürenin hesaplanması da şöyledir:

$$d = (1 * P_1 / P) + (2 * P_2 / P) + (3 * P_3 / P) + \dots + (T * P_T / P)$$

$$P = P_1 + P_2 + \dots + P_T$$

Kaynakça

- Aleskerov, Fuad, et al., “Clustering Turkish Commercial Banks According to Structural Similarities,” Yapı ve Kredi Bank Research Department Discussion Paper Series No. 97-2, 1997
- , “Structural Similarities of Turkish Commercial Banks,” mimeograph, 1998
- Alexeev, Michael V. and Clifford G. Gaddy, “Income Distribution in the U.S.S.R. in the 1980s,” Review of Income and Wealth, V, 39, No. 1, March 1993
- Alper, Emre, and Murat Uçer, “Some Observations On Turkish Inflation: A Random Walk Down the Past Decade,” 23 Ocak 1998 tarihinde Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi ve Ekonometri Merkezi (CEE) tarafından düzenlenen “Stabilization in an Emerging Market: The Case of Turkey” (Gelişen Bir Piyasada İstikrar Programı: Türkiye Örneği) Konferansı’nda sunulan çalışma ve forthcoming in Bogazici Journal.
- Banks Association of Turkey, “Banks in Turkey, 1996 and 1997”, Istanbul, 1997-1998.
- Boyd, John H., et al., “Inflation and Financial Market Performance,” Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Working Paper 537D, October 1996
- Cilli, Huseyin and Cafer Kaplan, “Analyzing the Impact of Disinflation on the Banking System: A Conceptual Note,” mimeograph, Central Bank of Turkey, November 1997
- Cowell, F. and Mehta, F., “The Estimation and Interpolation of Inequality Measures, Review of Economic Studies”, V. 49, pp. 273-290, 1982
- De Barros, J.R.M., et al., “Restructuring of the Financial Sector” Ministry of Finance’s Secretariat of Economic Policy internet communication www.fazenda.gov.br/ingles/irestru.html, February 1998
- De Barros, J.R.M. and M.F. Almeida, “Restructuring the Brazilian Banking System,” Ministry of Finance’s Secretariat of Economic Policy mimeograph, Brasília, August 1996
- Folkerts-Landau and Peter M. Garber, “Derivative Markets and Financial System Soundness,” IMF, 1997
- Guner, Nuray and Seza Danisoglu-Rhoades, “Interest and Exchange Rate Sensitivity and the Stock Returns of Turkish Commercial Banks,” paper presented at the Second METU/ERC International Conference on Economics, September 1998.
- Karakullukcu, Memduh, “An Institutional Analysis of Domestic Debt Pricing in Turkey: Seeking a Structural Solution to a Structural Problem”, mimeograph, 1998
- Kohn, Meir, “Financial Institutions and Markets”, McGraw-Hill, New York, 1994
- McDonald, J. and Ransom, M.R., “Functional Forms, Estimation Techniques and the Distribution of Income”, Econometrica, V. 47, No. 6, 1979, pp. 1513-1525.
- Santoni, G. J., “The Effects of Inflation on Commercial Banks,” Federal Reserve of St. Louis Review, V. 68, No. 3, March 1986, pp. 15-26
- Siegel, S. and Castellan, N.J. Jr., “Nonparametric Statistics for the Behavioral Sciences”, second edition, McGraw Hill, New York, 1988
- Van Rijckeghem, “The Impact of Stabilization on the Profitability of the Turkish Banking Sector: How Concerned Should Banks Be?” The Banks Association of Turkey Working Paper No, 1998/2, July 1998
- Vegh, C.A., “Stopping High Inflation: An Analytical Overview,” IMF Staff Papers, September 1992
- World Bank, “Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration”, Oxford University Press, Oxford, 1997
- Zettelmeyer, Jeromin, “Can Favorable Political Outcomes be Bad News for banks? Some Simple Theory, and an Application to the Russian Presidential Election,” mimeograph, International Monetary Fund, September

DOĞU ASYA EKONOMİLERİNDEKİ FİNANSAL KRİZİN NEDENLERİ VE ETKİLERİ

Kasım EREN*

Özet

1997 yılında dünya ekonomisi Doğu Asya ülkelerinin ekonomik krizine tanık olmuştur. Bölgenin çoğu ülkeleri bu gelişmeden önemli ölçüde etkilenmişlerdir. Bu çalışmada Doğu Asya krizinin neden ve etkileri incelenecektir. Bu nedenle kriz öncesi dönemi göz önüne almak yararlı olacaktır. Buna koşut olarak Doğu Asya'nın gelişmekte olan ülkelere sermaye akımı ve ekonomik göstergeleri değerlendirilecektir.

I. Giriş

Asya ve Latin Amerika'nın gelişmekte olan ülkelere 1990-94 yılları arasında, sermaye hesapları dengesi ile ölçülen yaklaşık 670 milyar \$ yabancı sermaye akımı olmuştur. Bu rakam, borç krizinin ve bu ülkelerin çoğunun uluslararası sermaye piyasalarına girmediği veya çok az yer alabildiği önceki beş yıllık dönemin 133 milyar \$'lık düzeyinin yaklaşık beş katıdır. Aralık 1994'teki Meksika kriziyle birlikte, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımında önemli azalmalar olmasına rağmen, bir çok durumda sermaye akımları devam etmiştir (Calvo vd.).

**Tablo-1: Yıllık Uzun Dönemli Özel Sermaye Akımları (Bölgelere göre)
(Milyar\$)**

Bölge	1978-81	1982-89	1990	1991	1992	1993
Sahra Afrikası	4.7	2.5	0.9	1.5	0.7	2.1
Doğu Asya ve Pasifikler	7.9	9.6	20.5	25.6	42.5	62.8
Latin Amerika ve Karaibl.	28.9	10.3	10.7	22.8	27.9	57.7
Orta Doğu ve K. Afrika	4.1	3.5	0.2	-0.1	1.6	1.6
Güney Asya	0.7	2.8	2.6	3.0	1.8	5.6
Avrupa ve Orta Asya	7.3	5.8	9.6	4.6	24.3	27.8

Kaynak: Eduardo-Fernandez Arias and Peter J. Montiel, "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview," The World Bank Economic Review, Vol.10, January 1996.

* Yıldız Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, İstanbul.
Tel: (212) 2597070/2465 & 2793 Kasim.Eren@yildiz.edu.tr & erenk@yildiz.edu.tr

1990'larda uluslararası sermaye akımlarını teşvik eden faktörler şöylece özetlenebilir:

- 1- Dünyada faiz hadlerinde devam eden düşüş,
- 2- Amerika Birleşik Devletleri Japonya ve Avrupa'nın çoğu ülkesindeki durgunluk,
- 3- Çoğu ağır borçlu ülkelerin yabancı kreditorleri ile ilişkilerinin ilerletilmesinde ortaya koydukları gelişme,
- 4- Ticaret ve sermaye piyasalarının liberalizasyonunu da kapsayan piyasa reformu yanında sağlam para ve maliye politikalarının benimsenmeye başlanması (Calvo vd.).

Sermaye akımlarının nedenlerini anlamak ve belki krizin nedenlerini de ortaya koymak için ortak ve farklı özelliklerini değerlendirmek gerekli ve belki de krizin nedenlerini ortaya koymak için bölge ülkelerinin ortak ve farklı özelliklerini değerlendirmek gereklidir.

II. Doğu Asya Ülkelerinin Ortak Özellikleri

2.1. Yüksek Büyüme Hızları:

Asya ülkeleri, geçen on yıl içerisinde yüksek büyüme hızları gerçekleştirmişlerdir. Buna, yüksek yatırım oranları ve tasarruf oranları eşlik etmiştir.

Tablo-2: Asya Ülkelerinin Reel Ekonomik Büyüme Hızları (GSYİH) (%)

	1975-82	1983-89	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Kore	7.0	9.6	9.5	9.1	5.1	5.8	8.6	8.9	7.1	6.0
Endonezya	6.2	5.5	9.0	8.9	7.2	7.3	7.5	8.2	8.0	5.0
Malezya	7.1	5.4	9.6	8.6	7.8	8.3	9.2	9.5	8.6	7.0
Filipinler	5.6	1.1	3.0	-0.6	0.3	2.1	4.4	4.8	5.7	4.3
Singapur	8.0	6.9	9.0	7.3	6.2	10.4	10.5	8.8	7.0	7.2
Tayland	7.0	8.1	11.6	8.1	8.2	8.5	8.9	8.7	6.4	0.6
Hong Kong			5.0	6.2	6.2	5.5	3.9	5.0	5.3	
Çin	6.0	10.7	3.8	9.2	14.2	13.5	12.6	10.5	9.6	8.8
Tayvan	8.5	9.2	5.4	7.6	6.8	6.3	6.5	6.0	5.7	6.7

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, December 1997'den aktaran Dış Ticaret Müsteşarlığı, "Asya Krizi," Dış Ticaret Dergisi, Mart 1998; Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s," Journal of Economic Perspectives.

2.2. Yüksek Tasarruf ve Yatırım Oranları:

Bölge ülkeleri krizden önceki on yılda dikkat çekici yatırım oranları gerçekleştirmişlerdir. Yüksek yatırım oranları yüksek büyüme hızının elde edilmesine katkıda bulunmuştur.

Tablo-3: Yatırım ve Tasarruf Oranları (GSYİH'nin %'si) I: Yatırım oranları S: Tasarruf oranları

	1990		1991		1992		1993		1994		1995		1996		1997	
	I	S	I	S	I	S	I	S	I	S	I	S	I	S	I	S
Kore	36.9	35.7	38.9	35.7	36.6	34.9	35.1	34.9	36.1	34.6	37.1	35.1	38.4	33.6	35.0	33.1
Endonezya	36.2	31.8	35.6	31.1	35.9	33.4	29.5	28.7	31.1	29.5	31.9	27.7	30.8	27.5	31.6	28.0
Malezya	31.3	29.1	37.3	23.2	33.5	30.1	37.8	27.7	40.4	33.8	43.5	34.7	41.5	37.8	42.8	39.3
Filipinler	24.2	17.9	20.2	17.8	21.3	18.2	24.0	17.3	24.1	20.3	22.2	17.2	24.0	19.4	24.8	18.8
Singapur	35.9	45.3	34.2	46.6	36.0	48.4	37.7	46.2	32.7	50.8	33.1	51.1	35.1	51.3	37.4	51.3
Tayland	41.1	32.3	42.8	34.8	40.0	33.7	39.9	34.3	40.3	33.9	41.6	33.3	41.7	33.2	35.0	32.6
Hong Kong	27.4	35.9	27.2	33.8	28.5	33.8	27.5	35.7	31.9	33.8	34.9	31.9	32.4	30.0	35.1	31.3
Çin	34.7	37.8	34.8	37.8	36.2	37.3	43.5	41.3	40.9	42.0	40.2	40.2	38.7	39.3	37.6	41.2
Tayvan	23.1	30.5	23.3	30.3	24.9	28.9	25.2	28.7	23.9	27.0	23.7	26.7	21.2	25.9	22.2	25.4

Kaynak: Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s," Journal of Economic Perspectives.

2.3. Düşük Enflasyon Hızı:

Yüksek büyüme hızına rağmen, bölge ülkelerinde makul bir enflasyon hızı ile karşılaşmaktayız. Yüksek tasarruf oranları bu gelişime katkı sağlamıştır.

Tablo-4: Enflasyon Hızı (%)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Kore	9.30	6.22	4.82	6.24	4.41	4.96	4.45
Endonezya	9.40	7.59	9.60	12.56	8.95	6.64	11.62
Malezya	4.40	4.69	3.57	3.71	5.28	3.56	2.66
Filipinler	18.70	8.93	7.58	9.06	8.11	8.41	5.01
Singapur	3.40	2.32	2.27	3.05	1.79	1.32	2.00
Tayland	5.70	4.07	3.36	5.19	5.69	5.85	5.61
Hong Kong	11.60	9.32	8.52	8.16	8.59	6.30	5.83
Çin	3.50	6.30	14.60	24.20	16.90	8.30	2.80
Tayvan	3.63	4.50	2.87	4.09	3.75	3.01	0.90

Kaynak: Giancarlo Corsetti vd., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," 1998.

2.4. Cari İşlemler Bilançosu Açıkları:

Bölge ülkelerinin (Singapur ve Tayvan hariç) kriz öncesi cari işlemler bilançoları açık vermiş; ancak bu açıklar her yıl yüksek düzeyde olmamıştır. 1990-97 yılları arasında bu açıklar GSYİH'nın oranı olarak Kore'de %5'ten az, Endonezya'da %1-%4, Malezya'da %2-%9, Filipinler'de %2-%6, Tayland'da %2-%8 arasında gerçekleşmiştir. Cari açıklara genel olarak dış ticaret bilançosu açıkları eşlik etmiştir. Bu noktada söz konusu açıkların nasıl finanse edildiği sorusu akla gelebilir. Bu konu daha sonra açıklanacaktır.

2.5. Açık Ekonomi:

Doğu Asya ülkeleri dışa dönük ekonomi politikaları izlemişlerdir. Bu politikalar, ekonominin dışa açıklığını tedrici olarak artırmıştır. Tablo-6'daki veriler bazı bölge ülkelerinin ticari ve finansal açıklık oranlarını, Tablo-5 ise gelişmekte olan 88 ülke ortalamasını göstermektedir. Veriler, bu ülkelerin finansal açıklıklarının ticari açıklıklarının gerisinde kaldığını işaret etmektedir.

Tablo-5: Ticaret ve Brüt Sermaye Akımları Rasyoları (Yıllık ortalama ve GSYİH'nın %'si olarak)

	Ticaret rasyosu 1980-89	Sermaye akım rasyosu 1980-89
Kore	38.57	5.42
Endonezya	25.99	4.96
Malezya	62.43	9.10
Filipinler	28.51	7.94
Tayland	31.48	6.20
Ortalama	44.89	11.90

Not: Sermaye akım rasyosu sermaye giriş ve çıkış miktarları ortalamasının GSYİH'ya oranını gösterirken, ticaret rasyosu aşağıda (bkz Tablo-6) tanımlandığı şekilde, açıklığı göstermektedir.

Kaynak: Peter J. Montiel, "Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates", The World Bank Economic Review.

Doğu Asya ülkeleri sermaye hareketleri ve iç pazarların yabancılara açılmasında farklı yollar izlemişlerdir. **Endonezya**'nın son yirmi yıldır açık hesabı vardır. Bununla birlikte, 1980'lerin ortalarında, ekonomiyi petrol ihracatına olan yüksek bağımlılıktan uzaklaştırmak için yapılan bir dizi reformların bir parçası olarak, yabancılara yerli senetleri alma olanakları genişletilmiştir. Kronik yüksek faizler, finansal sektör liberalize edildikçe, kısa vadeli sermaye girişlerine neden olmuştur. **Malezya ve Tayland** sermaye hareketlerini 1980'lerde liberalize etmiş ve büyük miktarda dolaysız yabancı sermayeyi (FDI) çekmeyi başarmıştır. **Filipinler** sermaye akımlarını liberalize etmeye 1970'lerde başlamış, ama büyüme ve ihracatın artırılmasında komşu ülkelere daha az başarılı olduğu için 1980'lerde aşırı borç problemine yakalanmıştır. **Kore** görece olarak kişi başına daha yüksek gelir düzeyini elde ettikten sonra, sermaye hareketleri ve piyasanın yabancılara açılmasında daha ihtiyatlı davranmış ve piyasayı yabancılara açmadan önce, ulusal sermaye piyasalarının gelişmesini teşvik etmiştir (Managing Capital...).

Tablo-6: Açıklık ((İhracat+İthalat)/2 GSYİH'nin %'si olarak)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Kore	30.04	29.38	29.38	29.04	30.47	33.59	34.36	38.48
Endonezya	26.30	27.18	28.23	25.26	25.94	26.98	26.13	28.22
Malezya	75.23	86.52	76.64	87.72	92.15	97.42	91.50	93.55
Filipinler	30.40	31.09	31.58	35.58	36.98	40.26	44.90	54.20
Tayland	37.76	39.24	38.98	39.69	40.99	44.88	42.19	46.69
Hong Kong	129.93	135.28	140.37	137.18	138.92	151.67	142.28	132.68
Tayvan	44.27	45.14	42.34	43.29	43.16	47.80	46.63	48.07

Kaynak: Giancarlo Corsetti vd., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," 1998.

2.6. Aşırı Değerlenmiş Kurlar:

1990-96 döneminde, bölge ülkeleri (Kore ve Tayvan hariç) aşırı değerlenmiş kur politikaları izlemişlerdir. Krizin ortaya çıktığı 1997 yılında, reel kambiyo kurları (para değerleri) hızla düşmüştür (bkz Tablo-10).

III. Doğu Asya Ülkelerinde Ekonomik Farklılıklar

3.1. Dış Borç:

GSYİH'nin %'si olarak dış borç rasyosu, 1990-96 döneminde değişkenlik göstermiş ve bunun yanında bölge ülkelerinde farklı oranlarda ortaya çıkmıştır. 1990 ve 1996 yıllarında sırasıyla Kore'de %14 ve %28, Endonezya'da %66 ve %57, Malezya'da %36 ve %40, Filipinler'de %69 ve %50, Singapur'da %11 ve %10, Tayland'da %33 ve %50, Tayvan'da %11 ve %10 düzeyinde gerçekleşmiştir (Corsetti vd.).

3.2. Kısa Vadeli Borçların Rezervlere Oranı:

Bölge ülkelerinin çoğu ağır dış borç sorunları ile karşılaşır iken, bir kısmının böyle bir sorunu olmamıştır.

Tablo-7: Kısa Vadeli Borçlar, Dünya Bankası Verileri
(rezervlerin %'si olarak)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Kore	72.13	81.75	69.62	60.31	54.06	171.45	203.23
Endonezya	149.28	154.62	172.81	159.70	160.36	189.42	176.59
Malezya	19.54	19.05	21.12	25.51	24.34	30.60	40.98
Filipinler	479.11	152.31	119.37	107.68	95.00	82.85	79.45
Singapur	2.65	2.67	2.35	2.04	1.75	1.78	2.60
Tayland	62.55	71.31	72.34	92.49	99.48	114.21	99.69
Hong Kong	23.52	21.78	18.38	17.09	16.49	14.16	22.35
Çin	31.49	24.68	66.76	68.33	33.04	29.62	23.74
Tayvan	21.56	20.21	21.00	23.64	21.76	21.64	21.31

Kaynak: Giancarlo Corsetti vd., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," 1998.

IV. Krizin Ardındaki Faktörler

Cari işlemler bilançoları açık vermekle birlikte, bölge ülkeleri, ödemeler bilançosu açığı sorunu yaşamaksızın, çok yüksek büyüme hızları gerçekleştirmişlerdir. Sermaye girişleri, özellikle dolaysız yabancı sermaye yatırımları (FDI), sermaye hesaplarının fazla vermesine neden olmuş ve cari işlemler bilançosu açıkları bu fazlalıklar ile dengelenmiştir.

Tablo-8: Ödemeler Bilançosu (BOP) ve Cari İşlemler (CA) (Milyon \$)

	1991		1992		1993		1994		1995		1996		1997	
	BOP	CA	BOP	CA	BOP	CA	BOP	CA	BOP	CA	BOP	CA	BOP	CA
Kore	-1147	-8317	3724	-3944	3009	990	4614	-3867	7039	-8507	1416	-23006	-22979	-8167
Endonezya	1528	-4260	2070	-2780	594	-2106	784	-2792	1573	-6431	4503	-7663	-7189	-4816
Malezya	1236	-4183	6618	-2167	11350	-2991	-3160	-4520	-1765	-7362				
Filipinler	1755	-1034	1689	-1000	336	-3016	2327	-2950	1235	-1980	4338	-3953	-3094	-4303
Singapur	4197	4918	6100	5958	7578	4272	4736	11453	8599	14361	7396	14723	7940	14803
Tayland	4619	-7572	3029	-6304	3907	-6364	4169	-8086	7159	-13554	2167	-14692	-18250	-2917

Kaynak: IMF, International Financial Statistics, August 1998.

Doğu Asya ülkelerinin cari işlemler açıkları, bu ülkelerin yüksek tasarruf oranlarına sahip olmaları nedeniyle, bir sorun olarak düşünülmemiştir.

Bu değerlendirme doğal olarak şu varsayıma dayanmaktadır: Bu ülkelerdeki büyük yatırımlar, uzun dönemde cari açıkları fazlalara dönüştüreceklerdir (Hahnemann and Jessen). Dikkate değer husus, dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının (FDI) cari işlemler bilançosu açıklarının finansmanını kolaylaştırmış olmasıdır. Bu ülkeler, ekonomik yapısı dışa dönük olan ülkelerdir ve devam eden büyüme hızları ve makul enflasyon oranları, sermaye girişlerine yardım etmiş, bu nedenle sorunun fark edilmesini geciktirmiş olabilir. Krizin ilk olarak ortaya çıktığı ülkelerde (Tayland, Endonezya, Malezya), 1997 yılında, cari açıkların finansmanına sermaye girişlerinin katkı oranı, çok yüksek düzeylere çıkmıştır.

Tablo-9: Yabancı Yatırımların Cari İşlemler Bilançosu Açıklarının Finansman Oranı (Açıkların %'si olarak)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Kore	45.16	14.19	18.43	-59.39	20.92	20.88	10.11	34.82
Endonezya	36.58	34.79	63.92	95.16	75.54	67.58	80.83	97.11
Malezya	268.05	95.58	239.18	180.13	98.27	90.10	110.84	139.28
Filipinler	19.67	52.61	22.80	41.05	53.93	74.65	38.38	29.12
Tayland	33.57	26.60	33.52	28.35	16.90	15.26	15.90	103.84

Kaynak: Giancarlo Corsetti vd., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," 1998.

Asya'daki krizin ardındaki ortak unsurlar kur politikaları ve finansal olmayan özel sektörün aldığı yabancı borçlardır (Hahnemann and Jessen).

4.1. Aşırı Değerlenmiş Kur Politikaları:

Doğu Asya ülkeleri dolara karşı sabit kur politikaları izlemekteydiler. Japon yeninin dolara karşı değer kazanması ile, bölge ülkelerinin paraları, başta önemli ticaret ortakları olan Japon parası olmak üzere diğer paralara karşı değer kazandı. Böylece kambiyo politikası, bu ülkelerin rekabet edebilirliğini olumsuz etkilemiş oldu. Rekabet olanaklarının azalmasında bir başka faktör, Hindistan ve Çin'in düşük ücretli imalat sanayi ile artan rekabetçiliğidir.

Tablo-10, baz yıl olan 1990 yılından 1996 yılına kadar reel kambiyo kurlarının (Kore ve Tayvan hariç) bölge ülkelerinde yükseldiğini (ulusal paranın değerlendirildiğini) göstermektedir. Söz konusu dönemde Kore ve Tayvan, reel kurların düştüğü daha esnek kambiyo politikası izleyen ülkeler olmuşlardır.

Tablo-10: Reel Kambiyo Kurları (Yıl sonu verileri)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Kore	96.00	91.50	87.70	85.20	84.70	87.70	87.20	58.60
Endonezya	97.40	99.60	100.80	103.80	101.00	100.50	105.40	62.40
Malezya	97.00	96.90	109.70	111.00	107.10	106.90	112.10	84.90
Filipinler	92.40	103.10	107.10	97.40	111.70	109.60	116.40	90.90
Singapur	101.20	105.70	106.00	108.60	111.90	112.70	118.20	114.40
Tayland	102.20	99.00	99.70	101.90	98.30	101.70	107.60	72.40
Hong Kong	99.70	103.90	108.50	116.00	114.50	116.00	125.80	138.40
Tayvan	96.50	95.70	95.70	91.40	92.60	90.40	89.60	89.20

Kaynak: Giancarlo Corsetti vd., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," 1998.

Genel olarak, ulusal para değerinin yükselmesi, cari işlemler bilançosu açıklarının artması ile bağlantı içinde olmuştur. Çin ve Tayvan gibi ülkeler cari işlemler fazlaları sergilerken, paralarını aşırı değerli kılan ülkeler genellikle, cari işlemler bilançolarının daha da bozulduğunu görmüşlerdir. Parayı istikrarlı tutma kararı, büyük miktarda sermayenin, elverişli faiz farkı ile cezbedilmesini sağlamış ve düşük kambiyo riski beklentisine neden olmuştur. Bunun sonucunda büyük miktardaki reel değerlenme, bölge ülkelerinde büyük ve artan cari işlemler bilançosu açıklarına neden olmuştur (Corsetti vd.).

4.2. Finansal Olmayan Özel Sektörün Yüksek Miktarlı Yabancı Borçları:

Sabit kur politikasına duyulan güven; özel sektörün (ödünç alanların), kur riskini hesaba katmaksızın, faiz farkı avantajından yararlanarak finansal gereksinimlerinin bir kısmını karşılamak amacıyla dolar bazında düşük faizli borçlanmasına neden olmuştur. Bölgenin büyük cari işlem açıklarını finanse eden sermaye girişlerine, geniş ölçüde yerel bankalar aracılık etmişlerdir. Özellikle, yerel bankalar yabancı bankalardan borç almış ve yerli firmalara plase etmiş; bunlar (yerli firmalar) finansal güçlüklerle karşılaştıklarında, yerli bankalar geri dönmeyen senetler (krediler) ve kısa vadeli kambiyo yükümlülükleri (sorunu) ile karşı karşıya gelmişlerdir (Corsetti vd.). Sabit kur politikası terk edilmek zorunda kalınca, ulusal para cinsinden yabancı borçlardaki artışla birlikte ortaya çıkan finansal olmayan özel sektördeki kâr düşüşü zincirleme reaksiyon başlatmıştır. Sorumluluk, geri dönmeyen krediler şeklinde bankalara yayılmıştır. Kriz, hem finansal sistemdeki ve hem de bölge ülkelerindeki otoritelerin finan-

sal denetimlerindeki zayıflığı ortaya çıkarmıştır (Hahnemann and Jessen).

Tablo-11: Özel Sektöre Banka Kredileri (GSYİH'nın %'si) ve Geri Dönmeyen Krediler

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	NPL*
Kore	52.54	52.81	53.34	54.21	56.84	57.04	61.81	69.79	8%
Endonezya	49.67	50.32	49.45	48.90	51.88	53.48	55.42	69.23	13%
Malezya	71.36	75.29	74.72	74.06	74.61	84.80	93.39	106.91	10%
Filipinler	19.17	17.76	20.44	26.37	29.06	37.52	48.98	56.53	14%
Singapur	82.20	83.34	85.06	84.14	84.21	90.75	95.96	100.29	4%
Tayland	64.30	67.70	72.24	80.01	91.00	97.62	101.94	116.33	13%
Hong Kong		141.84	134.20	140.02	149.00	155.24	162.36	174.24	3%
Çin	85.51	87.87	86.17	95.49	87.12	85.83	91.65	101.07	14%
Tayvan	100.41	108.99	126.43	137.23	146.89	149.49	146.05	146.23	4%

* Geri dönmeyen krediler (1996'daki toplam borçların oranı olarak)

Kaynak Giancarlo Corsetti vd., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," 1998.

Tablo-12: Yabancı Yükümlülükler ve Varlıklar (milyar \$)

	1993	1994	1995	1996	1997
Kore					
Net Yükümlülükler	30.02	40.43	58.16	80.08	62.50
Net Yükümlülükler (bankalar)	20.88	29.24	43.83	59.47	39.56
Endonezya					
Net Yükümlülükler	24.63	31.23	37.45	44.21	51.21
Net Yükümlülükler (bankalar)	6	9.13	12.08	12.52	15.84
Malezya					
Net Yükümlülükler	-3.21	4.15	5.72	8.41	16.01
Net Yükümlülükler (bankalar)	-5.53	2.36	2.76	4.25	13.01
Filipinler					
Net Yükümlülükler	0.80	-0.21	0.73	5.67	6.91
Net Yükümlülükler (bankalar)	0.39	0.17	0.92	4.58	3.72
Singapur					
Net Yükümlülükler	78.37	94.57	111.77	109.42	81.18
Net Yükümlülükler (bankalar)	84.19	101.40	118.19	116.32	87.33
Tayland					
Net Yükümlülükler	29.72	47.40	80.37	90.27	69.84
Net Yükümlülükler (bankalar)	22.22	39.43	69.94	78.05	59.90
Hong Kong					
Net Yükümlülükler	122.98	148.77	183.31	185.60	174.83
Net Yükümlülükler (bankalar)	152.78	183.95	215	219.34	218.48
Çin					
Net Yükümlülükler	-0.57	-3.49	9.63	13.21	23.68
Net Yükümlülükler (bankalar)	-11.38	-15.94	-3.54	-1.67	9.36
Tayvan					
Net Yükümlülükler			-13.90	-14.69	-14.04
Net Yükümlülükler (bankalar)			-9.13	-9.44	-8.14

Kaynak: Bank of International Settlements (BIS): International Banking and Financial Market Developments'ten aktaran Giancarlo Corsetti vd., "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?," 1998.

V. Krizin Doğu Asya Ülkelerinin Kambiyo Politikalarına Etkisi

Doğu Asya'nın iyi politika geçmişi, dinamik büyümesi, göze çarpan ihracat performansı ve özel sektöre duyulmakta olan güven, uluslararası yatırımcılar arasında bu ülkelere karşı yüksek bir güven ortamı yaratmıştır.

(Managing Capital...). Daha fazla sermaye girişi, (ulusal para cinsinden) daha fazla banka kredileri, daha yüksek yatırım oranı ve daha yüksek büyüme hızı şeklindeki geri-besleme sistemi, güven sağlayan faktörlerin ortadan kalkmasıyla kısır döngü haline dönüşmüştür.

Sermaye girişi teşvik edilirken; aşırı değerlendirilmiş ulusal paralar, ülkelerin rekabet edebilirliğini azaltmış ve ihracata dönük sektörler aldıkları kredilerin geri ödenmesinde sorunlarla karşılaşmıştır. Sabit kur politikası terk edilince ve büyük oranlı devalüasyon gerçekleşince, yabancı yatırımcılar yüksek sermaye kârlılığı ve ülke politikalarına olan güvenden kaynaklanan motivasyonlarını kaybetmişlerdir.

Bu süreçte Doğu Asya ülkeleri farklı strateji ve araçlar kullanmışlardır (Hahnemann and Jessen): Mayıs 1997’de **Tayland**, kambiyo piyasasında Tayland **bahtını** geçici olarak güçlendiren para sınırlamasını başlatmıştır. Bu ülke Haziran 1997’de sabit kur politikasını terk etmiştir. **Filipinler** dolar kurunun daha esnek olmasına izin vermiştir. Ekim 1997’de Filipinler merkez bankası **pesonun** dolara karşı bir bant içerisinde dalgalandığı bir sistemi başlatmış ve kambiyo piyasasına müdahalesini devam ettirmiştir. **Malezya** kur istikrarından çok yurt içi faiz hadlerinin düzeyini normalleştirilmeye öncelik vermiştir. Bunun bir nedeni görece makul dış borçtur. Böylece özel sektör kur dalgalanmalarıyla daha az karşı karşıya kalır. Haziran 1997’de parayı destekleme müdahalesi ertelenmiş ve kısa vadeli faizler kriz öncesi düzeye inmiştir. Bu politikanın sonucu, artan kur değişkenliği olmuştur. **Endonezya** kambiyo krizine kısa vadeli faiz hadlerini yükselterek ve sonradan **rupiahın** dalgalanma bandının genişleterek reaksiyon (yanıt) vermiştir. Ağustos 1997’de Endonezya dalgalanma bandını terk etmeye mecbur olmuştur. **Singapur** krizden kısmen etkilenmiştir. Kısa vadeli faiz hadlerinde büyük bir değişim olmamış ve kambiyo kurundaki değişkenlik ihmal edilecek boyutta kalmıştır. Tayvan ve Kore paraları (Tayvan **doları** ve Kore **wonu**) Ekim 1997 boyunca baskı altında kalmıştır. Tayvan ± 2.25 dalgalanma bandını terk etmiş ve parası zayıf düşmüştür. 1996’dan beri dalgalanmakta olan Kore **wonu** bütün 1997 yılı boyunca daha da zayıflamıştır.

VI. Sonuç

Bölge ülkelerinde kriz genel olarak kararsız ve tutarsız olarak ele alınmıştır. Bu tutum, belirsizliği ve piyasaya katılanların korkusunu artırmıştır. Doğu Asya ülkelerine düşen ilk görev, etkin finansal denetim de dahil olmak üzere finansal sektörü istikrarlı kılmaktır. Doğu Asya ülkelerinin yüksek tasarruf ve yüksek yatırım oranları, uzun dönemde yüksek büyü-

me hızlarını yeniden elde edebileceklerini işaret etmektedir. (Hahnemann and Jessen). Krizin devam ettiği bir ortamda kesin tahminler ortaya koymak güç olmakla birlikte, Doğu Asya ülkelerinin tekrar kaplan olmalarını umabiliriz: Açık ekonomik yapıları vardır ve gelecekte yüksek tasarruf ve yatırım oranlarını gerçekleştirebilirler, üstelik artık büyük bir kriz deneyimine sahip olmuşlardır.

Ek: Asya Ülkelerinin Bazı Ekonomik Göstergeleri (Milyar \$)

Ülke	GSYİH (PPP) *	İhracat	Ticaret yaptığı ülkeler	İthalat	Ticaret yaptığı ülkeler
Kore	\$647.2 (1996 tah.)	\$130.9 (f.o.b., 1996)	ABD 17%, AB 13%, Japonya 12%.	\$150.2 (c.i.f., 1996)	ABD 22%, Japonya 21%, AB 13%.
Endonezya	\$779.7 (1996 tah.)	\$49.8 (f.o.b., 1996)	Japonya 27.1%, ABD 13.9%, Singapur 8.3%, Kore 6.4%, Tayvan 3.9%, Çin 3.8%, Hong Kong 3.6%. (1995)	\$42.9 (f.o.b., 1996)	Japonya 22.7%, ABD 11.7%, Almanya 6.9%, Kore 6.0%, Singapur 5.8%, Avustralya 5.0%, Tayvan 4.5%. (1995)
Malezya	\$214.7 (1996 tah.)	\$84.6 (1996)	ABD 21%, Singapur 20%, Japonya 12%, Hong Kong 5%, İngiltere 4%, Tayland 4%, Almanya 3%. (1995)	\$83.2 (1996)	Japonya 27%, ABD 16%, Singapur 12%, Tayvan 5%, Almanya 4%, Kore 4%. (1995)
Filipinler	\$194.2 (1996 tah.)	\$20.5 (f.o.b., 1996)	ABD 36%, Japonya 16%, Singapur 5%, Hong Kong 5%, İngiltere 5%. (1995)	\$33.3 (f.o.b., 1996)	Japonya 22%, ABD 18%, S.Arabistan 6%, Tayvan 5%, Kore 5%, Singapur 4%. (1995)
Singapur	\$72.2 (1996 tah.)	\$144.8 (1996 tah.)	Malezya 19%, ABD 18%, Hong Kong 9%, Japonya 8%, Tayland 6%. (1995)	\$151.1 (1996 tah., reexport dahil)	Japonya 21%, Malezya 15%, ABD 15%, Tayland 5%, Tayvan 4%, Kore 4%. (1995)

Ek: Asya Ülkelerinin Bazı Ekonomik Göstergeleri (Milyar \$) (devam)

Ülke	GSYİH (PPP) *	İhracat	Ticaret yaptığı ülkeler	İthalat	Ticaret yaptığı ülkeler
Tayland	\$455.7 (1996 tah.)	\$57.3 (f.o.b., 1996)	ABD 21.0%, Japonya 17.1%, Singapur 13.6%, Hong Kong 5.3%, Almanya 3.5%, UK 3.0%, Hollanda 2.8%, Malezya 2.4%.	\$72.4 (c.i.f., 1996)	Japonya 30.4%, ABD 11.9%, Singapur 6.3%, Almanya 5.8%, Tayvan 5.1%, Malezya 4.9%, Kore 3.7%, Çin 2.6%.
Hong Kong	\$163.6 (1996 tah.)	\$197.2 (reexport dahil; f.o.b., 1996 tah.)	Çin 33%, ABD 22%, Japonya 6%, Almanya 4%, İngiltere 3%, Singapur 3%. (1995)	\$217.2 (c.i.f., 1996 tah.)	Çin 36%, Japonya 15%, Tayvan 9%, ABD 8%, Singapur 5%, Kore 5%. (1995)
Çin	\$3.39 trilyon (1996 tah.)	\$151.07 (f.o.b., 1996)	Hong Kong, Japonya, ABD, Kore, Almanya, Singapur (1995)	\$138.83 (c.i.f., 1996)	Japonya, ABD, Tayvan, Kore, Hong Kong, Almanya, Rusya (1995)
Tayvan	\$315 (1996 tah.)	\$116 (f.o.b., 1996)	ABD 27.6%, Hong Kong 21.7%, AB 15.2%, Japonya 10.5%. (1994 tah.)	\$102.4 (c.i.f., 1996)	Japonya 30.1%, ABD 21.7%, AB 17.6%. (1993 tah.)

*: Satın alma gücü paritesi

Kaynak: <http://www.emulateme.com/economy/chinaeco.htm>; www.emulateme.com/economy/hongkeco.htm;
www.emulateme.com/economy/indoneco.htm; www.emulateme.com/economy/koreseco.htm; www.emulateme.com/economy/malayeco.htm;
www.emulateme.com/economy/philleco.htm; www.emulateme.com/economy/singapeco.htm ;www.emulateme.com/economy/taiweco.htm; www.emulateme.com/economy/thaileco.htm.

Kaynakça

- Arias, Eduardo-Fernandez and Peter J. Montiel, “*The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview*,” The World Bank Economic Review, Vol. 10, No.1, January 1996.
- Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, “*Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s*,” Journal of Economic Perspectives, Vol.10, No.2, Spring 1996.
- Corsetti, Giancarlo., Paolo Pesenti, Nouriel Roubini, “*What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*,” 1998, <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf>
- Dış Ticaret Müsteşarlığı, “*Asya Krizi*,” Dış Ticaret Dergisi, Mart 1998.
- Hahnemann, Niels Peter and Lars Krogh Jessen, “*The Currency Crisis in Southeast Asia*,” Danmarks Nationalbank, Monetary Review-4th Quarter 1997.
<http://www.emulateme.com/economy/chinaeco.htm>.
<http://www.emulateme.com/economy/hongkeco.htm>.
<http://www.emulateme.com/economy/indoneco.htm>.
<http://www.emulateme.com/economy/koreseco.htm>.
<http://www.emulateme.com/economy/malayeco.htm>.
<http://www.emulateme.com/economy/philleco.htm>.
<http://www.emulateme.com/economy/singapeco.htm>.
<http://www.emulateme.com/economy/taiweco.htm>.
<http://www.emulateme.com/economy/thaileco.htm>.
- The International Bank for Reconstruction and Development, “*Managing Capital Flows in East Asia*”, 1995, <http://www.worldbank.org/html/extpb/manage.htm>.
- International Monetary Fund, World Economic Outlook, December 1997.
- International Monetary Fund, International Financial Statistics, August 1998.
- International Monetary Fund, “*Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*”, Annual Report, 1996.
- Montiel, Peter J., “*Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates*,” The World Bank Economic Review, Vol.8, No.3, September 1994.

İMKB'NİN RUSYA KRİZİ'NDEN ETKİLENMESİNE İLİŞKİN BİR İNCELEME

Araştırma Müdürlüğü*
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Özet

Rusya'nın, 14 Ağustos'ta, devalüasyon yapmayacağını açıklamasına karşın, kısa bir süre sonra Ruble'yi Dolar karşısında %33 devalüe ederek ardından moratoryum ilan etmesiyle başlayan Rusya krizinin etkileri yakın ekonomik ve ticari ilişkileri olan Türkiye'deki bazı sektörlerde yoğun olarak hissedilmiştir. Bu çalışmada ilk olarak İMKB ve Rusya endekslerinin 1998 yılı ve özellikle kriz döneminde etkileşimi incelenmektedir. Rusya krizi döneminde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Hisse Senetleri Piyasası'nın etkilenmesi çerçevesinde, İMKB'de işlem gören ve Rusya ile iş ilişkileri olan şirket ve ilgili sektörlerin Rusya ile iş ilişkileri yoğun olmayan diğer şirketler, sektörler ve İMKB-Tüm şirketlerine göre fiyat performansları karşılaştırılmaktadır.

I. Giriş

Rusya'da 1998'de yaşanan krizin temel nedenlerinden biri, Sovyetler Birliği'nin dağılması sonrasında pazar ekonomisine geçiş için gerekli alt yapının oluşturulamamasıdır. Rusya'da 1990'lı yılların başından itibaren fiyatların serbest bırakıldığı, dış ticaretin serbestleştirilmesine ve özelleştirme çalışmalarının hızlandırıldığı bir ortamda, başlangıçta ödemeler dengesi ve enflasyon sorunlarıyla baş edilebilmiş, ödemeler dengesi yüksek petrol gelirlerine paralel olarak fazla vermiştir. Ayrıca, fiyatların serbestleştirilmesi ertesinde %2500 seviyelerine ulaşan enflasyon oranı, 1997 yılına gelindiğinde %10 düzeyine gerilemiştir.

Tüm bu olumlu gelişmelere karşın, bütçe dengelerinde iyileştirme sağlanamamış ve büyüme oranı negatif seviyede seyretmiştir. Ayrıca, kayıt dışı ekonominin büyüklüğü ve buna paralel olarak vergi gelirlerinin toplanamaması ve sosyal güvenlik harcamalarının yüksek meblağlara ulaşması bütçe açığının daha da artmasına yol açmıştır. Diğer taraftan, yatı-

* Bu çalışma Ali Küçükçolak, Levent Özer, Meral Varış ve Metin Ustaoglu tarafından yapılmıştır.

E-posta adresi: arastir@imkb.gov.tr

İMKB 1. Başkan Yardımcısı Arıl Seren'e katkılarından dolayı teşekkür ederiz.

rımların oldukça düşük seviyede kalması ekonomik büyümenin sağlanamamasının temel nedenlerinin başında gelmektedir.

Toplam iç ve dış borcun GSYİH'ya oranı 1997 yılı için %42 seviyesinde iken, kısa vadeli borçların toplam borçlanma içindeki payının yüksek olması, ayrıca maaş ve ücretleri ödeyebilmek, daha önce alınan borçların faizini karşılayabilmek için Rus Hükümeti'nin yeniden borçlanmaya yönelmesi faiz oranlarında artışı da beraberinde getirmiştir. Diğer taraftan, 1997 yılı Temmuz ayında başlayan Asya krizi, sermaye hareketlerinde gözlenen yavaşlama ve petrol fiyatlarındaki düşüş sonucunda, Rusya'nın finansman ihtiyacı artmıştır. Bu çerçevede, IMF, Temmuz 1998 tarihinde Rusya'ya 1999 yılı sonuna kadar 15.1 milyar dolarlık finansman imkanı sağlamıştır. Bu miktarın 12,5 milyar A.B.D Doları 1998 yılı içinde ödenmesi kararlaştırılmıştır. Ayrıca, Dünya Bankası'nın 6 milyar dolar ve Japon Hükümeti'nin de 1,5 milyar dolarlık yardımı ile 1999 yılı sonuna kadar toplam 22,6 milyar dolarlık finansman taahhüdü sağlanmıştır (Dış Ticaret Müsteşarlığı, 1998).

Rusya'nın petrol gelirlerinden kaynaklanan ticaret fazlası ve dış borçlanma politikalarının etkisiyle ülkeye 1992 yılından itibaren ortalama 20-30 milyar ABD Doları sermaye girişi gerçekleşmiştir. Döviz kurunun enflasyonu düşürmek amacıyla çıpa "*nominal anchor*" olarak kullanılması ve güçlü tutulması sonucunda ruble'nin reel satın alma gücü 1993-96 yılları arasında iki kat artmıştır. Bununla birlikte bu dönemde finansal düzenlemeler yapılmamıştır. Emisyon hacminde sert bir düşüş gerçekleşmiş, hükümet kısa vadeli borçlanma için yüksek faiz ödemeye başlamıştır. Hisse senedi fiyatları 1996 yılı başından itibaren hızla artmış ve gerek yüksek faiz gerekse yüksek sermaye kazancı imkanı yabancı yatırımcıları çekmiştir. Bu dönemde Rusya'daki araçlar Ruble'de uzun, ABD Doları'nda kısa pozisyon almışlardır. Özellikle Rus bankaları kısa dönem hükümet borçlanma kağıtlarına yatırım yapmak için yoğun bir şekilde dışarıdan borçlanmışlar ve bir çoğu Ağustos ayında Ruble'nin devalüe edilmesiyle iflas etmiştir.

Döviz sıkışıklığı nedeniyle Ruble'nin değerinin düşürüleceği yönündeki spekülasyonlar engellenememiş ve 17 Ağustos 1998 tarihinde Rusya Hükümeti Ruble'yi Dolar karşısında yaklaşık %34 oranında devalüe etmek ve dış borçlara ilişkin 90 günlük moratoryum ilan etmek zorunda kalmıştır. Ancak, tüm bu girişimler piyasaların düzeltilmesine katkıda bulunamamış ve bankacılık sektörünün çökmesine yol açmıştır.

1998 Temmuz ayı sonunda 19 milyar seviyesindeki rezervler iki haftalık süre içerisinde 15 milyar dolara düşmüş, kamu borçlanma faiz oran-

ları ise %50'den %340 düzeyine kadar yükselmiş ve uluslararası yatırımcıların güveni büyük ölçüde sarsılmıştır. Bu gelişmelerin sonucunda, günlük ihtiyaçları karşılayacak tüketim mallarının kısıtlanmasıyla önemli sosyal sorunlar yaşanmıştır.

Bu gelişmeler sonrasında, halkın hükümet üzerindeki baskısının azaltılması için bugüne kadar uygulanan reform programlarından geri adım atılması, gaz ve petrol şirketlerinin yeniden kamulaştırılması, piyasaya para enjekte edilmesi gündeme gelmiştir. Bu durum, yeniden bir hiper enflasyon dönemine girilmesinden endişe duyulmasına yol açmıştır. Devalüasyon sonrasında, Rusya'nın ithalatı azaltmak için bu alanda kısıtlama getireceğine yönelik beklentiler ve bu durumun da üretim ve yatırımları olumsuz yönde etkileyecek olması, işsizlik artışı gibi sosyal sorunları da beraberinde getirebileceği kaygılarını artırmaktadır.

Rusya'da Ruble'nin çökmesinden sonra gelen şok dalgası, gelişmiş ve gelişen tüm ülkelerde etkisini hissettirmiştir. Rusya Krizi'ne çözüm arayışları kapsamında, krizin aşılmasında iki aşamalı bir ekonomik ve finansal planın uygulanması gündeme gelmiştir: Bu plan çerçevesinde birinci aşamada; emisyon kontrolü için daha fazla para basılması, öncelikle emekli, işçi, asker ve savunma işçilerinin maaşlarının ödenmesi, para enjeksiyonu ile bankacılık sisteminin desteklenmesi, Ruble'nin dalgalanmaya bırakılması, daha sonra altın ve döviz rezervleri ile sıkı bağlantı sağlanması öngörülmektedir. İkinci aşamada ise; şirketlerin borç ve vergilerini ödemeye aksi halde iflas etmeye zorlanması, yerel sanayici ve ihracatçıların desteklenmesi, % 20 oranında gelir vergisi uygulanması ve alkol sektöründe devlet monopolü oluşturulması yer almaktadır.

II. Türkiye- Rusya Arasındaki Ekonomik ve Ticari İlişkilerde Rol Alan Sektörler

Rusya 1997 yılında Türkiye ihracatında ikinci sırada yer almakta olup, ağırlıklı olarak tekstil, konfeksiyon, deri ürünleri, gıda ve temel tüketim maddeleri, temizlik ürünleri, plastik mamülleri ihraç edilmektedir. Rusya'dan yapılan ithalat ağırlıklı olarak doğalgaz ve ara mallardan oluşmaktadır. Diğer yandan, Rusya Almanya'dan sonra ülkemize en fazla turistini geldiği ülke konumundadır. Ayrıca, dış taahhüt yatırımlarının en fazla yönlendirildiği ülke Rusya'dır. Türkiye Müteahhitler Birliği verilerine göre, 1998 yılı itibariyle Uluslararası Müteahhitler Birliği üyesi firmaların halen yurtdışında devam eden işlerinin yaklaşık % 26'sı Rusya Federasyonu'ndadır.

1992 yılında 1,5 milyar ABD \$ olan dış ticaret hacmi, 1997 yılı sonun-

da üç katına, 4,2 milyar ABD \$'na yükselmiştir. Rusya'ya 7 milyar ABD Doları tutarında ihracat yapılmakta ve Türk müteahhitlerinin Rusya'da 3 milyar ABD Dolarının üzerinde inşaat işleri bulunmaktadır.

Rusya Federasyonu'na yapılan ihracatın dağılımının detayı incelendiğinde, Türkiye'nin büyük ölçüde tüketim malları sattığı görülmektedir. Rusya'ya yapılan ihracatın 1996 yılında %64,9'u, 1997 yılında %72,9'u, 1998 yılı Ocak-Mayıs döneminde % 71,1'i tüketim mallarından oluşmaktadır. Tüketim malları arasında ise en fazla yarı dayanıklı tüketim malları; giyim, ayakkabı, mutfak eşyası, oyuncak, dayanıksız tüketim malları: temizlik malzemeleri, ilaç, kırtasiye ve temel yiyecek maddelerini içeren işlenmiş tüketim malları ilk sıraları almaktadır. Rusya Federasyonu'na yapılan ihracatın % 20-25'ini oluşturan ara mallar grubunda ise en fazla işlem görmüş hammaddeler yer almaktadır (DPT, 1998).

Rusya Federasyonu'na yapılan ihracatın Uluslararası Standart Ticaret Sınıflamasına (SITC) göre dağılımına bakıldığında, en çok satılan ürünlerin giyim eşyaları ve aksesuarları, tekstil iplikleri, kumaş ve şekil verilmiş mensucat, ayakkabılar hububat ve hububattan hazırlanmış ürünler, meyve ve sebzeler, şeker ve mamülleri, parfümeri, kozmetik ve tuvalet müstahzarları, elektrikli makina ve cihazlar ve kara taşıtları olduğu anlaşılmaktadır.

Hububat, un, nişasta ve süt müstahzarları, ayakkabılar, kara taşıtları ve bunların aksam ve parçaları, sabunlar, plastik ve mamülleri, dokumaya elverişli maddelerden hazır eşya, şeker ve şeker mamülleri, kağıt ve karton ile meşrubat ve alkollü içkilerde Rusya Federasyonuna yapılan ihracat söz konusu ürünlerin toplam ihracatı içinde %15-50 civarı ağırlığa sahiptir. Bu, ilgili sektörlerin ihracat performanslarının Rusya ekonomisine önemli ölçüde bağımlı olduğunu göstermektedir.

Kendi sektörleri içindeki payı yüksek seviyelerde bulunan ve büyük ölçüde Bağımsız Devletler Topluluğu'na satılan ürünlerin başında hububat, un, nişasta ve süt ürünleri, ayakkabılar, sabunlar, şeker ve şeker ürünleri, kağıt ve karton ile meşrubat ve alkollü içkiler yer almaktadır. Tekstil ve konfeksiyon ürünleri Rusya Federasyonu'na en fazla satılan ürün grubunu oluşturmakla beraber toplam ihracat içinde Rusya'nın ağırlığı %6-7'ler seviyelerindedir [DPT, 1998]. Ancak 1997 yılında 5,8 milyar dolar tutarındaki bavul ticaretinin önemli kısmı tekstil ve konfeksiyon ürünlerinden oluşmaktadır.

Türkiye'nin Rusya Federasyonu'ndan yaptığı ithalatın yapısı incelendiğinde, yapılan ithalatın % 90'ını sanayi için işlem görmüş veya işlem görmemiş hammaddeler ile işlem görmemiş yakıt ve yağların oluşturduğu belirlenmektedir.

III. Kullanılan Veri ve Yöntem

Rusya'da 1998 yılı içinde çeşitli evreler halinde yaşanan krizin İMKB Hisse Senetleri Piyasası üzerindeki etkilerinin incelenmesi iki aşamada gerçekleştirilmiştir. Birinci aşamada Rusya'daki gelişmelerin İMKB-Ulusal-100 (İMKB-100) ve İMKB-Ulusal-Tüm (İMKB-Tüm) endeksleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. İkinci aşamada ise Rusya'da iş ilişkileri olan şirketler üzerindeki gelişmelerin etkileri irdelenmiştir. Analizlerde Korelasyon Matrisleri'nden, Granger Nedensellik Testlerinden ve Regresyon Modellemelerinden yararlanılmıştır. Rusya ile iş yapan şirketlerin belirlenmesinde İGEME ve DEİK ve İMKB verileri kullanılmıştır. Şirketlere ilişkin piyasa değeri ve fiyatlara ilişkin tüm veriler İMKB verileridir. Rusya endekslerine ilişkin günlük veriler Reuters'dan alınmıştır.

İki değişken arasındaki korelasyon katsayısının yüksekliği, bu değişkenler arasında güçlü bir ilişki olduğunu gösterse de, ilişkinin yönü hakkında bilgi vermemektedir. Bu nedenle şirketlerin Rusya-Traded Endeksi'yle olan korelasyon katsayıları bulunmuş daha sonra ilişkinin yönünün tespit edilmesinde aşağıdaki çoklu regresyon denklemi kullanılmıştır Granger (1969).

T: zaman aralığı

L: gecikme

Y: Günlük Rusya Traded Endeksi

X: Şirketin günlük piyasa değeri

olmak üzere,

$$Y_T = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{T-1} + \dots + \alpha_L Y_{T-L} + \beta_1 X_{T-1} + \dots + \beta_L X_{T-L}$$

$$X_T = \alpha_0 + \alpha_1 X_{T-1} + \dots + \alpha_L X_{T-L} + \beta_1 Y_{T-1} + \dots + \beta_L Y_{T-L}$$

Bu denklemle, X değişkeninin Y'ye neden olup olmadığı sorusu araştırılmaktadır. Y'nin değerinin ne kadarının kendi geçmiş değerleriyle açıklanabileceği ve X'in gecikmeli değerleri dikkate alındığında açıklama gücünün artıp artmadığı incelenmektedir. X değerleri Y'yi açıklamada anlamlı ise, diğer bir ifadeyle X'in gecikmeli değerlerinin katsayıları istatistik olarak anlamlı çıkıyorsa, Y değişkeninin X'ten etkilendiği belirtilebilir.

$\beta_1 = \dots = \beta_L = 0$, regresyon sonrasında F- değerleri incelenerek,

H_0 : X şirketi Rusya'dan etkilenmemektedir

hipotezi test edilmektedir.

IV. Analiz Sonuçları

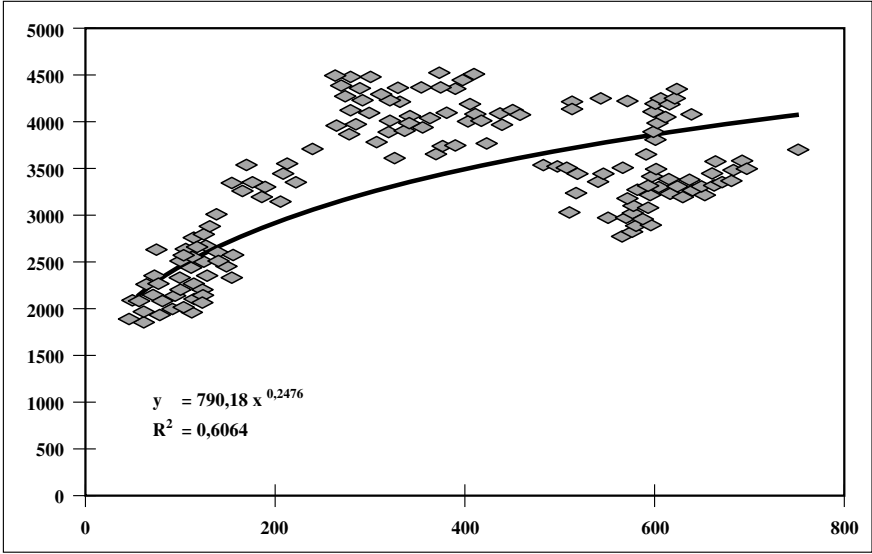
Rusya ekonomisindeki olumsuz gelişmelerin Ağustos ayında en üst noktalara ulaşması nedeniyle tüm borsalarda yaşanan tedirginlik ve iç piyasada beklentileri olumsuz etkileyen gelişmeler, İMKB Ulusal-100 Endeksi'nde büyük düşüşler yaşanmasına neden olmuştur. Ağustos ayı başında 4.254,85 puan olan İMKB Ulusal-100 Endeksi, ay sonunda % 38 oranında düşerek 2.635,14 puana kadar gerilemiştir.

Ağustos ayında aylık işlem hacmi 1,31 katrilyon TL'lik kısmı (4,79 milyar ABD \$) Ulusal Pazar'da gerçekleşen işlemlere ait olmak üzere, toplam 1,32 katrilyon TL (4,84 milyar ABD \$) olmuştur. Günlük ortalama işlem hacmi 66 trilyon TL (242 milyon ABD \$) düzeyinde gerçekleşmiştir. Toplam işlem hacminde bir önceki aya göre TL bazında % 34, Dolar bazında ise % 35 oranında düşüş gerçekleşmiştir.

Rusya Traded ve Rusya MTMU Endeksleri ile İMKB-100 Endeksi arasındaki korelasyon katsayısı 1998 yılı verileri baz alındığında sırasıyla 0,61 ve 0,59'dur. İMKB Tüm Endeksinin aynı endeksler ile korelasyon katsayısı ise sırasıyla 0,59 ve 0,55'dir. Ayrıca Rusya'da krizin tepe noktaya çıktığı Temmuz ayı sonundan sonraki günlük veriler kullanıldığında, R2'nin 0,89 seviyesine ulaşmaktadır. Bir başka ifadeyle, söz konusu dönemde Rusya Traded Endeksi'ndeki değişim İMKB-100 Endeksi'ndeki değişimin %89'unu açıklayabilmektedir. Bu oranlar söz konusu endeksler arasında önemli derecede aynı yönlü pozitif korelasyon bulunduğuna işaret etmektedir. Bu itibarla, Rusya'daki gelişmelerin, İMKB endeksini çeşitli oranlarda etkilediği belirtilebilir.

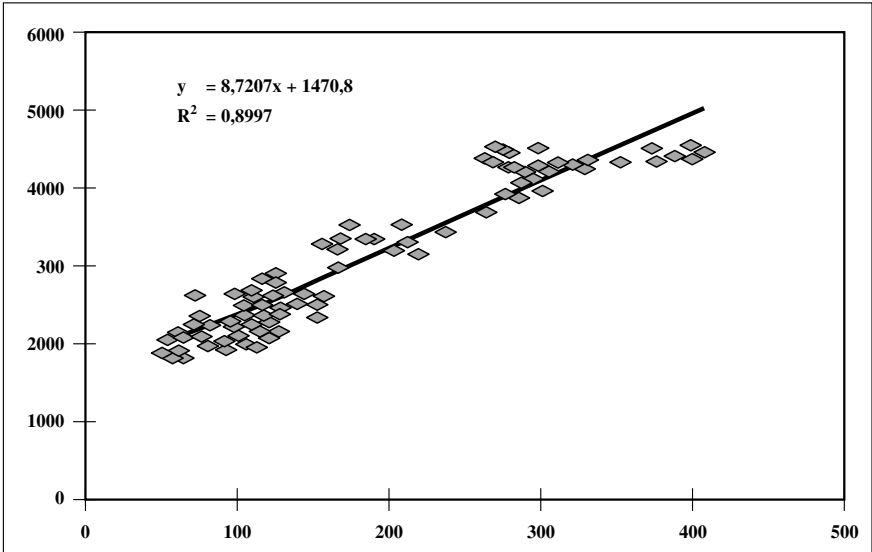
İki ülke arasındaki etkileşim süresinin ve derecesinin tespitinde ise Granger Nedensellik testi sonuçlarına göre, 1 günlük gecikmede İMKB 100 Endeksi ve İMKB Tüm endeksleri ile Rusya Traded ve Rusya MTMU endeksleri arasında karşılıklı etkileşimin olduğu tespit edilmiştir. Ancak süre uzamaya başlayınca etkileşim zayıflamakta ve ortadan kalkmaktadır. Bu durum, Rusya'daki gelişmelerin spot olarak kısa vadede İMKB'yi etkilediğini; ancak etkinin kısa dönemli olduğunu ortaya koymaktadır. İMKB Endeksi, coğrafi yakınlık, sıkı ticari ilişkiler ve gelişmekte olan bir piyasa niteliği dolayısıyla benzer özellikler taşıyan Rusya'daki gelişmelerden kısa vadede etkilenmekte ve paralel bir seyir izlemektedir. Ancak bu etki kısa sürmekte ve ilk anlık tepkiden sonra etkileşim zayıflamaktadır.

Grafik 1: İMKB-100 Endeksi ve Russian Traded Endeksi Arasındaki İlişki (Ocak 98-Ocak 99)



Gözlem Sayısı: 252

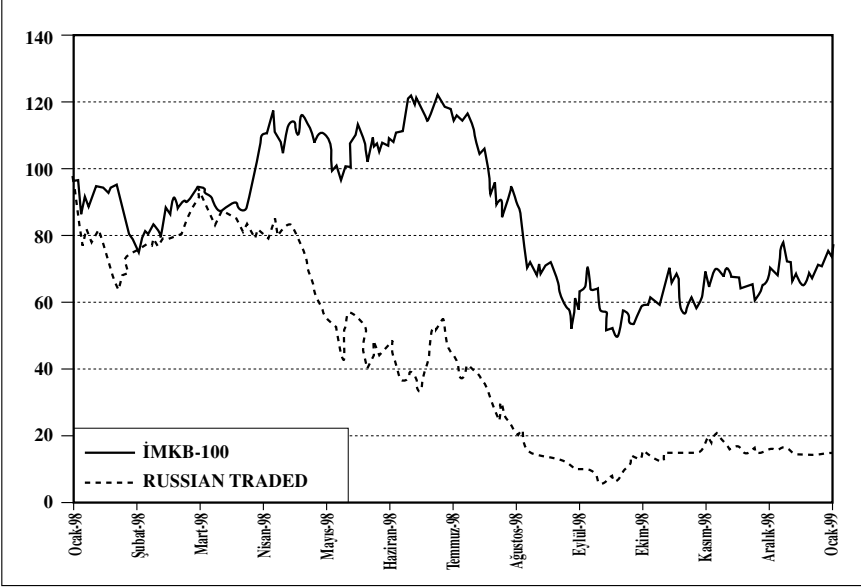
Grafik 2: İMKB-100 Endeksi ve Russian Traded Endeksi Arasındaki İlişki (Temmuz 98-Ocak 99)



Gözlem Sayısı: 142

Regresyon analizi uygulandığında ise, İMKB 100 endeksinin Rusya endekslerinden etkilenme derecesinin, Rusya'daki krizin yoğunlaştığı Temmuz ve Ağustos aylarından itibaren giderek artmaya başladığı yukarıdaki grafiklerden açık olarak gözlenmektedir. Grafik 1 ve 2' de İMKB-Ulusal 100 Endeksi bağımlı, Russian Traded Endeksi bağımsız değişken alınmıştır. Temmuz döneminden sonra iki endeks arasındaki ilişki büyük oranda artmıştır. Normal dönemlerde iki endeks arasında çok güçlü bir ilişki bulunmaz iken (Grafik 1), kriz döneminde oldukça güçlü bir etkileşim ortaya çıkmıştır (Grafik 2). Söz konusu ilişki, Grafik 3'den anlaşılmaktadır. Her iki endeks Ocak 98=100 bazlı olarak çizildiğinde aralarındaki ilişki belirginleşmektedir.

Grafik 3: İMKB-100 Endeksi & Russian Traded Endeksi'nin Karşılaştırması (Ocak 98=100)



Diğer bir analiz konusu ise, Rusya'daki gelişmelerin Rusya ve etki alanındaki Bağımsız Devletler Topluluğu'nda iş yapan İMKB Şirketlerinin hisse senetleri üzerindeki etkisinin incelenmesidir. Söz konusu şirket hisse senetlerinin fiyat endeksleri ile Rusya Traded ve Rusya MTMU endeksleri arasında iki firma hariç hepsinde pozitif yönlü korelasyon olduğu gözlenmiştir. Bu sonuç, daha önce belirtilen İMKB endeksleri ile Rusya endeksleri arasında ulaşılan gözlemi teyid etmektedir.

Rusya ile iş ilişkileri içinde bulunan şirket hisse senetlerine Granger Nedensellik testinin uygulanması sonucunda ise 1 günlük gecikmeyle Rusya endeks değişimlerinden ilgili hisse senetleri fiyatlarının etkilenme düzeyleri de yukarıdaki tespitlere paralel sonuçlar vermiştir. 1 günlük gecikmede Rusya Traded endeksinin etkilediği şirket sayısı incelenen 33 şirketin 23'ü iken, daha sonra gün aralığı uzadığında etkilenen şirket sayısı giderek azalmaktadır. 2 günlük gecikmede etkilenen şirket sayısı 18'e, 3 günlük gecikmede ise 13'e düşmektedir.

1 günlük gecikmede, Rusya Traded endeksinin etkilediği şirketler arasında Rusya'da yoğun şekilde taahhüt işlerine giren, Rusya ve BDT ülkelerinde yoğun yatırımları bulunan, bölgede telekomünikasyon alanında taahhüt işlerine giren, tekstil üreticisi ve pazarlayıcısı, kimya sektöründe faaliyet gösteren, bölgeye ihracat imkanı bulunan otomobil ve yedek parça üreticisi, gıda maddesi üreticisi, dayanıklı tüketim malzemesi üreticileri, metal ana sanayi sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin önem taşıdığı gözlenmiştir.

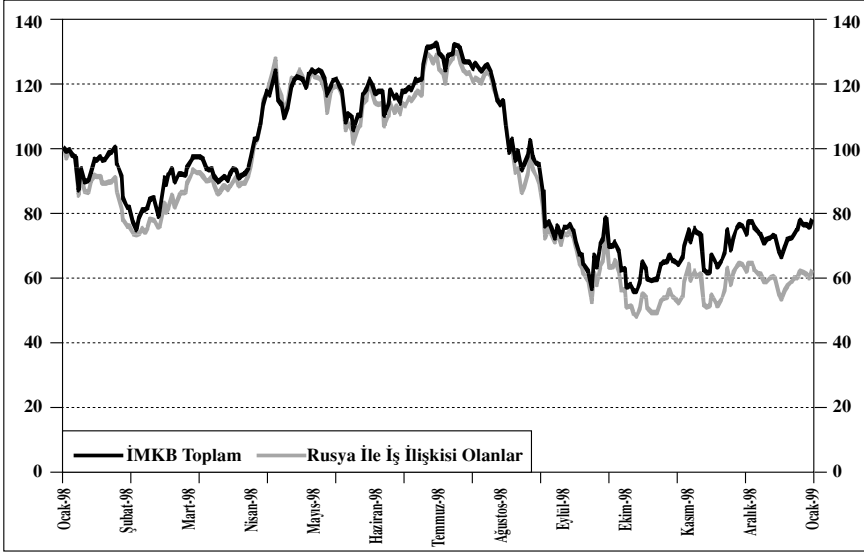
Rusya endekslerinden 1 günlük gecikmeyle etkilendiği belirlenen 23 şirketin bağlı olduğu holdingler Rusya ve BDT'nda yoğun yatırımlara giren veya taahhüt faaliyetlerinde bulunan veya ihracat yapan gruplardan oluştuğu belirlenmektedir.

Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin Rusya Traded Endeksi ile ilişkisi Temmuz 98'den sonra incelendiğinde etkilenen şirket sayısı artmaktadır.

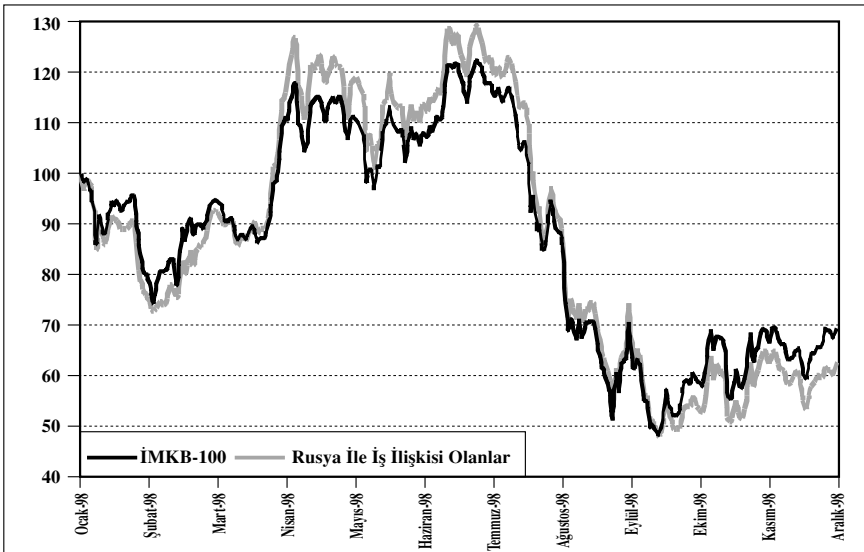
Rusya'daki gelişmelerin sektörel bazda İMKB hisse senedi endekslerine etkisi incelendiğinde ise, tüm sektörel endekslerin Rusya'daki gelişmelerden kısa vadede etkilendiği gözlenmiştir. Diğer yandan, İMKB sektörel endekslerinin Rusya Traded ve Rusya MTMU endeksleri ile korelasyonu incelendiğinde, iki sektör dışında tüm sektörlerin korelasyon katsayılarının pozitif yönde ve 1'e yakın oldukları tespit edilmiştir.

Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin İMKB Tüm ve İMKB-100 şirketlerine göre performansları Grafik 4 ve Grafik 5 yardımıyla incelenebilir. Performans karşılaştırması için gerek fiyat hareketlerini gerekse hisse sayısını içerdiği için piyasa değerleri kullanılmıştır. Piyasa değerleri Ocak 98=100 bazlı olarak hesaplanmıştır. Böylece grafikler yüzde getiri olarak da yorumlanabilir. Buna göre İMKB-Tüm şirketleri 1998 yılı sonunda 1998 yıl başına göre yaklaşık %20 oranında değer kaybederken, Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin getirisi %-40 olmuştur. Grafik 5 aynı ilişkiyi İMKB-100 şirketleri için göstermektedir.

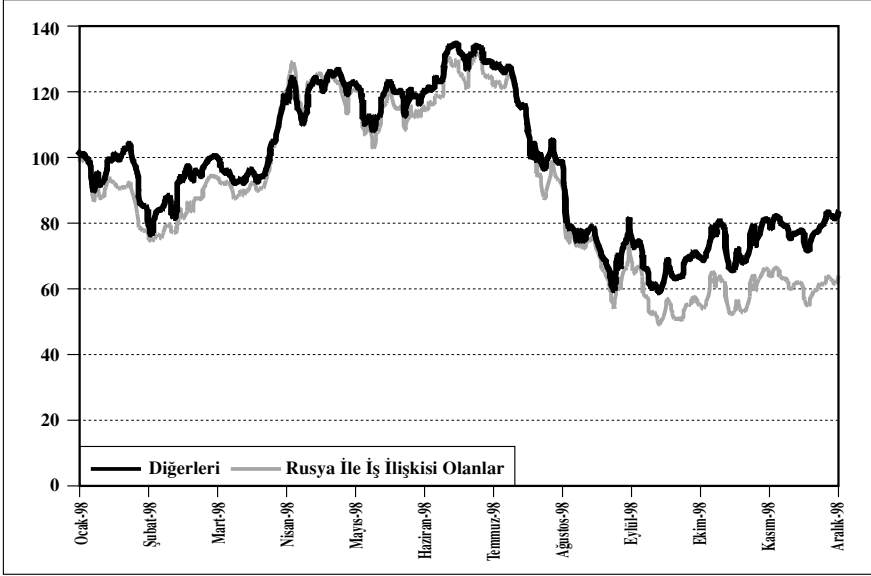
Grafik 4: Rusya ile İş İlişkisi olan İMKB Şirketlerinin İMKB-Tüm Şirketleri ile Performans Karşılaştırması



Grafik 5: Rusya ile İş İlişkisi olan İMKB Şirketlerinin İMKB-100 Şirketleri ile Performans Karşılaştırması



Grafik 6: Rusya ile İş İlişkisi olan İMKB Şirketlerinin Diğer Şirketlerle Peformans Karşılaştırması



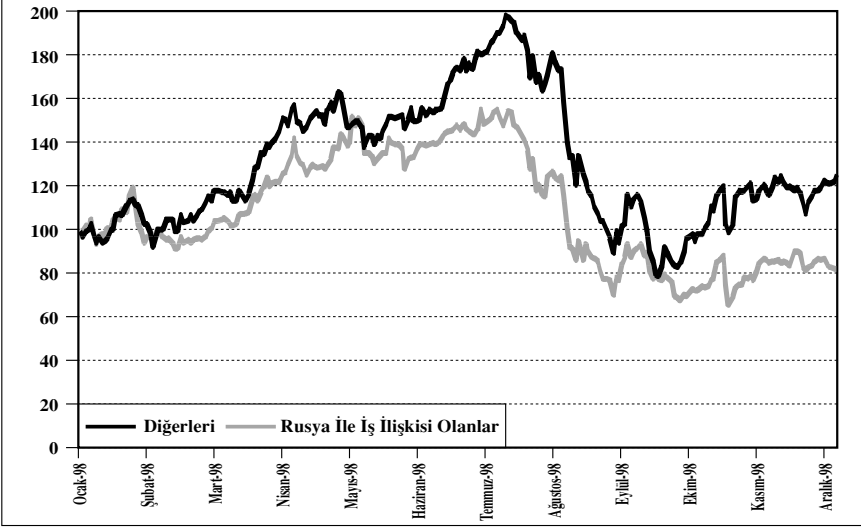
Grafik 6'da Rusya ile iş ilişkisi olan İMKB şirketleri ve diğer şirketlerin¹ performansları karşılaştırılmaktadır. Grafik'ten görüleceği üzere, Eylül ayı ortasına kadar iki grubun getirileri hemen hemen aynı seviyelerde oluşurken, bu tarihten sonra Rusya ile iş ilişkileri yoğun olan İMKB şirketlerinin getirileri diğer şirketlerin getirilerinden daha düşük gerçekleşmiştir.

Sektörlerin Rusya kriziyle etkileşiminin incelenmesi amacıyla her sektörde Rusya ile iş ilişkisi olan şirketler ve diğerlerinin Ocak 98- Ocak 99 dönemi performansları karşılaştırılmıştır. Performans karşılaştırması için yukarıdaki yöntem kullanılmıştır. Bütün analizlerde 1998 yılı verileri tam olmayan, bir başka ifadeyle 1998 yılı içinde halka arz edilen şirketler toplam piyasa değerlerinde sapmalara yol açabileceği için analize dahil edilmemiştir. İncelenen 10 sektörün 8'inde Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin performansları, diğer sektör şirketlerinden daha düşük gerçekleştiği belirlenmiştir. Diğer bir dikkat çeken husus ise, Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin performanslarının Krizin tepe noktalara ulaştığı Temmuz-Eylül arası dönemde diğer sektör şirketlerine göre oldukça keskin düşüşler kaydetmesidir.

¹ İMKB Tüm'den bu şirketler çıkarılmıştır.

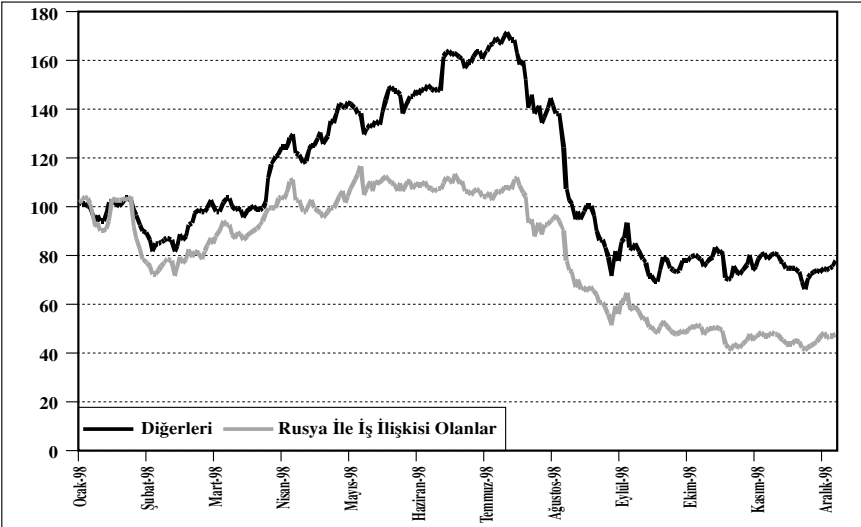
V. Sektör Analizi

Grafik 1. Gıda, İçki ve Tütün



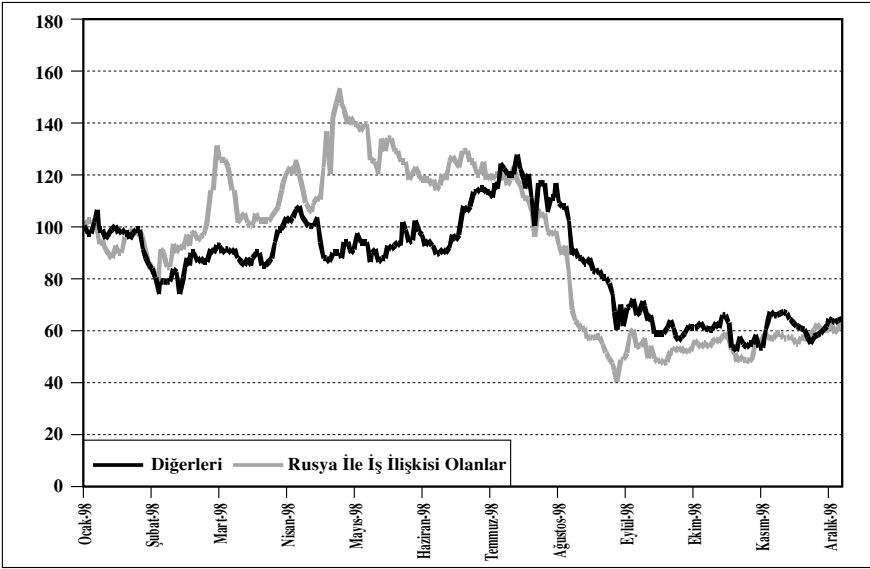
Sektörel bazda incelendiğinde Gıda, İçki ve Tütün sektöründe Rusya ile iş ilişkisi yoğun olan İMKB şirketlerinin performansları 1998 yılı boyunca sektördeki diğer şirketlere göre düşük gerçekleşmiştir. Özellikle Temmuz ayı sonundan itibaren Rusya Krizi sektörde etkisini göstermektedir.

Grafik 2. Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri

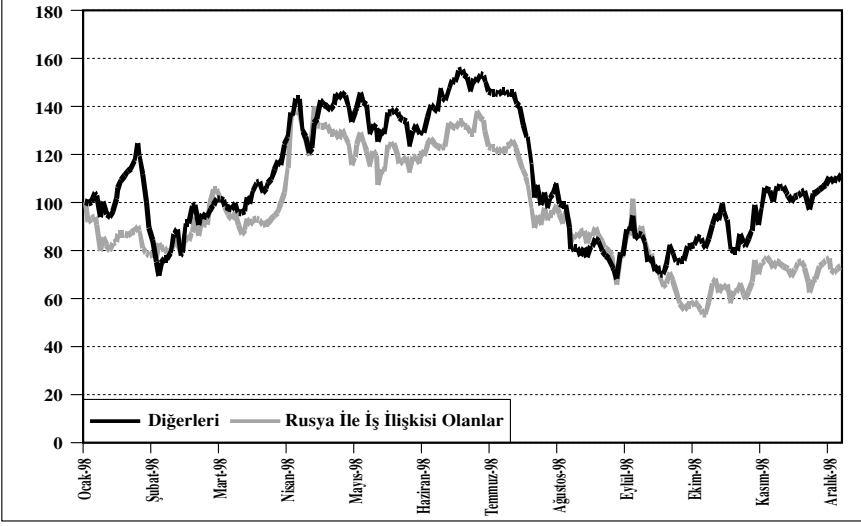


Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektöründe Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin getirilerinde 1998 yılı başında 20 puanlık bir düşüş yaşanmış ve yıl sonunda toplam getirideki düşüş %55 seviyesinde gerçekleşmiştir. Sektördeki diğer şirketler ise Temmuz sonuna kadar genelde yükseliş trendinde iken, bu tarihten sonra Rusya ile iş yapan şirketlerden daha keskin bir düşüş kaydetmişler, ancak yıl sonu performansları Rusya ile iş yapan şirketlerden daha yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir.

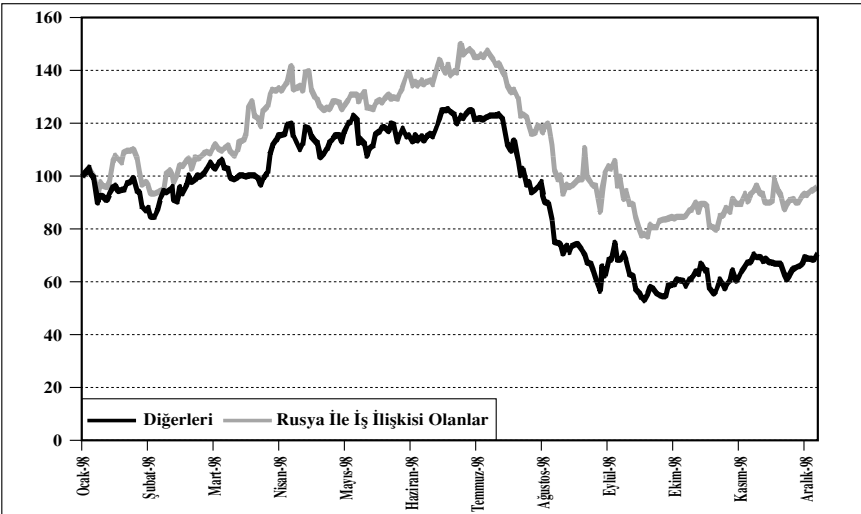
Grafik 3. Orman Ürünleri ve Mobilya



Orman Ürünleri ve Mobilya sektöründe Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin performansları Temmuz ayı ortalarına kadar sektördeki diğer şirketlerden yaklaşık %20-50 oranında yüksektir. Ancak Temmuz ayından Eylül ayının ilk haftasına kadar yaklaşık %80 oranında düşmüştür. Sektördeki diğer şirketlerin ortalama fiyatlarındaki düşüş ise aynı dönemde %50 olarak gerçekleşmiştir. 1998 yılı getirileri açısından iki grup arasında fark bulunmamaktadır.

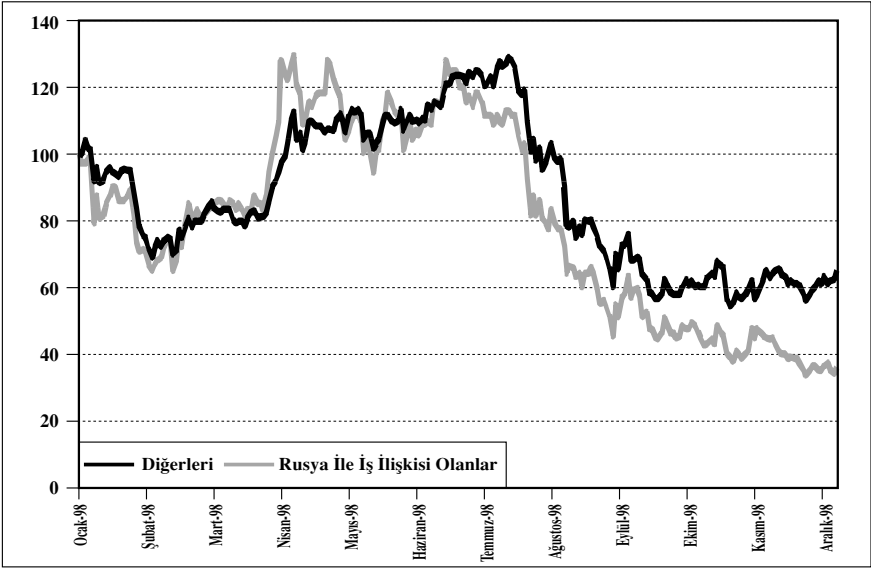
Grafik 4. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler

Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri sektöründe Rusya ile iş ilişkisi yoğun olan şirketler ve diğerlerinin getirileri 1998 Ocak ayı başından Ekim ayının ilk haftasına kadar sapsmalar olmakla birlikte oldukça paralel gitmiştir. Bu tarihten itibaren Rusya ile iş bağlantısı olan şirketlerin performansları düşmeye devam ederken, diğer şirketlerin performanslarındaki artış dikkati çekmektedir.

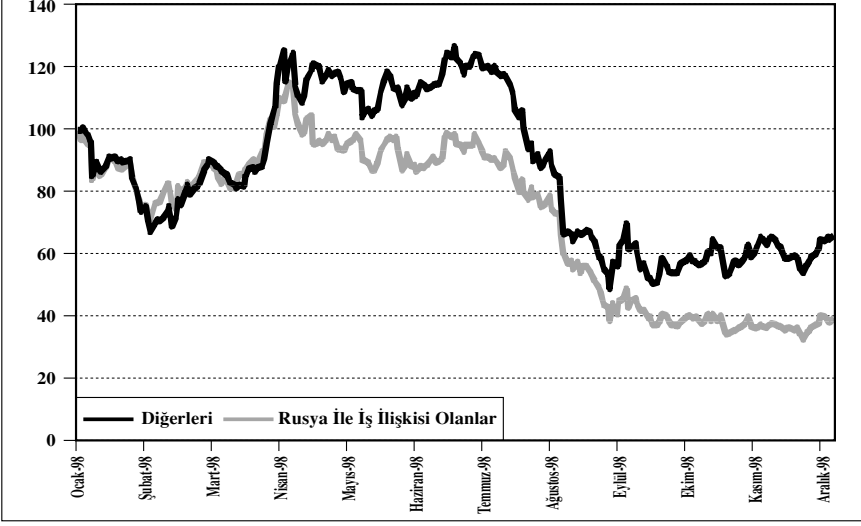
Grafik 5. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi

Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi sektöründe Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin performansı diğer şirketlere göre daha yüksektir. Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin aynı zamanda yurtiçi pazar paylarının yüksek olması ve Çimentoaş, Ege Seramik, İzocam gibi büyük ölçekli şirketler olmaları nedeniyle Rusya krizinden etkilenmekle birlikte performansları diğer sektör şirketlerinden daha yüksektir.

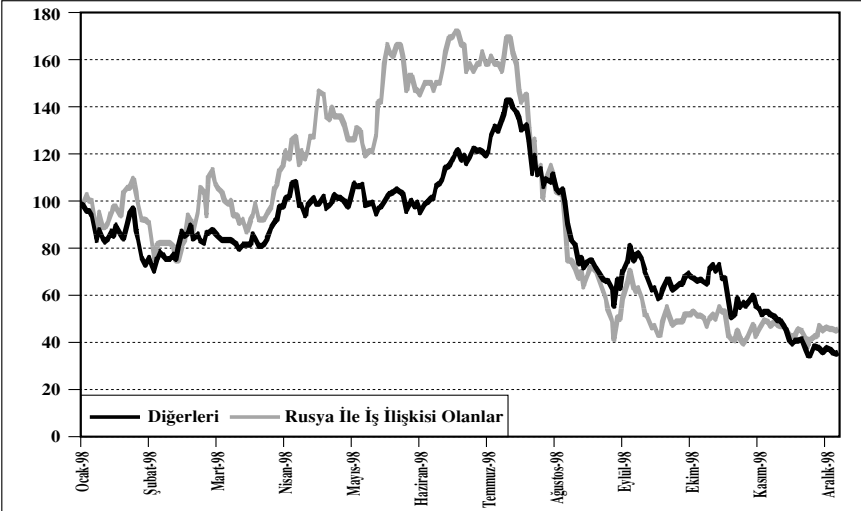
Grafik 6. Metal Ana Sanayi



Metal Ana Sanayi sektöründe Rusya ile iş ilişkisi olan şirketler ve diğerlerinin performansları Temmuz ayına kadar paralel bir seyir izlemiştir. Rusya krizinden itibaren tüm sektör etkilenmekle birlikte, Rusya ile ilişkisi daha yoğun olan şirketlerin getirileri yaklaşık %60, diğer şirketlerin ise %40 oranında düşmüştür.

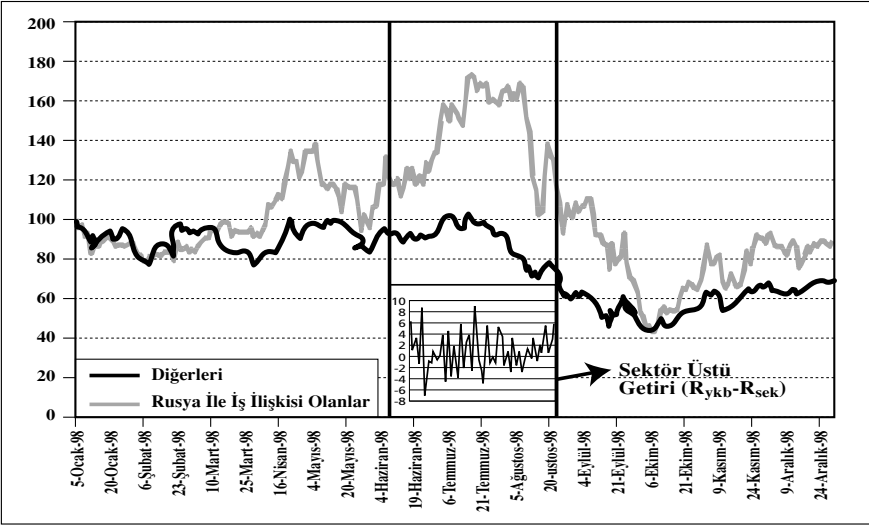
Grafik 7. Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım

Metal Eşya, Makina ve Gereç Yapım sektöründe, Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin performansları Nisan ayının ikinci haftasından itibaren sektördeki diğer şirketlerden daha düşük olmaya başlamıştır. Rusya krizi çıktığı zaman sektördeki diğer şirketlerin getirileri daha büyük bir oranda düşmesine rağmen yıl itibariyle bakıldığında Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin hisse senetlerinin getirileri daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir.

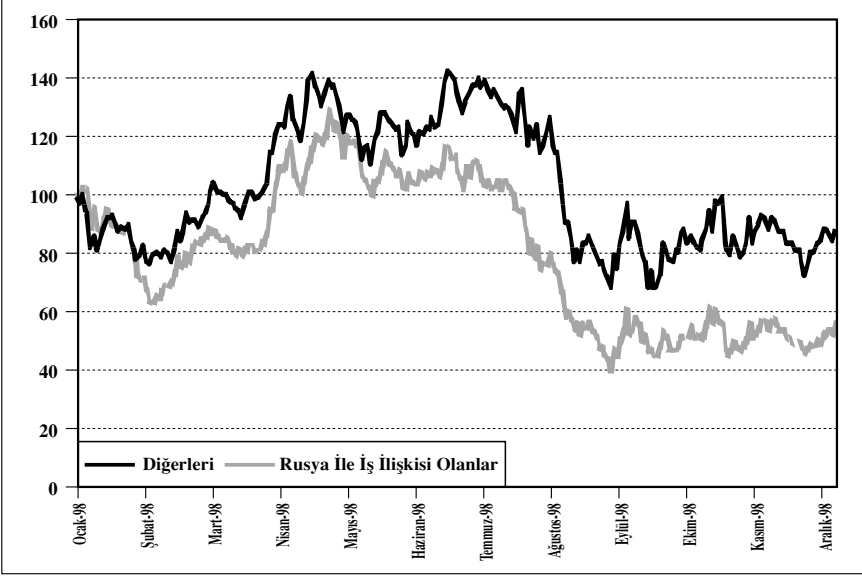
Grafik 8. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar

Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar sektöründe Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin performansları Rusya krizine kadar sektördeki diğer şirketlerden daha iyidir. Bununla birlikte Rusya kriziyle birlikte bu şirketlerin getirilerinde çok keskin düşüşler yaşanmıştır. Rusya krizinin bu şirketler üzerinde etkisi büyüktür. 1998 yılı geneli için incelendiğinde sektörün ortalama getirisi negatiftir. Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin getirileri de negatif olmasına karşın sektör ortalamasının biraz üzerindedir.

Grafik 9. Bankalar ve Özel Finans Kurumları



Bankalar ve Özel Finans Kurumları sektöründe incelenen şirketlerden sadece birinin Rusya ile iş ilişkisi bulunmaktadır. Bu bankanın incelenen dönemdeki getirisi sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir. İç grafikte söz konusu şirketin piyasa üzeri getirisi verilmektedir. Ocak 98=100 kabul edildiğinde, Ağustos ayı başında %70'e kadar yükselen getiri, bu tarihten itibaren düşmeye başlamış ve Eylül ayının ikinci haftasında 40'a kadar gerilemiştir. Bu tarihten sonra söz konusu bankanın getirisi yine sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir.

Grafik 10. Holdingler ve Yatırım Şirketleri

Holdingler ve Yatırım Şirketleri sektöründe Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin performansları sektördeki diğer şirketlerden 1998 yılı boyunca daha düşüktür. 1998 yılı geneli için sektörün ortalama getirisi negatiftir. Rusya ile iş ilişkisi olan şirketlerin hisse senetlerinin getirileri yaklaşık -%40 iken, diğer şirketlerin getirileri -%20 civarındadır.

VI. Sonuç

1998 yılı geneli ve Rusya krizinin daha yoğun olarak hissedilmeye başlandığı Temmuz-Aralık 98 dönemlerinde İMKB-Tüm ve İMKB-100 Endeks'lerinin Rusya-TRADED ve Rusya MTMU Endeksleri ile olan ilişkisi, kısa dönemde karşılıklı ve güçlü bir etkileşim olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla birlikte dönem uzadıkça etki giderek zayıflamakta ve ortadan kalkmaktadır. Hisse senetleri İMKB'de işlem gören ve Rusya ile iş ilişkileri yoğun olan şirketlerin fiyat performansları incelendiğinde 1 günlük gecikmeyle Rusya'dan etkilenen şirket sayısı 33 olarak tespit edilirken, 2 günlük gecikmede etkilenen şirket sayısı 18'e, 3 günlük gecikmede 13'e düşmektedir. Rusya'daki gelişmelerden daha yoğun olarak etkilenen bu şirketlerin fiyat performansları 1998 Ocak-Aralık döneminde İMKB'deki tüm şirketlerle, İMKB-100 Endeksi'ne dahil şirketlerin hisse

senetleriyle, Rusya ile iş ilişkisi olmayan şirketlerle karşılaştırılmış ve ortalama olarak %17 oranında daha düşük getiri sağladıkları tespit edilmiştir. Rusya ile iş ilişkisi yoğun olan şirketlerin fiyat performansları buldukları sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırılmış ve incelenen 10 sektörün 8'inde sözkonusu şirketlerin performansının sektörden daha düşük gerçekleştiği tespit edilmiştir. Özellikle Rusya krizinin en belirgin olduğu Temmuz- Eylül 1998 döneminde bu şirketlerin getirilerinde büyük düşüşler olmuştur. İncelenen dönemde İMKB Tüm, İMKB-100 ve 10 sektörden 8'inin getirisi negatif gerçekleşmiştir. Sektörel olarak incelendiğinde iki grup şirket arasındaki en büyük performans farkı gıda, içki ve tütün doku- ma, giyim eşyası ve deri; kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünler sektör- lerinde gerçekleşmiştir. Söz konusu sektörlerde getiri farkı ortalama ola- rak yaklaşık %37 seviyelerindedir.

Kaynakça

- Çelebi, Işın, “*Asya Krizi Işığında İthalat ve İhracata İlişkin Değerlendirme*”, Güneydoğu Asya Krizi ve Krizin Türkiye Ekonomisi Üzerine Muhtemel Etkileri Paneli, Anka- ra, 13.02.1998.
- Davis, E.P., “*Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk.*; Oxford University Press, Cla- rendon Press, 1992,” Reviewed by Guttentag, J., Journal of Economic Literature 32 (3), Sep.,1994, 1238-40.
- Fischer, Stanley, “*The Asian Crisis: A View from the IMF*”, the Midwinter Conference of the Bankers' Association for Foreign Trade, Washington, D.C., January 22, 1998.
- FIBV, Focus, Monthly Statistics, muhtelif sayılar.
- Fortune, February 16, 1998, p.12.
- İMKB Aylık Bültenleri.
- İstanbul Tekstil ve Konfeksiyon İhracatçı Birlikleri (İTKİB)*, Hedef Dergisi, Mart 1998, s. 84.
- Krugman, P., “*The Danger of New Tax Cuts*”, Fortune, V131n2, Feb., 1995, p.45.
- Krugman, P., “*Dutch Tulips and Emerging Markets*”, Foreign Affairs, July/Aug 1995, V74N4, pp.28-44.
- Macesich, G., “*Successor States and Cooperation Theory:A Model for Eastern Europe*”, Westport, Conn. And London: Greenwood, Praeger, 1994, pp.x-173.
- Macesich, G., World Debt and Stability, Westport, Conn. And London: Greenwood, Pra- eger, 1991, pp.x-109.
- “*East Asian Economies Survey*,” The Economist, March 7th-13th 1998, p.5.
- Taylor, L., “*Capital Market Crises: Liberalisation, Fixed Exchange Rates and Market- Driven Destabilisation*”, Cambridge Journal of Economics, Special Issue on the Asian Crises, Volume 22, N:6., Nov.1998.
- DPT, Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri, 1998.

GLOBAL SERMAYE PİYASALARI

Güneydoğu Asya'da 1997 yılında ortaya çıkan ve hızla yayılan krizin etkileri azalmakla birlikte 1999 yılının ilk yarısında da devam etmektedir. Buna paralel olarak dünya üretim düzeyinde düşüş kaydedilmektedir. Global üretimin üçte birini oluşturan Amerika Birleşik Devletleri dışındaki Japonya, Almanya gibi gelişmiş ülkeler 1999'a resesyon içinde girmiştir. Gelişmiş ülkelerin büyüme oranlarında 1997'den 1998'e %2,3'lük bir azalma gerçekleşmiştir. Önceki dört yıllık dönemde gelişmiş ülkelerin üretimi %4 oranında büyürken, 1998 için bu oran %1,7'ye gerilemiş durumdadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise, global üretim 1997'de %5,7 iken, 1998'de %1,6'ya gerilemiştir. Birleşmiş Milletler Araştırma Raporu'na (1999) göre; 1999 için bu değer %3 olacağı ve dünya ekonomisinin yalnızca %1-1.5 oranında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Bu tahminin gerçekleşmesi durumunda, 1980'den bu yana karşılaşılan en düşük oran olacaktır.

Yatırımcıların gelişmekte olan piyasalara güveninin azalması sonucunda özellikle bu ülkelere yönelen özel portföy yatırımlarında, 1998 yılında bir önceki yıla göre %-53,3 oranında düşüş gerçekleşmiştir. Aynı dönemde doğrudan yatırımlar %-5,2 oranında azalarak 155 milyar dolara gerilemiştir (IFC, 1998).

Global sermaye piyasalarında; krizlerin etkisinin azalmaya başlamasıyla toplam piyasa kapitalizasyonu 1998 yılının Aralık ayından 1999 yılının Nisan ayına kadar ortalama olarak %20 oranında artmıştır. Gelişmekte olan piyasalar bölgesel olarak incelendiğinde; Latin Amerika, Afrika ve Asya'da şirketlerin piyasa değerinde %20 oranında yükselme gerçekleşmiştir. Avrupa ise %40'la piyasa kapitalizasyonunda en yüksek artışın kaydedildiği bölge olmuştur. Piyasa kapitalizasyondaki değişim piyasalara göre incelendiğinde; Kuzey Amerika'da en yüksek artış %27,2 ile Meksika'da en düşük artış ise %8,5 ile Montreal'de gerçekleşmiştir. Avrupa, Afrika ve Orta Doğu birlikte incelendiğinde; en yüksek artış %49.2 ile İstanbul'da gerçekleşmiştir. Bu bölgede en büyük düşüş %-26.0 ile Brüksel'de gerçekleşmiştir. Piyasa değerindeki artışa paralel olarak gelişen piyasaların günlük ortalama işlem hacmi 1998 Aralık ayından 1999 Nisan ayına kadar %70 oranında artmıştır. Gelişen piyasalar bölgelere göre incelendiğinde ise; günlük ortalama işlem hacmi Latin Amerika'da %40, Avrupa'da %60, Afrika'da %50 ve Asya'da %70 oranlarında artmıştır.

Gelişen piyasalar fiyat/kazanç oranı açısından karşılaştırıldığında Mayıs ayı sonu itibariyle en yüksek Yunanistan (40), Tayvan, Çin (39,9), Arjantin (27,6), en düşük Çek Cumhuriyeti (-36,8), Kore (-9,7), Endonezya'dır (8,8). Piyasa değeri / defter değeri açısından da Yunaistan 6,4 ile ilk sırada yer almaktadır. Bu oran Türkiye'de 4,0, Macaristan'da 3,1'dir. Söz konusu oranın en düşük olduğu piyasalar ise Brezilya (1,0), Çek Cumhuriyeti'dir (1,1).

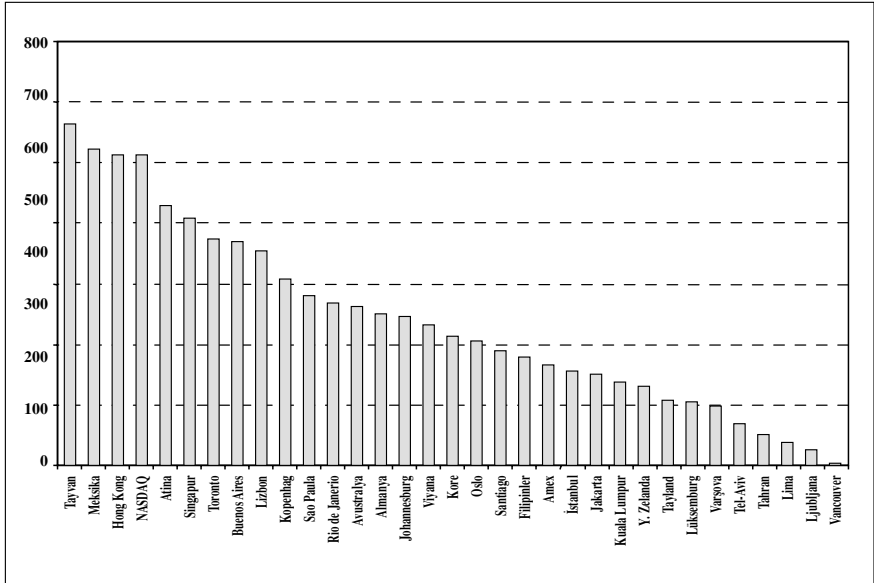
Gelişen piyasalarda 1998 yılında genellikle negatif olan ABD Doları bazlı getiriler Mayıs ayı sonunda 1998 yıl sonuna göre birçok piyasada pozitif olarak gerçekleşmiştir. En yüksek getirinin olduğu ilk beş piyasa; Rusya (%99,8), Endonezya (%81,8), Kore (%52,3), Meksika (%48,4), Türkiye'dir (%48,3).

Piyasa Değerleri (ABD \$ Milyon, 1986-1998)

	Global	Gelişmiş Piyasalar	Gelişen Piyasalar	İMKB
1986	6.514.199	6.275.582	238.617	938
1987	7.830.778	7.511.072	319.706	3.125
1988	9.728.493	9.245.358	483.135	1.128
1989	11.712.673	10.967.395	745.278	6.756
1990	9.398.391	8.784.770	613.621	18.737
1991	11.342.089	10.434.218	907.871	15.564
1992	10.923.343	9.923.024	1.000.319	9.922
1993	14.016.023	12.327.242	1.688.781	37.824
1994	15.124.051	13.210.778	1.913.273	21.785
1995	17.788.071	15.859.021	1.929.050	20.782
1996	20.412.135	18.139.951	2.272.184	30.797
1997	23.518.520	21.317.929	2.200.591	61.348
1998	27.462.113	25.553.855	1.908.258	33.473

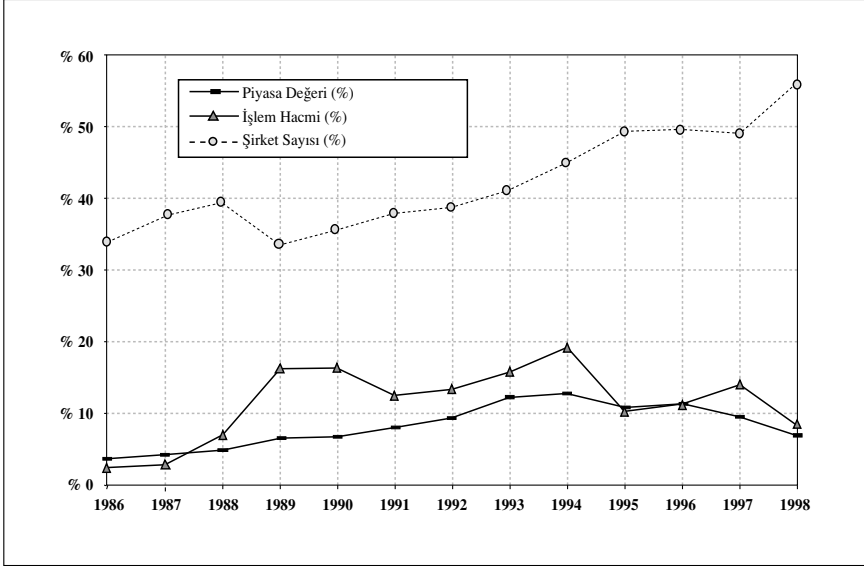
Kaynak: IFC Factbook 1999.

Ortalama Piyasa Değeri Karşılaştırması (Milyon ABD \$, Mayıs-99)



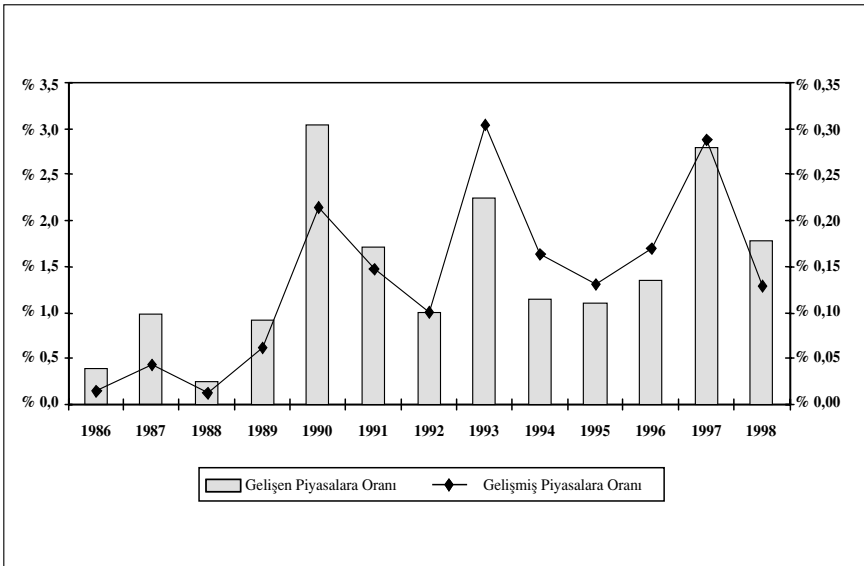
Kaynak: FIBV, Mayıs 1999.

Gelişen Hisse Senetleri Piyasalarının Global Toplam İçinde Payı (1985-1998)



Kaynak: IFC Factbook 1999.

İMKB'nin Piyasa Değeri Açısından Global Piyasadaki Payı (1986-1998)



Kaynak: IFC Factbook 1999; İMKB Verileri.

Piyasa Göstergelerine Göre Ülkelerin Sıralaması (Mayıs 1999)

	Piyasa	İşlem Görme Oranı	Piyasa	İşlem Hacmi (Milyon ABD\$)	Piyasa	Piyasa Değeri (Milyon ABD\$)
1	Kore	342,1%	NYSE	3.826.906	NYSE	11.364.483
2	NASDAQ	279,5%	NASDAQ	4.016.663	NASDAQ	2.940.772
3	Amex	238,5%	Londra	1.521.460	Tokyo	2.764.634
4	Tayvan	320,7%	Paris	286.041	Londra	2.499.682
5	Paris	63,0%	Almanya	617.262	Osaka	2.097.585
6	Madrid	181,6%	Tayvan	317.388	Almanya	1.097.049
7	İstanbul	168,4%	Tokyo	461.148	Paris	987.552
8	Almanya	106,3%	İsviçre	259.750	İsviçre	615.361
9	Atina	125,1%	Madrid	327.149	Amsterdam	568.568
10	Helsinki	45,1%	İtalya	239.417	İtalya	524.922
11	İsviçre	76,0%	Amsterdam	182.600	Toronto	605.603
12	Stokholm	66,4%	Toronto	147.238	Montreal	584.126
13	Barselona	7,3%	Şikago	172.323	Madrid	361.343
14	NYSE	73,6%	Amex	50.046	Hong Kong	411.747
15	Tayland	116,7%	Stokholm	116.529	Bilbao	312.215
16	İtalya	100,3%	Barselona	13.913	Barselona	332.432
17	Oslo	97,8%	Hong Kong	71.647	Avustralya	363.632
18	Lizbon	119,9%	Bilbao	84.526	Stokholm	256.203
19	Amsterdam	67,3%	Avustralya	79.946	Tayvan	304.073
20	Singapur	107,9%	Osaka	68.774	Brüksel	183.266
21	Ljubljana	22,3%	Kore	198.587	Johannesburg	190.316
22	Kopenhag	63,5%	Sao Paulo	34.763	Rio de Janerio	161.762
23	Vancouver	71,5%	İstanbul	28.770	Sao Paulo	156.684
24	Sao Paulo	67,1%	Kopenhag	25.659	Helsinki	168.116
25	Toronto	50,0%	Brüksel	26.134	Amex	132.000
26	Bilbao	41,1%	Helsinki	37.050	Kore	175.630
27	Avustralya	54,6%	Singapur	38.459	Kopenhag	87.150
28	Varşova	36,4%	Johannesburg	26.289	K.Lumpur	117.440
29	İrlanda	63,4%	Atina	49.024	Singapur	138.480
30	Y.Zellanda	71,9%	Lizbon	18.944	Meksika	116.729
31	Tel-Aviv	49,5%	Oslo	18.823	Atina	117.244
32	B.Aires	28,9%	Montreal	13.730	İrlanda	60.872
33	Londra	53,1%	İrlanda	17.786	Lizbon	52.988
34	Hong Kong	54,9%	Rio de Janerio	1.885	Santiago	61.892
35	Filipinler	77,9%	Meksika	15.211	Oslo	54.204
36	Viyana	36,4%	K.Lumpur	10.643	B.Aires	55.004
37	Jakarta	54,6%	B.Aires	5.999	Tel-Aviv	52.234
38	Tokyo	37,6%	Tayland	14.205	Lüksemburg	32.224
39	Lima	18,4%	Viyana	6.953	Viyana	32.263
40	Brüksel	25,3%	Tel-Aviv	7.218	Filipinler	45.636
41	Johannesburg	36,3%	Y.Zellanda	6.593	Tayland	50.021
42	Meksika	38,6%	Jakarta	4.521	İstanbul	50.189
43	K.Lumpur	56,7%	Filipinler	6.999	Y.Zellanda	26.214
44	Tahran	6,1%	Varşova	4.505	Jakarta	46.512
45	Rio de Janerio	2,9%	Santiago	4.401	Varşova	24.090
46	Osaka	4,3%	Lima	825	Tahran	17.421
47	Montreal	4,8%	Vancouver	1.556	Lima	10.820
48	Santiago	41,8%	Lüksemburg	686	Vancouver	5.174
49	Lüksemburg	3,7%	Tahran	969	Ljubljana	2.804

Kaynak: FIBV, Focus, May, 1999.

İşlem Hacmi (Milyon ABD\$, 1986-1998)

	Global	Gelişmiş	Gelişen	İMKB	Gelişen /Global (%)	İMKB /Gelişen (%)
1986	3.573.570	3.490.718	82.852	13	2,32	0,02
1987	5.846.864	5.682.143	164.721	118	2,82	0,07
1988	5.997.321	5.588.694	408.627	115	6,81	0,03
1989	7.467.997	6.298.778	1.169.219	773	15,66	0,07
1990	5.514.706	4.614.786	899.920	5.854	16,32	0,65
1991	5.019.596	4.403.631	615.965	8.502	12,27	1,38
1992	4.782.850	4.151.662	631.188	8.567	13,20	1,36
1993	7.194.675	6.090.929	1.103.746	21.770	15,34	1,97
1994	8.821.845	7.156.704	1.665.141	23.203	18,88	1,39
1995	10.218.748	9.176.451	1.042.297	52.357	10,20	5,02
1996	13.616.070	12.105.541	1.510.529	37.737	11,09	2,50
1997	19.484.814	16.818.167	2.666.647	58.104	13,69	2,18
1998	22.874.320	20.917.462	1.956.858	70.396	8,55	3,60

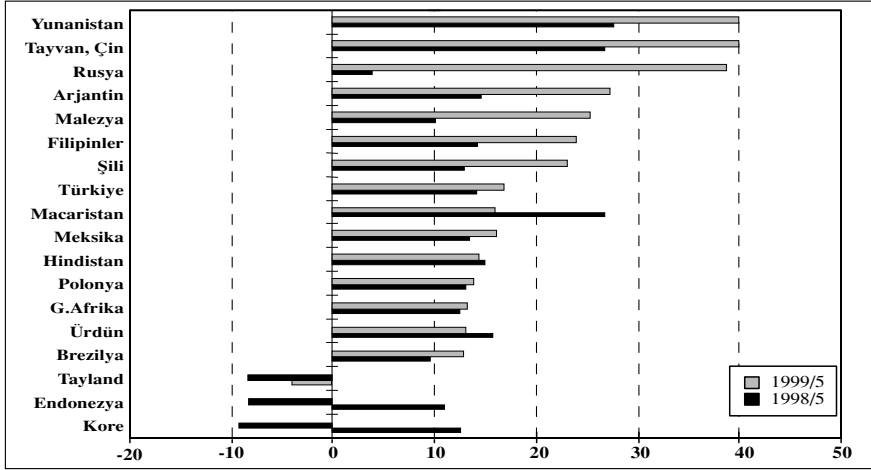
Kaynak: IFC Factbook 1999.

İşlem Gören Şirket Sayısı (1986-1998)

	Global	Gelişmiş	Gelişen	İMKB	Gelişen /Global (%)	İMKB /Gelişen (%)
1986	28.173	18.555	9.618	80	34,14	0,83
1987	29.278	18.265	11.013	82	37,62	0,74
1988	29.270	17.805	11.465	79	39,17	0,69
1989	25.925	17.216	8.709	76	33,59	0,87
1990	25.424	16.323	9.101	110	35,80	1,21
1991	26.093	16.239	9.854	134	37,76	1,36
1992	27.706	16.976	10.730	145	38,73	1,35
1993	28.895	17.012	11.883	160	41,12	1,35
1994	33.473	18.505	14.968	176	44,72	1,18
1995	36.602	18.648	17.954	205	49,05	1,14
1996	40.191	20.242	19.949	228	49,64	1,14
1997	40.880	20.805	20.075	258	49,11	1,29
1998	47.465	21.111	26.354	277	55,52	1,05

Kaynak: IFC Factbook 1999.

Fiyat Kazanç Oranı Karşılaştırması (1998/5-1999/5)



Kaynak: IFC Factbook 1999, IFC, Monthly Review, May, 1999.

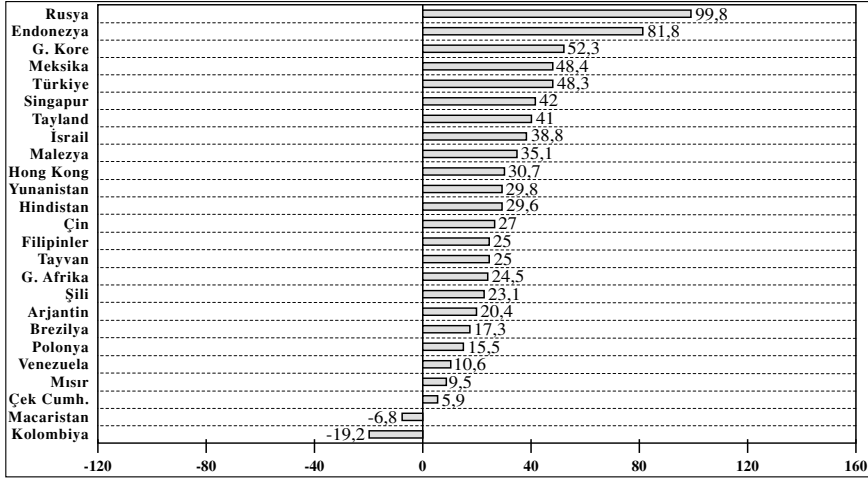
Gelişen Piyasalar Fiyat/Kazanç Oranı (1993-1999/5)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999/5
Yunanistan	10,2	10,4	10,5	10,5	13,1	33,7	40,0
Tayvan, Çin	34,7	36,8	21,4	28,2	32,4	21,7	39,9
Arjantin	41,9	17,7	15,0	38,2	17,1	13,4	27,6
Malezya	43,5	29,0	25,1	27,1	13,5	21,1	25,6
Filipinler	38,8	30,8	19,0	20,0	12,5	15,0	24,2
Şili	20,0	21,4	17,1	27,8	15,9	15,1	23,2
Türkiye	36,3	31,0	8,4	10,7	18,9	7,8	16,9
Meksika	19,4	17,1	28,4	16,8	22,2	23,9	16,2
Macaristan	52,4	-55,3	12,0	17,5	25,2	17,0	16,2
Hindistan	39,7	26,7	14,2	12,3	16,8	13,5	14,6
Polonya	31,5	12,9	7,0	14,3	10,3	10,7	14,0
G.Afrika	17,3	21,3	18,8	16,3	12,1	10,1	13,2
Ürdün	17,9	20,8	18,2	16,9	12,8	15,9	13,0
Brezilya	12,6	13,1	36,3	14,5	15,4	7,0	12,7
Tayland	27,5	21,2	21,7	13,1	4,8	-3,7	-8,7
Endonezya	28,9	20,2	19,8	21,6	11,2	-106,2	-8,8
Kore	25,1	34,5	19,8	11,7	11,6	-47,1	-9,7
Çek Cum.	18,8	16,3	11,2	17,6	8,8	-11,3	-36,8

Kaynak: IFC Factbook 1999; IFC, Monthly Review, May, 1999.

Not :IFCG Global Endeksi'ne dahil hisse senetlerine ait rakamlardır.

Hisse Senetleri Piyasası Getirileri (1998- 1999/5)



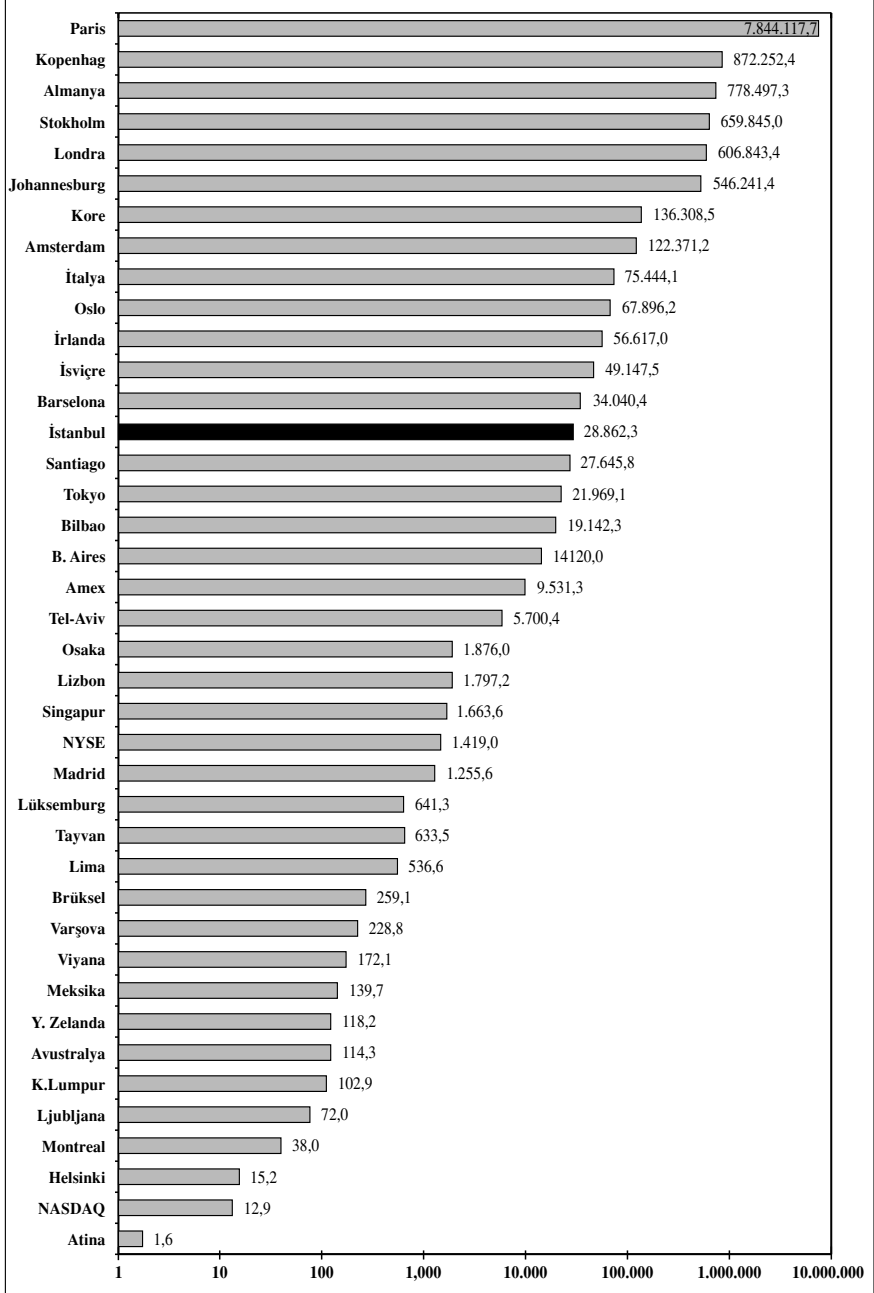
Kaynak: The Economist, June, 19-25.

Piyasa Değeri / Defter Değeri (1993-Mayıs 1999)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999/5
Yunanistan	1,9	1,9	1,8	2,0	2,9	4,9	6,4
Türkiye	7,2	6,3	2,7	4,0	9,2	2,7	4,0
Macaristan	1,6	1,7	1,2	2,0	3,7	3,2	3,1
Tayvan, Çin	3,9	4,4	2,7	3,3	3,8	2,6	2,6
Endonezya	3,1	2,4	2,3	2,7	1,5	1,6	2,5
Hindistan	4,9	4,2	2,3	2,1	2,7	1,9	2,2
G.Afrika	1,8	2,6	2,5	2,3	1,9	1,5	2,1
Tayland	4,7	3,7	3,3	1,8	0,8	1,2	2,0
Meksika	2,6	2,2	1,7	1,7	2,5	1,4	1,8
Polonya	5,7	2,3	1,3	2,6	1,6	1,5	1,7
Malezya	5,4	3,8	3,3	3,8	1,8	1,3	1,7
Filipinler	5,2	4,5	3,2	3,1	1,7	1,3	1,7
Arjantin	1,9	1,4	1,3	1,6	1,8	1,3	1,6
Ürdün	2,0	1,7	1,9	1,7	1,6	1,8	1,5
Şili	2,1	2,5	2,1	1,6	1,6	1,1	1,5
Kore	1,4	1,6	1,3	0,8	0,6	0,9	1,3
Çek Cumh.	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	1,1
Brezilya	0,5	0,6	0,5	0,7	1,1	0,6	1,0

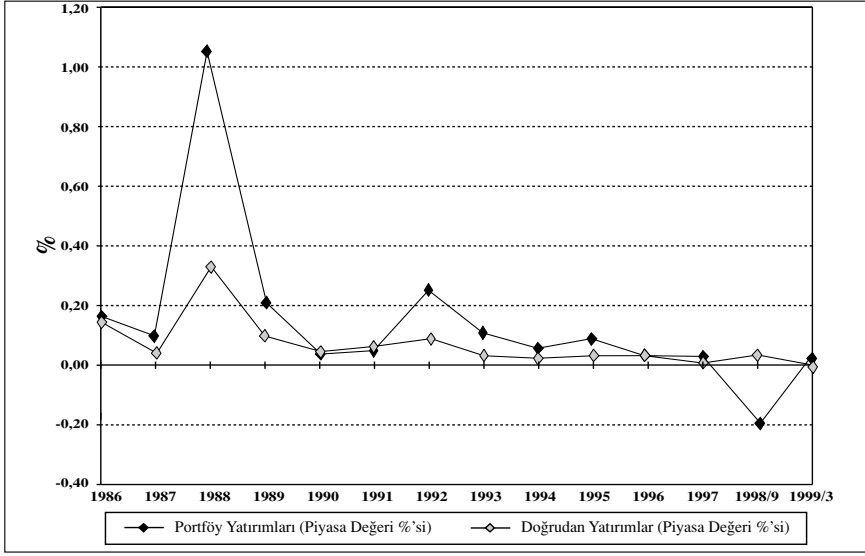
Kaynak: IFC Factbook 1996-1999; IFC Monthly Review, May, 1999.

Tahvil Piyasası Kapitalizasyonu (Milyon ABD\$, Ocak-Mayıs 1999)



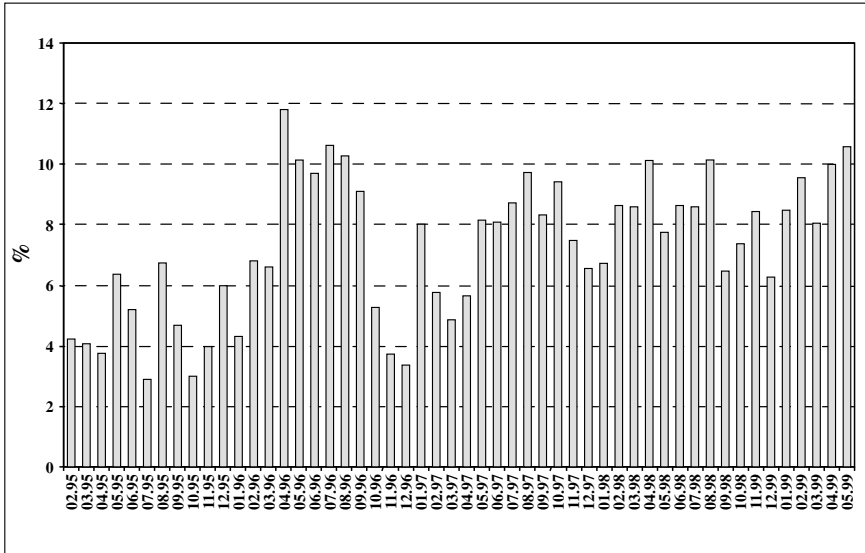
Kaynak: FIBV, Focus, Monthly Statistics, May, 1999.

Türkiye’de Yabancı Yatırımların Hisse Senetleri Piyasa Değeri Oranı (1986-1999/3)



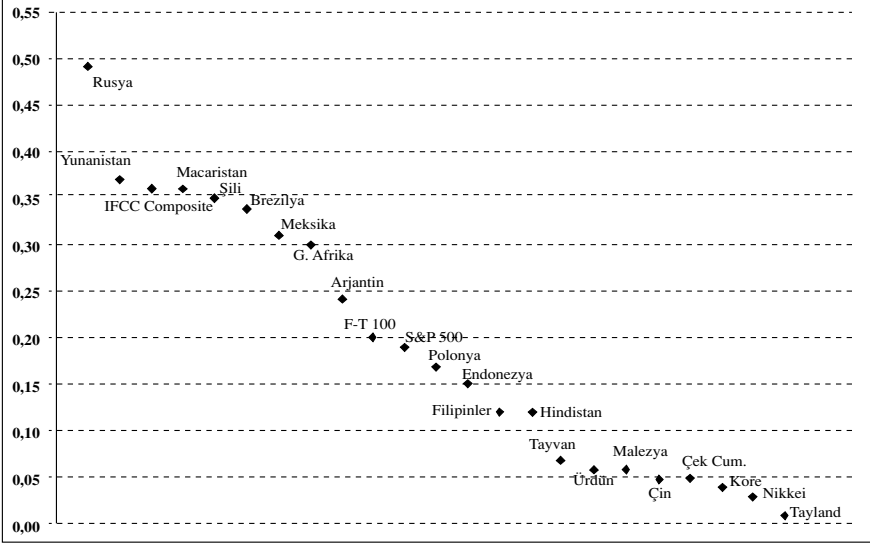
Kaynak : TCMB Veri Bankası; İMKB Verileri.

İMKB’de Yabancıların İşlem Payı (Ocak 1995-Mayıs 1999)



Kaynak: İMKB Verileri.

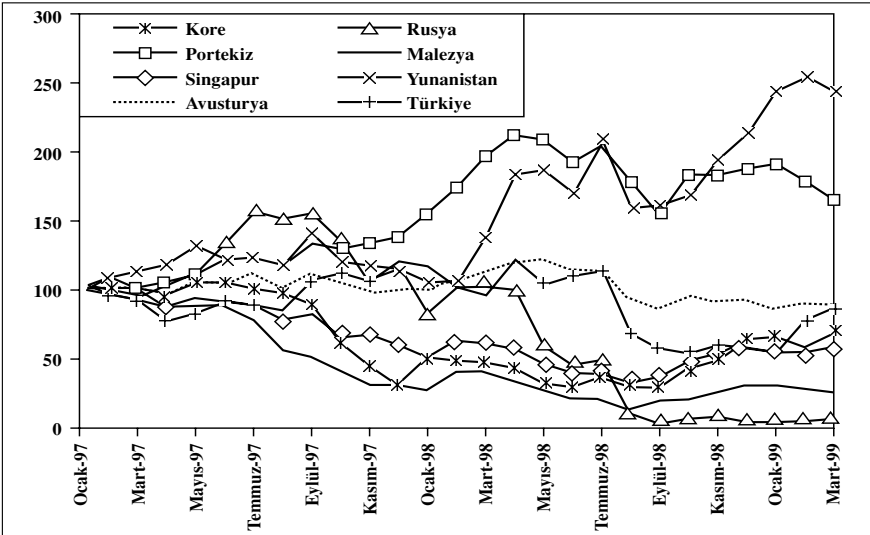
İMKB ile Bazı Piyasaların Fiyat Korelasyonları (Mayıs 1994-Mayıs 1999)



Kaynak: IFC Monthly Review, May, 1999.

Açıklama: İlişki katsayısı -1 ile +1 arasında değişir; ilişki katsayısı (korelasyon) 0 ise fiyatlar arasında ele alınan dönem itibarıyla ilişki olmadığı belirtilir.

Bazı Hisse Senedi Piyasa Endekslerinin Karşılaştırılması



Kaynak: Reuters

Not: Karşılaştırmalar ABD Doları bazındadır.

İMKB Piyasa İstatistikleri

HİSSE SENETLERİ PİYASASI											
		İşlem Hacmi				Piyasa Değeri		"Temettü Verimi"	Fiyat Kazanç Oranı		
	Şirket Sayısı	Toplam		Günlük Ortalama							
		(Milyar TL)	(Milyon ABD\$)	(Milyar TL)	(Milyon ABD\$)	(Milyar TL)	(Milyon ABD\$)	(%)	TL(1)	TL(2)	ABD\$
1986	80	9	13	—	—	709	938	9.15	5.07	—	—
1987	82	105	118	—	—	3,182	3,125	2.82	15.86	—	—
1988	79	149	115	1	—	2,048	1,128	10.48	4.97	—	—
1989	76	1,736	773	7	3	15,553	6,756	3.44	15.74	—	—
1990	110	15,313	5,854	62	24	55,238	18,737	2.62	23.97	—	—
1991	134	35,487	8,502	144	34	78,907	15,564	3.95	15.88	—	—
1992	145	56,339	8,567	224	34	84,809	9,922	6.43	11.39	—	—
1993	160	255,222	21,770	1,037	89	546,316	37,824	1.65	25.75	20.72	14.86
1994	176	650,864	23,203	2,573	92	836,118	21,785	2.78	24.83	16.70	10.97
1995	205	2,374,055	52,357	9,458	209	1,264,998	20,782	3.56	9.23	7.67	5.48
1996	228	3,031,185	37,737	12,272	153	3,275,038	30,797	2.87	12.15	10.86	7.72
1997	258	9,048,721	58,104	35,908	231	12,654,308	61,879	1.56	24.39	19.45	13.28
1998	277	18,029,967	70,396	72,701	284	10,611,820	33,975	3.37	8.84	8.11	6.36
1999	280	12,996,467	34,948	112,039	301	19,818,579	47,425	2.20	14.70	13.84	9.98
1999/Ç1	278	5,183,056	15,059	94,237	274	18,347,576	50,223	2.42	13.76	13.81	10.26
1999/Ç2	280	7,813,412	19,890	128,089	326	19,818,579	47,425	2.20	14.70	13.84	9.98

Ç: 3 aylık dönem

Not: Fiyat Kazanç Oranları, 1986-1992 yılları arasında şirketlerin bir önceki yılın net dönem karları üzerinden hesaplanmıştır. 1993 yılı ve sonrası için; TL(1)= Toplam Piyasa Değeri / Son iki 6'şar Aylık Dönemin Karlar Toplamı; TL(2)= Toplam Piyasa Değeri / Son dört 3'er Aylık Dönemin Karlar Toplamı

ABD\$ = \$ Bazında Toplam Piyasa Değeri / Son dört 3'er Aylık Dönem \$ Olarak Karlar Toplamı'nı ifade etmektedir.

İMKB Fiyat Endekslerinin Kapanış Değerleri

	TL Bazlı				
	ULUSAL-100 (Ocak 1986=1)	ULUSAL-SINAI (31.12.90=33)	ULUSAL-HİZMETLER (27.12.96=1046)	ULUSAL-MALİ (31.12.90=33)	
1986	1.71	—	—	—	
1987	6.73	—	—	—	
1988	3.74	—	—	—	
1989	22.18	—	—	—	
1990	32.56	32.56	—	32.56	
1991	43.69	49.63	—	33.55	
1992	40.04	49.15	—	24.34	
1993	206.83	222.88	—	191.90	
1994	272.57	304.74	—	229.64	
1995	400.25	462.47	—	300.04	
1996	975.89	1,045.91	1,045.91	914.47	
1997	3,451.26	2,660.—	3,593.—	4,522.—	
1998	2,597.91	1,943.67	3,697.10	3,269.58	
1999	4,950.21	3,208.09	5,564.37	6,781.44	
1999/Ç1	4,554.07	3,059.33	5,718.38	6,073.84	
1999/Ç2	4,950.21	3,208.09	5,564.37	6,781.44	
	ABD \$ Bazlı				EURO Bazlı
	ULUSAL-100 (Ocak 1986=100)	ULUSAL-SINAI (31.12.90=643)	ULUSAL-HİZMETLER (27.12.96=572)	ULUSAL-MALİ (31.12.90=643)	ULUSAL-100 (31.12.98=484)
1986	131.53	—	—	—	
1987	384.57	—	—	—	
1988	119.82	—	—	—	
1989	560.57	—	—	—	
1990	642.63	642.63	—	642.63	
1991	501.50	569.63	—	385.14	
1992	272.61	334.59	—	165.68	
1993	833.28	897.96	—	773.13	
1994	413.27	462.03	—	348.18	
1995	382.62	442.11	—	286.83	
1996	534.01	572.33	572.00	500.40	
1997	982.—	757.—	1,022.—	1,287.—	
1998	484.01	362.12	688.79	609.14	484.01
1999	689.30	446.72	774.82	944.30	778.79
1999/Ç1	725.40	487.31	910.86	967.48	779.07
1999/Ç2	689.30	446.72	774.82	944.30	778.79

Ç : 3 aylık dönem

TAHVİL VE BONO PİYASASI**İşlem Hacmi****Kesin Alım-Satım Pazarı**

	Toplam		Günlük ortalama	
	Milyar TL.	Milyon ABD \$	Milyar TL	Milyon ABD\$
1991	1,476	312	11	2
1992	17,977	2,406	72	10
1993	122,858	10,728	499	44
1994	269,992	8,832	1,067	35
1995	739,942	16,509	2,936	66
1996	2,710,973	32,737	10,758	130
1997	5,503,632	35,472	21,840	141
1998	17,995,993	68,399	71,984	274
1999	13,479,696	36,643	112,331	305
1999/Ç1	6,397,011	18,758	112,228	329
1999/Ç2	7,082,684	17,885	112,424	284

Repo-Ters Repo Pazarı**Repo-Ters Repo İşlem Hacmi**

	Toplam		Günlük ortalama	
	Milyar TL.	Milyon ABD \$	Milyar TL	Milyon ABD\$
1993	59,009	4,794	276	22
1994	756,683	23,704	2,991	94
1995	5,781,776	123,254	22,944	489
1996	18,340,459	221,405	72,780	879
1997	58,192,071	374,384	230,921	1,486
1998	97,278,476	372,201	389,114	1,489
1999	100,602,389	269,026	838,353	2,242
1999/Ç1	37,784,689	110,178	662,889	1,933
1999/Ç2	62,817,700	158,848	997,106	2,521

Ç : 3 aylık dönem

DİBS Fiyat Endeksleri (25-29 Aralık 1995=100)

	TL Bazlı			
	30 Gün	91 Gün	182 Gün	Genel
1996	103.41	110.73	121.71	110.52
1997	102.68	108.76	118.48	110.77
1998	103.57	110.54	119.64	110.26
1999	104.59	113.83	126.44	115.82
1999/Ç1	104.68	114.73	129.98	115.44
1999/Ç2	104.59	113.83	126.44	115.82

DİBS Performans Endeksleri (25-29 Aralık 1995=100)

	TL Bazlı		
	30 Gün	91 Gün	182 Gün
1996	222.52	240.92	262.20
1997	441.25	474.75	525.17
1998	812.81	897.19	983.16
1999	1,079.76	1,211.21	1,412.93
1999/Ç1	948.76	1,051.40	1,226.50
1999/Ç2	1,079.76	1,211.21	1,412.93
	ABD \$ Bazlı		
	30 Gün	91 Gün	182 Gün
1996	122.84	132.99	144.74
1997	127.67	137.36	151.95
1998	153.97	169.96	186.24
1999/Ç1	153.66	170.28	198.64
1999/Ç2	152.88	171.49	200.05

Ç : 3 aylık dönem

Kitap Tanıtımı

Financial Crisis Management In Regional Blocs; Scheherazade S. REHMAN (Ed) 1998, Xiii + 355

Bu kitapta, bölgesel finansal krizlerin oluşumunda temel karakteristik etkenler; bu etkenlerin yol açtığı krizlerden nasıl korunulacağı ve ulusal hükümetlerin, merkez bankaların ile IMF'nin (Uluslararası Para Fonu) uygulayacağı politikalar ele alınmaktadır.

“Tarih ve Geçmiş” başlıklı birinci bölümde, Finans ve Yatırım Politikaları danışmanı Dr. Howard Curtis Reed “Finansal Krizlerin Yönetimi: Yönetici Kim?” başlıklı makalesinde finansal krizlerin tarihçesini, etki alanlarını ve krizleri meydana getiren faktörlerin birleşimini incelemektedir.

“Avrupa Birliği ve Diğer Bölgesel Borsalar” başlıklı ikinci bölümde; bölgesel borsaların ulusal ekonomi ve global finans piyasalarıyla ilişkileri altı makalede incelenmektedir.

Birinci makalede; 1980-1984 yıllarında Başbakanlık ekonomi danışmanlığı görevinde bulunmuş olan Sir Alan Walters, Avrupa Birliği ve diğer ekonomik birliklerin konularını ele almaktadır.

İkinci makalede; Federal Almanya Merkez Bankası, Bundesbank'ın Başkanı olan Prof. Hans Tietmeyer, Avrupa Birliği para birimlerinde döviz kuru mekanizmasına bağlı olarak gelişen krizleri, ulusların genellikle üç temel döviz kuru mekanizması kurallarına (yerel fiyatların istikrarı, döviz kurlarının yeniden düzenlenmesi ve esnekliğin sağlanması) uyulmasına bağlamaktadır.

Üçüncü makalede; İtalya Merkez Bankası'nda Parasal ve Finansal Sektör Başkanı Dr. Roberto Rinaldi ve İtalya Merkez Bankası Ekonomik Araştırmalar Müdürü Dr. Carlos Santini, “İtalya: İki Döviz Krizi” adlı raporunda, 1992-1995 yıllarında İtalyan liri'ndeki krizi incelemektedir. Global ekonomik politikaların orta vadede koordine edilmelerinin gerekliliği üzerinde durulmaktadır.

Fransa Merkez Bankası'nın eski Başkan Yardımcısı olan Mr. André de Lattre tarafından yazılan “Uluslararası İlişkilerde İstikrar Faktörü olan Tek Para Birimi: Fransız Bakış Açısı” başlıklı dördüncü makalede, Avrupa para birimi olan Euro'nun global finans piyasalarının istikrarı için bir çeşit ödül olduğu belirtilerek, Avrupa Birliği'nde yeni para biriminin Av-

rupa ve dünyayı nasıl etkileyeceği tartışılmaktadır.

Beşinci makalede; İsviçre Maliye Bakanı Kaspar Villiger, “Avrupa Para Birliği ve İsviçre Frangı” adlı raporunda, dört potansiyel Avrupa Para Birliği senaryosunun etkilerini araştırmakta, ve İsviçre para birimi ile diğer finansal piyasaların farklı etkileneceğini düşünmektedir.

Altıncı makalede; “Döviz Kuru ve Üç Bölgesel Bloktaki Ekonomik Politikalar: EU, GCC, CFA” Massachusetts Teknik Enstitüsü’nden 1985 yılında ekonomi alanında Nobel Ödülü alan Dr. Franco Modigliani ve The George Washington Üniversitesinde Global Yönetim Araştırmaları Profesörü olan Dr. Hossein Askari, değişik döviz kurlarına sahip farklı ülkelerin ekonomik ve finansal tarihçelerini incelemektedirler.

“Meksika Krizleri ve Tekila Etkisi” adlı üçüncü bölümde “Meksika Finansal Krizi 1994-95: Asimetrik Bilgi Analizi” adlı makalede New York Merkez Bankası’nın eski araştırma direktörü ve başkan yardımcısı olan Dr. Frederik S. Mishkin finansal krizler hakkında gelişmekte olan ülkelerle ilgili araştırmalarını sunmaktadır. Meksika finansal krizlerinin oluşumlarını, ekonomide yarattığı sıkıntıların nedenlerini açıklamak için Asimetrik Bilgi Teorisi’ni kullanıp, gelişmekte olan ülke piyasaları açısından sonuçlarını tartışmaktadır.

“Tekila Etkisi (şoktan sonra)” Güney Amerika gibi global finansal piyasalarda analiz edilmektedir.

“Tekila Şok’undan Sonra Arjantin Bankacılık Sektörü Paniği: Konvertibilite Yarar mı, Zarar mı?” adlı makalede Arjantin Merkez Bankası eski başkanı ve Maliye Bakanı Roque B. Fernandez ile Arjantin Merkez Bankası eski ekonomi yöneticisi Dr. Liliana Schumacher, Meksika olaylarının Arjantin bankacılık sektöründe kriz yaratmadığını, 1991 Arjantin Konvertibilite Planı’nın bütçe açıklarını ve enflasyonu önlemek amaçlı olduğunu öne sürmektedirler. Spesifik politikaların riski ve paniği önlemek için uygulandığını belirtilmektedir.

“Dönüşen Ekonomiler” adlı dördüncü bölümde: gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin merkezi planlamadan rekabetçi piyasa ekonomilerine geçişi Rusya, Çek Cumhuriyeti ve Macaristan örnekleri verilerek ele alınmaktadır.

“Rusya Bankacılığı’nın Konsolidasyonu” adlı raporda, 1994-1996 yılları arasında Rus banka sistemini yeniden düzenlemek amacıyla uygulanan politikalar aynı zamanda büyük çapta finansal krizlerin oluşmasını önlemiştir.

Çek Ulusal Bankası’nın başkanı Dr. Josef Tosovsky 1990-1993 krizleri ile hala devam eden finansal krizlerle ilgili analizler yapmaktadır. Mak-

ro ekonomik istikrar politikalarına ve kur spekülasyonuna neden olan ilk krize sistematik değişimin neden olduğu; 1993 Krizi sonucu ülkenin Çek ve Slovak Cumhuriyeti olarak ikiye ayrılması ile finansal kriz sürecine girmeleri ele alınmaktadır. IMF'in yardımlarıyla Çek Ulusal Bankası'nın kriz sürecinden çıkmak için aldığı gerekli önlemler anlatılmaktadır.

Macaristan Maliye Bakanı Dr. Lajos Bokros, yurtiçi ve yurtdışında finansal dengesizliklerden korunmak için gerekli ekonomik koşulları “İktisadi Durgunluk Yaratılmadan İstikrar: Macaristan'da Uzun Süredir Beklenen Finansal Düzenlemelerin Başarısı” adlı makalesinde Macaristan'ın krize nasıl yaklaştığını tartışmaktadır.

“Devlet Borçları ve Savaş” adlı beşinci bölümde: ilk makalede, iç borcun yarattığı finansal kriz ve bu krizden kurtulmak için başvurulacak yöntemler ele alınmaktadır. Dr. Daniel Gros, teorik bir çerçevede artan devlet borçlarının nedenlerini ve etkilerini analiz etmektedir. İkili Denge Modeli'nde, devletin deflasyonist politikaları ve faiz oranlarıyla borçların sabitleştirilmesi çalışması ile borç tuzağı konularından bahsedilmektedir. İkinci makalede, “Irak Tehlikesinin Kuveyt Bankacılık Sistemine Etkisi: Finansal Krizlerden Alınan Dersler” adlı raporda, Kuveyt Merkez Bankası Başkanı Sheikh Salem Abdul Aziz Al-Sabah, 1990 Irak saldırısı ile Kuveyt'in işgali nedeniyle ortaya çıkan büyük finansal krizlerden alınacak dersleri tartışmaktadır.

“IMF'in Rolü” adlı altıncı bölümde: finansal kriz yönetiminde IMF'in geçmişte ve gelecekteki rolü iki rapor halinde sunulmaktadır. İlk raporda, “Finansal Kriz Yönetimi ve IMF'in Rolü, 1970-1995” adı altında Hollanda Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Prof. Dr. Age F.P. Bakker ve ekonomist Dr. Arend J. Kapteyn geçmişte IMF'nin faaliyetleri ile ilgili genel bilgi vermektedirler. Bretton Woods'un çöküşüyle 1970'lerde IMF'in global ve finansal olaylarda IMF'nin değişen rolünü incelemektedirler. Dr. Bakker ve Dr. Kapteyn, 1970'lerin enerjisini, 1980'lerde dış borç krizlerini, 1990'larda ekonomik değişimleri ve 1994'te Meksika olaylarını analiz etmektedirler.

“Global Ekonomide İstikrarı Sağlanmasında IMF'in rolü” raporunda, Belçika Dışişleri Bakanı Phillippe Maystadt, IMF'in gelecekte olabilecek finansal krizlere karşı geliştirdiği yeni program ve politikaları ile ilgili bilgi vermektedir. Bakan Maystadt, daha bağımsız ve rekabetçi finans piyasalarında istikrarın sağlanabilmesi için IMF'nin geliştirebileceği gerekli önlemlerin neler olabileceği konusuna değinmektedir.

“Özet ve Sonuç” olarak yedinci bölümde: Dr. Scheherazade S. Rehman değişik finansal bölgesel krizlerin oluşum süreçlerini ve etkilerini de-

tafı olarak incelemektedir. Bu kitap, finansal krizlerin seyrini analiz eden ve krizlerin olumsuz etkilerinden kurtulmanın yollarını neden-sonuç ilişkisi çerçevesinde tespit eden yeni ve detaylı bir kaynaktır.

Executive Compensation and Shareholder Value; Theory and Evidence, Jennifer CARPENTER and David YERMACK (eds.), 1999, pp.İx+159

Jennifer Carpenter ve David Yermack tarafından yazılan bu kitapta, yönetici tazminatlarında görülen artışların nedenleri ve etkileri ele alınmaktadır. Amerikan üst düzey yöneticilerinin tazminatları geçmiş yıllara oranla ve özellikle diğer ülkelerin yönetici tazminatlarıyla kıyaslandığında önemli derecede arttığı için bu konuda yeni tartışmalar başlamıştır. Amerikan kamu şirketlerinin borsalardaki hisse değerlerinin artışlarını farketmeleriyle, yönetici tazminatları olağanüstü bir seviyeye çıkmıştır. Bazı kesimler bunu Amerikan yönetiminin iyi çalışmasına ve hissedarların lehine karar veren müdürleri ödüllendirmelerine bağlarken; bazı kesimler yönetici tazminatların çok yüksek olduğunu ve şirket performansı ile alınan ücret arasında bağlantı kurulmamasını ve borsalardaki hisse senetleri kazançlarının hissedarların hakkı olmasını gerektiğini istatistiklere dayanarak ileri sürmektedirler.

Birinci bölümde; yönetici tazminatları ve hissedar kazançları arasındaki bağlantı Amerikan ve uluslararası şirketlerin perspektifiyle incelenmektedir. Yönetici tazminatlarına eleştiriler performans ve ücret arasında ilişkinin kurulmamasına yöneliktir.

Steven Kaplan'ın "Almanya'da, Japonya'da ve Amerika'da Üst Düzey Yönetici Teşvikleri: Karşılaştırmalı Yönetimsel Teşvikler" adlı raporunda Almanya, Japonya ve Amerika'daki tazminatların şirketlerin hisse senedi fiyat performansları ile ilişkili oldukları ve artışların benzer büyüklükte oldukları görülmektedir. Martin J. Conyon ve Joachim Schwalbach, 10 farklı Avrupa ülkesinden alınan bulgularla yönetimsel teşviklerin çeşitliliği konusunda bilgi vermektedir.

Hall'ın raporunda ise Amerikan yönetim tazminatlarının detaylı incelenmesi yer almaktadır. Hall, Amerikada tazminat düzenlemelerin kapsamında hisse satın alma yetkilerindeki artışların yönetimsel teşviklerde gözle görülen değişimlere yol açtığını belirtmektedir.

İkinci bölümde; Amerikan şirketleri tarafından belirlenen yönetim tazminatları yer almaktadır. Kevin Hallok'un "Karşılıklı Anlaşma: Şirket

Yönetiminin Karşılıklı İdari İlişkileri” başlıklı raporunda yönetsel ödemelerde çıkarların ihtilafı ve sonuçları araştırılmaktadır. Hallok, büyük firmaların yaklaşık %20’sinin yönetim kurulu üyelerinin başka şirketlerin de yönetim kurullarında yer aldıklarını belirterek bu yüzden idari problemlerin çıkabileceğini belirtmektedir.

Üçüncü bölümde; yönetici tazminatları kapsamında hisse senedi alma yetkilerinin en hızlı artan yönetim tazminatları oldukları ve Stephen Huddart’ın “Amerika’da Hisse Senedi Alma Yetkilerinin Kullanılması” adlı raporu ile çalışanların hisse senedi alma yetkileri çerçevesinde vergilendirme gerekliliği vurgulanmaktadır. Brian Main, İngiliz şirketlerinin Amerikan şirketleriyle kıyaslandığında yönetici tazminatları kapsamında hisse senedi alma yetkilerinde farklılık olduğunu açıklamaktadır. Main, İngiltere’de 1984’te başlayan ve 10 yıllık süreyi izleyen yönetici tazminatları kapsamında hisse senedi alım yetkilerindeki değişimleri belgelemektedir. Bu değişim, aynı dönemde Amerika’daki hisse senedi alma yetkisi bazlı tazminatlardaki kontrolsüz artış ile kıyaslanmaktadır. Main, İngiltere’de yönetici teşvikleri kapsamında performansa bağlı ikramiyelerin, hisse senedi alım yetkisine dayalı tazminatların yerini aldığını vurgulamaktadır.

İ.M.K.B. YAYINLARI		
I- SÜRELİ YAYINLAR	ISSN/ISBN	ÇIKIŞ TARİHİ
Haftalık Bülten	ISSN 1300-9311	
Türkçe Aylık Bülten	ISSN 1300-9303	
İngilizce Aylık Bülten	ISSN 1300-9834	
Yıllık Rapor -Annual Factbook 1998 (Türkçe ve İngilizce)	ISSN 1300-9281 ISBN 975-8027-57-3	1998
Halka Açılan Şirketler 1998	ISSN 1301-2584 ISBN 975-8027-54-9	1997
Şirketler Yılığ1 -Yearbook of Companies 1998 (Genel Bilgiler ve Mali Tablolar)(Türkçe ve İngilizce)	ISSN 1301-1057 (Takım N: ISBN 975-8027-48-4) (1.Cilt N: ISBN 975-8027-49-2) (2.Cilt N: ISBN 975-8027-50-6)	1998
İMKB Şirketleri 1986-1998 (Sermaye, Temettü ve Aylık Fiyat Verileri) (Türkçe ve İngilizce)	ISBN 975-8027-59-X	1998
II- ARAŞTIRMA YAYINLARI		
- ARAŞTIRMA YAYINLARI SERİSİ		
Türkiye' de Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi-Sibel Kumbasar Bayraktar		1994
Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve Fiyatlama Modeli-Oral Erdoğan		1994
Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye-Araştırma Müdürlüğü		1994
Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler-Kudret Vurgun		1994
Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İ.M.K.B.'da Bazı Değerlendirme ve Gözlemler-Dr. Berna Ç. Kocaman		1995
Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye-Doç. Dr. Sadi Uzunoglu, Yrd. Doç. Dr. Kerem Alkin, Dr. Can Fuat Gürlesel		1995
Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar: Türkiye Örneğı, Sorunlar ve Çözüm Önerileri-Doç. Dr.Targan Ünal		1995
Avrupa Birliğı Sermaye Piyasaları Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası -Dr. Meral Varış Tezcanlı, Dr.Oral Erdoğan	ISBN 975-8027-05-0	1996
Personel Yönetimi-Şebnem Ergül	ISBN 975-8027-07-7	1996
Avrupa Sermaye Piyasaları Bütünleşme ve Türk Sermaye Piyasası -Doç. Dr. Sadi Uzunoglu, Yrd. Doç. Dr. Kerem Alkin, Dr. Can Fuat Gürlesel	ISBN 975-8027-24-7	1997
<u>Avrupa Birliğı ve Türkiye-Prof. Dr. Rıdvan Karluk</u>	ISBN 975-8027-04-2	1996
İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar-Dr. Meral Varış Tezcanlı	ISBN 975-8027-17-4	1996
Insider Trading and Market Manipulation-Dr. Meral Varış Tezcanlı	ISBN 975-8027-18-2	1996
Stratejik Ortaklıklar : Türk Şirketleri İçin Büyüme ve Global Pazara Açılma Teknikleri-Ömer Esener	ISBN 975-8027-28-X	1997
Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar	ISBN 975-7869-04-X	1996

İ.M.K.B. YAYINLARI		
Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar) -Vural Günal	ISBN 975-8027-34-4	1997
KOBİ'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü - R. Ali Küçükçolak	ISBN 975-8027-39-5	1998
Hisse Senedi Opsiyonları ve İMKB'de Uygulanabilirliği (Dr.Mustafa Kemal Yılmaz)	ISBN 975-8027-45-X	1998
Özel Emeklilik Fonları : Şili Örneğinden Alınacak Dersler (Çağatay Ergenekon)	ISBN 975-8027-43-3	1998
İMKB Getiri Volatilitésinin Makro Ekonomik Konjonktür Bağlamında İrdelenmesi (Prof.Dr. Hurşit Güneş - Yrd.Doç.Dr. Burak Saltoğlu)	ISBN 975-8027-32-8	1998
Nasıl Bir Para Sistemi ? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler (Prof.Dr. Coşkun Can Aktan- Yrd. Doç.Dr. Utku Utkulu- Dr. Selahattin Togay)	ISBN 975-8027-47-6	1998
Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar (Dr. Oral Erdoğan - Levent Özer)	ISBN 975-8027-51-4	1998
Repo ve Ters Repo İşlemleri - Muhasebesi, Esaslar ve Uygulama- Yrd. Doç. Dr. Nuran Cömert Doyrangöl	ISBN 975-8027-12-3	1996
Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri- Araştırma Müdürlüğü	ISBN 975-8027-44-1	1998
- TÜREV PİYASA ARAŞTIRMALARI SERİSİ		
Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanılarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler- Mustafa Kemal Yılmaz		1996
- SEKTÖR ARAŞTIRMALARI SERİSİ		
Otomotiv Sektörü		1995
Tekstil Sektörü (Pamuklu)		1995
Gıda Sektörü		1995
Cam Sektörü		1995
Sigorta Sektörü		1995
Turizm Sektörü		1995
Kağıt Sektörü	ISBN 975-8027-09-3	1996
Tekstil Sektörü (Sunı-Sentetik,Yünlü, Hazır Giyim, Deri ve Deri Mamulleri)	ISBN 975-8027-10-7	1996
Gıda Sektörü (Bitkisel Yağ, Et ve Et Ürünleri, Meyve Sebze İşleme Süt ve Süt Ürünleri, Şeker ve Şekerli Mam., Un ve Unlu Mam., Yem)	ISBN 975-8027-19-0	1997
- EĞİTİM SERİSİ		
Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu (Mayıs 1998)	ISBN 975-8027-41-7	1998
III- TANITIM YAYINLARI		
Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası	ISBN 975-8027-31-X	1997
Hisse Senedi Alım Satım Kılavuzu	ISBN 975-8027-35-2	1997
Yatırım Danışma Merkezi		1957