

**T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

DOLARİZASYONUN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

ve

TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Derya HEKİM

BURSA 2008

**T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

DOLARİZASYONUN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

ve

TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Derya HEKİM

**Danışman
Yar. Doç. Dr. Nejla ADANUR AKLAN**

BURSA 2008

T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İktisat Anabilim Dalı, 700511002 numaralı Derya HEKİM'in hazırladığı "Dolarizasyonun Makroekonomik Etkileri ve Türkiye Örneği" konulu Yüksek Lisans Çalışması ile ilgili tez savunma sınavı, 07/08/ 2008 günü 16:00 -saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin/çalışmasının(başarılı/başarısız) olduğuna(oybirliği/oy çokluğu) ile karar verilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu Başkanı)

Yard. Doç. Dr. Nejla ADANUR AKLAN
T.C. ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

Üye

Prof. Dr. Erol İYİBOZKURT
T.C. ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

Üye

Prof. Dr. Emin ERTÜRK
T.C. ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

Üye

Prof. Dr. M. Hanifi ASLAN
T.C. ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

Üye

Prof. Dr. N. Ebru ERTAŞ
T.C. ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

07/ 08/ 2008

ÖZET

Yazar	: Derya Hekim
Üniversite	: Uludağ Üniversitesi
Anabilim Dalı	: İktisat
Tezin Niteliği	: Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı	: xi + 126
Mezuniyet Tarihi	: /.... / 2008
Tez Danışman(lar)ı	: Yard. Doç. Dr. Nejla Adanur Aklan

DOLARİZASYONUN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Küreselleşme ve sermaye piyasalarının entegre olmasıyla başlayan dolarizasyon süreci ekonomiler açısından önemli sonuçlar ortaya çıkarması sebebiyle oldukça tartışılan bir konu haline gelmiştir. Bu tezin amacı da dolarizasyon olgusunun incelenmesi ve Türkiye Ekonomisi'nde meydana getirdiği kırılganlıkların ortaya konmasıdır. Bu amaçla bu tezde dolarizasyonun teorik temelleri incelendikten sonra Türkiye Ekonomisi'nde oluşumu ve etkileri analizler ve ekonometrik uygulamalarla ortaya konmuştur.

Yapılan ekonometrik uygulamalar sonucu, varlık dolarizasyonunun en önemli belirleyicileri enflasyon ve reel döviz kuru olarak bulunurken, yükümlülük dolarizasyonunun en önemli belirleyicisi varlık dolarizasyonu olarak bulunmuştur.

Dolarizasyonun Türkiye Ekonomisi'nde oluşturduğu kırılganlıkları açıklamak üzere yapılan analizlerde ise bankacılık sektöründe kırılganlıkların 2001 öncesine göre önemli ölçüde azalmış olmasına rağmen reel sektörde kırılganlıkların hala devam ettiği sonucuna varılmıştır. Bu bulgular ışığında ekonomideki kırılganlıkların azaltılması adına yükümlülük dolarizasyonu azaltılmalıdır. Ekonometrik uygulamaların da ortaya koyduğu gibi varlık dolarizasyonu yükümlülük dolarizasyonunun önemli bir belirleyicisidir. Bu durum varlık dolarizasyonuyla mücadeleyi dolarizasyonun etkilerinin azaltılması adına oldukça gerekli kılmaktadır.

Anahtar Sözcükler: Dolarizasyon, Varlık Dolarizasyonu, Yükümlülük Dolarizasyonu, Türkiye Ekonomisi, Finansal Kırılganlık, Bilanço Etkisi

ABSTRACT

Yazar	: Derya Hekim
Üniversite	: Uludağ Üniversitesi
Anabilim Dalı	: İktisat
Tezin Niteliği	: Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı	: xi + 126
Mezuniyet Tarihi	: /.... / 2008
Tez Danışman(lar)ı	: Yard. Doç. Dr. Nejla Adanur Aklan

MACROECONOMIC EFFECTS OF DOLLARIZATION AND THE CASE OF TURKEY

Dolarization has evolved with globalization and the integration of the financial markets. It has been widely discussed because of its consequences. The main issues in this thesis are presenting the dollarization phenomena and the fragilities of the Turkish Economy that occurs because of the dollarization. With this aim in this thesis after the theoretical foundations of the dollarization process has been investigated, the evolution and the effects of the dollarization process in the Turkish Economy has been discussed with the help of analysis and econometric applications.

The econometric applications prove that the main determinants of the asset dollarization are inflation rate and the real exchange rate. And the main determinant of the liability dollarization is asset dollarization as well.

The analysis that aim to present the fragilities in the Turkish Economy, signaling the fragilities in the real sector. On the contrary, banking sector seems to remove its fragilities. With respect to these findings in order to minimize fragilities in the economy liability dollarization should be diminished. As the econometric applications presented; asset dollarization is an important determinant of liability dollarization. In this framework the policies that aim to lessen asset dollarization become highly important.

Key Words: Dollarization, Asset Dollarization, Liability Dollarization, Turkish Economy, Financial Fragility, Balance Sheet Effect

ÖNSÖZ

Son yıllarda ekonomi üzerinde yarattığı etkiler nedeniyle dolarizasyon oldukça tartışılan bir konu haline gelmiştir. Bu durum araştırmacıların bu konuda ilgisini arttırmış, dolarizasyon olgusu tüm yönleri ile tartışılmıştır ve politikalar geliştirilmiştir. Türkiye’de de dolarizasyon olgusu yarattığı etkiler yüzünden oldukça tartışılmıştır.

Bu çalışmada da dolarizasyon olgusu belirleyicileri ve etkileri yönünden tartışılmıştır. Ardından Türkiye’de yaşanan dolarizasyon sürecinin gelişimi ve sonuçları analiz edilmiştir. Çalışmada son olarak Türkiye’de yaşanan dolarizasyon süreci ekonometrik modeller yardımı ile incelenmiştir.

Bu çalışmanın hazırlanmasında bana yön gösteren ve her konuda sonsuz desteğini esirgemeyen danışmanım Yard. Doç. Dr. Nejla ADANUR AKLAN’a teşekkür ediyorum.

Bursa, 2008

Derya HEKİM

DOLARİZASYONUN MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

TEZ ONAY SAYFASI.....	ii.
ÖZET.....	iii.
ABSTRACT.....	iv.
ÖNSÖZ.....	v.
İÇİNDEKİLER.....	vi.
KISALTMALAR.....	ix.
TABLolar.....	x.
ŞEKİLLER.....	xi.
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM DOLARİZASYON TEORİSİ

1.1	Literatürde Dolarizasyon.....	5
1.2	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Dolarizasyon.....	8
1.2.1	Gelişmiş Ülkelerde Dolarizasyon.....	8
1.2.1.1	Avrupa Parasal Birliği ve Euro.....	9
1.2.1.2	Kanada ve ABD Doları.....	10
1.2.2	Gelişmekte Olan Ülkelerde Dolarizasyon.....	11
1.2.2.1	Latin Amerika Ülkeleri.....	12
1.2.2.2	Geçiş Ekonomileri.....	14
1.3	Dolarizasyonu Belirleyen Faktörler.....	16
1.3.1	Makroekonomik Faktörler.....	16
1.3.1.1	Enflasyon ve Reel Döviz Kuru.....	17
1.3.1.2	Faiz Farklılıkları.....	18
1.3.2	Yapısal Faktörler.....	19
1.3.2.1	Piyasa Başarısızlıkları.....	19
1.3.2.2	Finansal Gelişim ve Derinlik.....	22
1.3.2.3	Orijinal Günah (Original Sin) Problemi.....	22
1.3.3	Kurumsal Faktörler.....	23
1.3.3.1	Zayıf Kurumlar.....	23
1.3.3.2	Yeraltı Ekonomisi.....	24
1.3.4	Bütçe Açıkları.....	25
1.4	Dolarizasyon Histerisi.....	25

İKİNCİ BÖLÜM DOLARİZASYONUN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

2.1	Hükümet Gelirleri Üzerine Etkisi.....	29
2.1.1	Senyoraj	30
2.1.2	Enflasyon Vergisi.....	31
2.2	Para Talebi Üzerine Etkisi.....	33
2.3	Para Politikası Üzerine Etkisi.....	35
2.4	Döviz Kurlarına Etkisi.....	38
2.4.1	Döviz Kurlarının Belirlenmesi.....	38
2.4.2	Dalgalanma Korkusu.....	39
2.4.3	Döviz Kuru Rejimi Seçimi	40
2.5	Sektörlerin Kırılganlığı ve Krizler Üzerine Etkisi.....	42
2.5.1	Reel Sektör Açısından.....	44
2.5.2	Bankacılık Sektörü Açısından.....	45
2.5.3	Kamu Sektörü Açısından.....	48
2.6	Dolarizasyona Yönelik Politikalar.....	48
2.6.1	Pasif Politikalar.....	49
2.6.1.1	Resmi (De jure) Dolarizasyon.....	49
2.6.1.2	Dolarizasyonun Makroekonomik Etkilerini Sınırlamaya Yönelik Politikalar.....	51
2.6.2	Aktif Politikalar-Dedolarizasyon Politikaları	52
2.6.2.1	Dolarizasyonun Yasaklanması (Kısıtlanması).....	54
2.6.2.2	Havuç-Sopa Yaklaşımı.....	55
2.6.2.2.1	Sopa (Ceza) Stratejileri.....	55
2.6.2.2.2	Havuç (Ödül) Stratejileri.....	56

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM TÜRKİYE’DE DOLARİZASYON SÜRECİ VE MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

3.1	Dolarizasyon Bileşik Endeksi.....	60
3.2	Türkiye’de Dolarizasyon Sürecinin Tarihsel Gelişimi.....	63
3.2.1	1980-2001.....	64
3.2.2	2001 ve Sonrası.....	67
3.3	Türkiye’de Dolarizasyonun Kırılganlıklar Üzerine Etkisi.....	69
3.3.1	Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri.....	70
3.3.1.1	Kredi ve Kur Riski.....	70
3.3.1.1.1	Kur Riski.....	70

3.3.1.1.2 Kredi Riski.....	75
3.3.1.2 Bankacılık Sektörü Sağlamlık Göstergeleri.....	76
3.3.1.2.1 Bankacılık Sektörü Kırılganlık Endeksi (BSF).....	76
3.3.1.2.2 TCMB Finansal Sağlamlık Endeksi (FSE).....	78
3.3.2 Reel Sektör Üzerine Etkileri.....	81

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM AMPİRİK ANALİZ

4.1 Modelin Tanıtımı ve Veriler.....	87
4.2 Durağanlık Analizleri.....	90
4.3 Ekonometrik Model.....	92
4.3.1 Varlık Dolarizasyonu.....	92
4.3.2 Yükümlülük Dolarizasyonu.....	97
SONUÇ.....	102
KAYNAKLAR.....	106
EK Sektörlerin Risk Göstergeleri.....	124
ÖZGEÇMİŞ.....	126

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Arttırılmış Dickey-Fuller Testi
AIC	: Akaike Bilgi Kriteri
ARCH	: Oto regresif Koşullu Heteroskedastisite
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BSF	: Bankacılık Sektörü Kırılganlık Endeksi
CMIR	: Parasal Enstrümanlar Raporu
DTH	: Döviz Tevdiat Hesapları
EMU	: Avrupa Parasal Birliği
FSE	: Finansal Sağlamlık Endeksi
GARCH	: Genelleştirilmiş Oto regresif Koşullu Heteroskedastisite
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HHD	: Hali Hazır Değer
OPEC	: Petrol Üreten ve İhraç Eden Ülkeler
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
YP	: Yabancı Para

TABLÖLAR

1.1	Latin Amerika Ülkelerinde Dolaşan ABD Doları.....	14
1.2	DTH/Toplam Mevduatlar (2001 Yılı)	15
3.1	Dolarizasyon Endeks Değerleri.....	61
3.2	Türkiye’de Dolarizasyon Endeks Değerleri.....	61
3.3	Türkiye Dışborç Stoku.....	68
3.4	Kriz Öncesi Açık Pozisyonlar (Milyon Dolar)	71
3.5	Yurtdışından Sağlanan Krediler.....	71
3.6	Kriz Sonrası Bankacılık Sektörü Açık Pozisyonları (Milyon Dolar)	73
3.7	Takipteki Kredilerin Toplam Krediler İçindeki Payı (% Yüzde).....	75
3.8	Finansal Sağlamlık Göstergeleri.....	79
4.1	ADF Birim Kök Testleri.....	91
4.2	Breush-Godfery LM Testi (Model 4.1)	93
4.3	ARCH LM Testi (Model 4.1)	95
4.4	Breush-Godfery LM Testi (Model 4.2)	98
4.5	ARCH LM Test.(Model 4.2).....	95

ŞEKİLLER

1.1	Ülkelere Göre Ortalama(DTH/Toplam Mevduat) Oranları.....	12
2.1	Enflasyon Vergisi için Laffer Eğrisi.....	32
3.1	Türkiye’de Dolarizasyon Endeksleri.....	63
3.2	DTH/M2Y ve Enflasyon Oranları (% Yüzde).....	65
3.3	Dış Borç Stoku/ GSYİH (% Oranlar).....	69
3.4	Özel Bankaların Yabancı Para Net Genel Pozisyonu/ Özkaynak Gelişimi.....	74
3.5	Bankacılık Sektörü Kırılganlık Endeksi (BSF).....	78
3.6	Finansal Sağlık Endeksi (FSE).....	80
3.7	Kur Riski Endeksi.....	81
3.8	Reel Sektörün Yabancı Para Kredi/ Toplam Kredi Rasyoları.....	82
3.9	1999 Yılı Sonu Şirketler Kesimi Riskleri.....	84
3.10	2006 Yılı Sonu Şirketler Kesimi Riskleri.....	85

GİRİŞ

1970'lerden sonra hızlanan küreselleşme finansal piyasaların entegrasyonunu da arttırmıştır. Küreselleşmenin bir boyutu olan iletişimde meydana gelen yenilikler finansal işlemlerin daha hızlı ve kolay gerçekleştirilmesine ve işlem maliyetlerinin düşmesine olanak sağlamıştır. Bu gelişmeler ekonomik birimlere daha geniş piyasa avantajları sunarken, değeri istikrarlı görülen yabancı paraların ve yabancı para cinsinden enstrümanların kullanımını yaygınlaştırmıştır. Zaman içinde değeri istikrarlı olan paralar özellikle makroekonomik istikrarsızlıkların yaşandığı ülkelerde ulusal paraların fonksiyonlarını yerine getirmeye başlamışlardır.

Yabancı para ve yabancı para cinsinden enstrümanların kullanımı hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde gözlemlenebilen bir olaydır. Gelişmiş ülkelerde gerek bu sürecin simetrik olması gerekse gelişmekte olan ülkelerdeki kadar yüksek boyutta olmaması tartışmaları gelişmekte olan ülkeler üzerinde yoğunlaştırmıştır.

Çoğu gelişmekte olan ülkede yaşanan istikrarsızlıklar, piyasaların gelişmemiş olması, yapısal ve kurumsal sebepler yabancı para ve yabancı para cinsinden enstrümanların ülke içinde kullanımının artmasına neden olmuştur. Bu süreç ise özellikle devlet gelirlerinin azlaması ve para politikasının istikrarsızlaşması gibi etkiler ortaya çıkarmıştır. Bu durumda otoriteler bir seçimle karşı karşıya kalmışlardır. Ya yabancı para ve yabancı para cinsinden enstrümanların kullanımını yasaklayacak ve sonucunda finansal aracılığın zedelenmesi ve sermaye kaçışlarına katlanacaklar ya da yabancı para ve yabancı para cinsinden enstrümanların kullanımına izin vererek dolarizasyonun etkilerine katlanacaklardır. Çoğu gelişmekte olan ülkede ikinci alternatif tercih edilmiştir. Döviz kontrolleri uygulamaları dönem dönem denense de gerek politik baskılar gerekse yaşanan döviz darboğazlarını çözmek üzere liberal politika uygulamaları tercih edilmiştir. Uygulanan liberal politikalar ise dolarizasyon sürecinin artarak sürmesine sebep olmuştur.

Dolarizasyonla ilgili literatürde yer alan ilk çalışmalar dolarizasyona varlık açısından yaklaşmakta ve dolarizasyonu yabancı para cinsinden varlıklarla ölçmekteydi. Ancak son yıllarda yaşanan krizler dolarizasyonla ilgili algıların değişmesine neden olmuştur. Özellikle Asya Krizlerinde yabancı para cinsinden yükümlülüklerin yol açtığı bilanço etkisinin (balance-sheet effect) önemli rol oynaması dolarizasyonla ilgili tartışmalarda odak noktasını bilançoların varlık kısmından yükümlülük kısmına döndürmüştür.

Yol açtığı bu etkiler nedeniyle yükümlülük dolarizasyonu üçüncü nesil kriz modellerinin de bir bileşeni olarak görülmekte ve kriz literatüründe de oldukça tartışılmaktadır. Bu süreç dolarizasyon tanımlarının da değişmesine neden olmuştur. Dolarizasyona daha geniş bir perspektiften bakılmaya başlanmış ve herhangi bir sözleşmenin, borçlu yada alacaklı, yabancı para cinsinden gerçekleştiriliyor olması dolarizasyonun oluşmasında yeterli görülmüştür. Bu tanımlamayla birlikte, literatürde para ikamesi olarak adlandırılan yabancı paranın nakit olarak işlemlerde kullanılmasından, ülkenin yabancı para cinsinden resmi borçlanmasına kadar yabancı parayla gerçekleştirilen tüm işlemler dolarizasyonun ilgi alanına girmektedir.

Dolarizasyon ekonomi üzerinde oluşturduğu etkiler sebebiyle oldukça tartışılmış ve çeşitli politikalar geliştirilmiştir. Ülkeler aktif ve pasif politikalar uygulayarak dolarizasyonun makroekonomik etkilerini sınırlandırmaya çalışılmışlardır. Ancak uygulanan politikaların pek azının başarıyla sonuçlandırılması dolarizasyonun sadece özel bir takım politikalarla değil ekonominin tümüne yayılacak ve sürdürülecek bir istikrar süreciyle birlikte başarılabilceği sinyallerini vermektedir.

Türkiye de dolarizasyonun en yoğun olarak tecrübe edildiği ülkeler arasında yer almaktadır. Yaşanan makroekonomik istikrarsızlıklar ve kronik enflasyon ortamı; ekonomik birimleri yabancı para ve yabancı para cinsinden enstrümanların kullanımına itmiştir. Finansal piyasaların sığ olması ve ülkelerin uluslararası piyasalardan kendi parasından borçlanamaması gibi yapısal problemler de Türkiye ekonomisini dolarizasyon seviyeleri sıralamasında en üst sıralara yerleştirmiştir.

Dolarizasyonun yüksek seviyelerde olması, Türkiye ekonomisinde kırılganlıkların artmasına sebep olmuştur. 2000 ve 2001 krizlerinde bu kırılganlıkların etkisi açıkça görülmektedir. 2001 yılından sonra uygulanan ekonomik programla birlikte dolarizasyon düşüşe geçmiş olsa da hala yüksek seviyesini korumaktadır. Özellikle şirketler kesiminin yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin yüksek seviyelerde bulunması Türkiye ekonomisinde dolarizasyondan kaynaklanan kırılganlıkların hala sürdüğünü göstermektedir.

Araştırmanın temel amacı dolarizasyonun makroekonomik etkilerinin teorik olarak ortaya konması ve Türkiye ekonomisinde oluşturduğu kırılganlıkların araştırılmasıdır. Bu amaçla ilk olarak birinci bölümde dolarizasyonun teorik temelleri incelenmiştir. Bu doğrultuda öncelikle dolarizasyona getirilen çeşitli tanımlar açıklanmıştır. Bu açıklamalar ışığında ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde dolarizasyon süreçleri karşılaştırılmış ve farklılıkları ortaya konmuştur. Ardından dolarizasyon sürecini belirleyen faktörler araştırılmıştır. Dolarizasyonun belirleyicileri araştırılırken makroekonomik faktörlerin yanında piyasa başarısızlıkları gibi mikroekonomik faktörler ve kurumsal faktörler de ortaya konmuştur. Dolarizasyon teorisinde son olarak histerinin teorik temelleri hakkında bilgi verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise dolarizasyonun ekonomide ortaya çıkardığı etkiler ayrıntılı bir şekilde tartışılmıştır. Bu doğrultuda yabancı paranın ulusal paranın bir alternatifi haline geldiği dolarizasyon sürecinin devletin para basmadan doğan gelirleri üzerinde ne gibi etkileri olduğu araştırılmıştır. Ardından dolarizasyonun para talebi ve para politikasını ne şekilde etkilediği üzerinde durulmuştur. Döviz kurlarının üzerindeki etkileri incelendikten sonra dolarizasyonun kırılganlıklar ve krizler üzerine etkileri açıklanmıştır. Bankacılık, kamu ve reel sektörde kırılganlıkların ne şekilde oluştuğu ve birbirini nasıl etkilediği bilanço etkisi kapsamında tartışılmıştır. Dolarizasyonun açıklanan makroekonomik etkilerine karşı geliştirilen aktif ve pasif politika uygulamaları, negatif ve pozitif yönleri tartışılarak ortaya konmuştur.

Çalışmanın üçüncü bölümünde öncelikle Türkiye’de dolarizasyon süreci Reinhart et al.(2003)’nin oluşturduğu bileşik bir endeksle ortaya konmuştur. Ardından Türkiye’de dolarizasyonun gelişimi bileşik endeks ve tarihsel gelişmeler çerçevesinde incelenmiştir. Dolarizasyonun bankacılık sektörü ve reel sektör üzerindeki etkileri bu bölümün son kısmında incelemeye alınmıştır. Türkiye’de bankacılık sektörünün yapısı ortaya konmuş bankacılık sektörünün kriz öncesi ve sonrası oluşan kırılganlıkları Kibritçioğlu(2003) ve TCMB tarafından hazırlanan gösterge endekslerden yararlanılarak tartışılmıştır. Bunun yanında reel sektörde oluşan riskler TCMB Risk Merkezi verileri ile Kesriyeli v.dğr.(2005)’nin çalışmasına benzer bir analizle kriz öncesi ve kriz sonrası olarak iki dönemde incelenmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise Türkiye’de yaşanan dolarizasyon süreci varlık ve yükümlülük açısından ayrı ayrı ele alınarak incelenmiştir. Yaşanan dolarizasyon sürecinin belirleyicileri araştırılmak üzere iki model geliştirilmiş ve bu modeller regresyon analizleri kullanılarak ekonometrik olarak test edilmiştir. Çalışmanın sonuç bölümünde ise ulaşılan temel bulgular değerlendirilmiştir.

1. DOLARİZASYON TEORİSİ

Bu bölümde dolarizasyon sürecinin teorik altyapısı detaylı olarak incelenecektir. Bu amaçla öncelikle literatürde yer alan dolarizasyon tanımları üzerinde durulacaktır. Bölümde ikinci olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklılık gösteren dolarizasyon süreçlerine değinilecektir. Dolarizasyonu oluşturan etmenler detaylı olarak açıklanacak ve bölümde son olarak dolarizasyon histerisi teorik olarak ortaya konacaktır.

1.1 Literatürde Dolarizasyon

Dolarizasyon en geniş anlamıyla değeri istikrarlı bir seyir izleyen yabancı paranın, ekonomik birimler tarafından ülke içinde kullanılmasıdır. Çoğunlukla kullanılan istikrarlı para ABD doları olduğundan bu süreç “dolarizasyon” olarak da adlandırılır¹.

Miles(1978)'a göre ise bir miktar yabancı paranın ülke içinde tutulması dolarizasyonun bir göstergesi olamaz. Yabancı para birtakım tarihsel yada kurumsal nedenlerle ülke içinde bulunabilir. Dolarizasyon sürecinden bahsedebilmek için ülke içinde bulunan yabancı para balanslarının ekonomik değişkenlerle birlikte değişmesi gerekmektedir.

Literatürde yer alan çok sayıda çalışma dolarizasyonu para talebinin geleneksel fonksiyonlarına dayandırarak açıklamaktadır. Bu görüşe göre ulusal para makroekonomik istikrarsızlıklar ve yapısal faktörler sebebiyle geleneksel fonksiyonlarını yerine getirmekte zorlanmakta, bu fonksiyonları yerine getirmek üzere değeri istikrarlı olan yabancı para tercih edilmektedir. Calvo ve Vegh(1992)'e göre dolarizasyon; ulusal paranın “hesap birimi olma” ve “değer saklama” fonksiyonlarının yabancı para tarafından ele

¹ Böyle bir sürecin dolarizasyon olarak adlandırılması için kullanılan paranın mutlaka ABD doları olması gerekmez. Ülke içinde herhangi bir yabancı para kullanılıyorsa dolarizasyon olarak nitelendirilebilir. Ancak paranın ne olduğu vurgulanmak isteniyorsa markizasyon(markization) yada euroizasyon (euroization) gibi ifadelerle de karşılaşılabılır. (Bkz: Özcan – Us (2006))

geçirilmesidir. Ulusal paranın “değişim aracı olma” fonksiyonunun yabancı para tarafından ele geçirilmesi ise para ikamesi olarak ifade edilir.²

Paranın değer saklama fonksiyonu ilk el değiştiren fonksiyonudur. Uzun süreli yüksek ve hiperenflasyon dönemlerinden sonra ise ulusal para değişim aracı olma özelliğini de kaybeder (Savastano 1996: 226). Bu anlamda para ikamesi dolarizasyonun son aşaması olarak görülmektedir.

Feige(2003) de benzer bir ayırımla dolarizasyonu; yabancı paranın ulusal paranın fonksiyonlarını yerine getirmek üzere ulusal parayı ikame etmesi olarak ifade eder. Yabancı paranın değişim aracı olma fonksiyonunu yerine getirmesini para ikamesi, değer saklama fonksiyonunu yerine getirmesini ise varlık ikamesi olarak ayırır.

Ulusal paranın resmi olarak tedavülde olup olmamasına dayandırılarak da dolarizasyona farklı tanımlamalar getirilmiştir. Bu çerçevede Calvo(1999) dolarizasyonu, kısmen ve tam dolarizasyon olarak ikiye ayırır. Kısmen dolarizasyon; yabancı paranın ulusal paranın üç klasik fonksiyonundan birini ele geçirmesiyle oluşur. Tam dolarizasyonda ise Panama’da olduğu gibi yabancı para ulusal paranın yanında resmi her türlü ödemede kullanılmaktadır.

Benzer bir ayırım literatürde fiili (*de facto*) ve resmi (*de jure*) dolarizasyon adı altında yapılmaktadır. Fiili (*de facto*) dolarizasyon; yabancı paranın ulusal paranın yanında kısmi olarak kullanıldığı bir durumu ifade eder. Resmi (*de jure*) dolarizasyonda ise yabancı para kanuni para (legal tender) olarak işlem görmektedir.³ Resmi dolarizasyon

² Paranın değişim aracı olma fonksiyonu dolaşımdaki yabancı para miktarı ile ölçülmektedir. Ancak bu konuda sağlıklı bir veri bulunamadığından yapılan çalışmalarda çoğunlukla ölçülen dolarizasyondur. Dolaşımdaki yabancı parayı tahmin etmeye yönelik çalışmalar da yapılmaktadır. Bu çalışmalarda ABD dışında dolaşan doların miktarı hakkında resmi tahmini veriler kullanılmış ve bunların hangi oranda hangi ülkeye girdiği araştırılmıştır. Ancak bu veriler de tam olarak sağlıklı veri sayılamazlar. Örneğin Döviz ve Parasal Enstrümanlar Raporu (CMIR) verileri \$10,000 üstündeki ve resmi çıkışları kaydeder. Küçük miktarlar ve resmi olmayan yollarla çıkışlar kaydedilmez. (Bkz: Murray - Powell(2002), Feige(2003) , Feige - Dean(2002), Kamin - Ericsson(1993,2003))

³ Bu ayırım literatürde önemli sayıda çalışmada yer almaktadır. Bkz. Broda – Levy Yeyati(2002), Feige - Dean(2002), Feige(2003), Levy Yeyati(2005), Ize - Powell (2004)

uygulandığında ulusal para tamamen terk edilebileceği gibi yabancı paranın yanında tedavülde olmayı da sürdürebilir.

Dolarizasyon konusuyla ilgili yapılan ilk çalışmalarda dolarizasyon yabancı para cinsinden varlıklarla ölçülmüştür. Ancak 1990'ların sonunda yaşanan bankacılık ve finansal krizler dolarizasyonun farklı yorumlanmasına neden olmuştur. Ekonomik birimlerin yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin artması ve bu yükümlülüklerin kur uyumsuzlukları yoluyla finansal baskı oluşturması dikkatleri yükümlülük dolarizasyonuna çekmiştir. Dolarizasyon tanımlamaları değişmiş, dolarizasyon tanımlanırken bilançoların her iki kısmı da dikkate alınmaya başlanmıştır. Levy Yeyati(2005)'ye göre dolarizasyon terimi ile yabancı para cinsinden herhangi bir sözleşmenin, yerleşiklerin (özel yada kamu) sözleşmenin hangi tarafında olduğuna bakılmaksızın, bulunması kastedilmektedir. Bu açıklamayla ülkenin yabancı para cinsinden resmi borçlanması da dolarizasyon olarak kabul edilmektedir.

Ize ve Parrado(2002) bu çerçevede dolarizasyonu üç bölüme ayırarak tanımlar: ödemeler dolarizasyonu, finansal dolarizasyon ve reel dolarizasyon⁴. Ödemeler dolarizasyonu ile yabancı paranın ödemelerde kullanılması kastedilmektedir. Literatürde para ikamesi olarak yer alan çalışmalar genellikle ödemeler dolarizasyonuna atfedilir.

Finansal dolarizasyon; mevduat, kredi yada diğer finansal sözleşmelerin yabancı para kullanılarak gerçekleştirilmesidir. Arteta(2002) da çalışmasında finansal dolarizasyonu yerleşiklerin varlık ve yükümlülüklerinin bir kısmını yabancı para cinsinden enstrüman olarak tutması şeklinde tanımlamaktadır. Bu anlamda finansal dolarizasyon ekonomik birimlerin bilançolarının iki tarafını da kapsamaktadır. Dolayısıyla finansal dolarizasyon varlık ve yükümlülük dolarizasyonu olarak iki kısımda incelenir. Son yıllarda yapılan çalışmalar özellikle yükümlülük dolarizasyonun finansal kırılganlığı arttırdığını göstermiştir. 1994-95 Tekilla krizi, 1997'de Asya'da başlayan ve yayılan krizlerde bu kırılganlıkların önemli rolü bulunmaktadır (Galindo-Liederman 2005:11).

⁴ Bu ayırım son yıllarda çok geniş kabul görmüştür. Bkz. Arteta (2003), Ize - Levy Yeyati(2003), De Nicolo, Honohan - Ize(2003), Fisher (2006), Serdengeçti (2005)

Reel dolarizasyon ise ücretlerin, fiyatların ve diğer sözleşmelerin yabancı paraya endekslenmesi ile oluşur.⁵ İsrailde yaşanan süreç reel dolarizasyona örnek olarak gösterilebilir. Bazı profesyonel hizmetler⁶ karşılığında yapılan ödemeler, kiralar ve bazı ticarete girmeyen malların fiyatları dolarla hesaplanmaktadır.⁷

Literatürde yer alan çalışmalar dolarizasyona farklı yorumlar getirmişlerdir. Ancak son yıllarda dolarizasyonun makroekonomik etkileri incelenirken özellikle finansal dolarizasyona vurgu yapılmaktadır. Bu çalışmada dolarizasyon kavramı Ize ve Parrado(2002)'nin açıkladığı şekilde üç boyutta incelencektir.

1.2 Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Dolarizasyon

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde dolarizasyon farklı süreçler gösterir. Ramirez-Rojas(1985) çalışmasında bu farklılığı ortaya koymaktadır. Gelişmiş ülkelerde yaşanan dolarizasyonu “simetrik” olarak adlandırır. Bu ülkelerde; yerleşik ve yerleşik olmayanların hem ulusal para, hem de yabancı parayı karşılıklı olarak talep etmesi söz konusudur. Gelişmekte olan ülkelerde gözlemlenen süreç ise “asimetrik”tir. Yerleşikler kendi ulusal paralarının yanında yabancı parayı talep ederlerken, ulusal paraları talep edilen yerleşik olmayanlar; karşı bir talep göstermemektedirler.

1.2.1 Gelişmiş Ülkelerde Dolarizasyon

Gelişmiş ülkelerde yabancı paraya olan talep dış ticaret işlemleri ve bazen de finansal getiri maksimizasyonuna yönelik portföy çeşitlendirmelerine dayanmaktadır. Dolayısıyla bu ülkelerde yabancı paraya olan talep kurumsal faktörlerle açıklanabilir (Acar Balaylar 2001: 9). Globalizasyon sonucu artan mal ve sermaye piyasaları entegrasyonu yabancı paraların, işlem maliyetleri ve spekülatif nedenlerle karşılıklı olarak talep edilmesine yol açmıştır. Gelişmiş ülkelerde artan entegrasyon sonucu ortaya çıkan

⁵ Luca ve Petrova(2003) reel dolarizasyonu firmaların getirilerinin ve maliyetlerinin yabancı para cinsinden olması şeklinde ifade ederler. Bu tanıma göre reel dolarizasyon döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi ile ölçülebilir.

⁶ Bu hizmetler arasında avukatlık ve muhasebecilik hizmetleri gibi hizmetler yer alır.

⁷ İsrail'de enflasyon %2 düzeylerine inmiş olmasına rağmen reel dolarizasyon hala kaybolmamıştır. (Bkz:Fisher(2006))

dolarizasyon iki örnekle açıklanacaktır. Bunlardan ilki *de jure* dolarizasyon olarak karşımıza çıkan Avrupa Parasal Birliği, diğeri *de facto* dolarizasyon olarak gösterilebilecek Kanada örnekleridir.

1.2.1.1 Avrupa Parasal Birliği ve Euro

Avrupa Birliği içerisindeki ülkeler Avrupa Parasal Birliği çerçevesinde ortak bir para birimi oluşturmuşlar ve ulusal paralarını terk edip ortak para olan Euro'ya geçiş sürecini başlatmışlardır. Bu açıdan baktığımızda Euro'ya geçiş daha önce tarif ettiğimiz *de jure* dolarizasyon tanımına uymaktadır. Bu süreçte ülkeler resmi (legal tender) olarak Euro'yu kabul etmişlerdir.

Avrupa Parasal Birliği (EMU) çerçevesinde parasal entegrasyonun oluşturulması ile Avrupa Birliği içerisinde ticaret kazançlarının artırılması hedeflenmiştir. Buna ek olarak entegrasyondan gelen nominal ve finansal istikrarla üstü kapalı bir güvenlik ağı oluşturulmuştur. Ayrıca entegrasyonla birlikte sermaye ve işgücü mobilitesi birlik içinde asimetrik konjoktürlerin risk bölüşümüne yol açmaktadır (Levy Yeyati 2005: 8).

Avrupa Birliğinde dolarizasyon süreci, genellikle istikrar gösteren ulusal paralarını, birlik içindeki ticareti arttırmak, döviz kuru riskinden korumak ve işlem maliyetlerini azaltmak üzere Euro ile ikame etmeleri sonucu oluşur (Aklan 2001:8).

Avrupa Parasal Birliği (EMU)'yla uygulanan parasal rejim tüm resmi dolarizasyon uygulamalarında olduğu gibi ulusal para ve maliye politikasını kısıtlar ancak birkaç yönüyle alışlagelmiş resmi dolarizasyon uygulamalarından ayrılır.

Öncelikle alışlagelmiş resmi (*de jure*) dolarizasyon uygulamalarında, Panama ve Ekvator gibi ülkelerde, istikrarsız olan ulusal para değeri daha istikrarlı olarak görülen yabancı para ile değiştirilir. Oysa AB ülkelerinde çoğu istikrarlı olan paralar, birlik içi ticaret ve entegrasyonun getirilerinden yararlanılmak üzere yeni ve ortak kabul gören bir para birimi ile değiştirilmiştir.

Bunun yanında resmi dolarizasyonda ülke, tüm parasal fonksiyonlarını başka bir ülkeye terk eder ve Merkez Bankasının sorumluluğunu daraltır. Avrupa Parasal Birliğinde (EMU) ise ülkeler biraraya gelerek ortak bir para yaratmışlar ve ulusal merkezi otoritelerinin yerini birliğin üyelerine sorumlu bölgesel bir merkez bankası almıştır. Ayrıca Ekvator ve Panama'nın dolarizasyonu tek taraflı iken Avrupa Birliği'nde dolarizasyon çok taraflı ve konsensusa dayalıdır (Le Barron-McCulloch 2000: 4).

1.2.1.2 Kanada ve ABD Doları

Gelişmiş ülkelerde dolarizasyon tecrübesi ile ilgili en ilgi çeken örnek Kanada ekonomisi olmuştur. *De facto* dolarizasyon tecrübesi yaşayan Kanada'nın ABD ile sınır komşusu olması bu süreçte en etkili durumdur.

ABD doları ve Kanada doları arasında yakın bir ilişki düşünülebilir. ABD ve Kanada sınırındaki büyük miktardaki ticaret zaten bunu gerektirir. Ticaretin önündeki engeller kaldırılmış ve bu iki ülke birbirlerinin en büyük ticari partneri konumuna gelmiştir (Boyer 1996: 103). Yüksek derecede entegre olmuş Kanada ve ABD ekonomileriyle Kanada'nın güney komşusuna artan bağımlılığı, Kanada'da ABD dolarına kayışı başlatmıştır (Murray-Powell 2002: 1).

1980'lerin sonu ve 1990'larda ABD dolarının yaygınlaşmasının temel nedenlerinden biri yasal ve yasal olmayan sınır ötesi alışverişlerdir. 1990'ların başında tütün ürünlerine getirilen vergiler sınır ötesi kaçakçılığı arttırmıştır. Bu yasal olmayan kaçakçılık işlemleri genellikle nakit parayla yapılır ve ABD'li alıcılar tarafından gerçekleştirildiği için de ABD doları cinsindedir.

Bunun yanı sıra aynı gün seyahatleri de dolarizasyona katkı sağlamaktadır. Kanada'lılar Kanada doları ABD dolarına oranla daha güçlü olduğunda ABD'nin sınır kentlerinden alışveriş yapmak için bir miktar ABD doları bulundurular (Murray-Powell 2002:24).

Ancak yapılan önemli sayıda çalışma ampirik olarak bu süreci kanıtlamaktan uzaktır. Bordo ve Chouduri(1982) yaptıkları çalışmada paraların ikame elastikiyetini

saptamaya çalışmışlar ve oldukça düşük bulmuşlardır. Benzer bir şekilde İmrohoroğlu(1994) Kanada üzerinde yaptığı çalışmasında ABD dolar mevduatlarının ulusal para mevduatlara iyi bir alternatif olarak görülmediğini ortaya koymuş ve iki ülke parası arasındaki esnekliği 1'in altında tahmin etmiştir. Bu bulgular ışığında dolarizasyon düşük enflasyonlu Kanada gibi bir ülkede ikinci derecede öneme sahiptir yorumu yapılabilir.

1.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Dolarizasyon

Gelişmekte olan ülkelerde dolarizasyon daha yaygın ve asimetrik bir fenomen olarak karşımıza çıkar. “Zayıf”(weak) yada “yumuşak” (soft) para, “güçlü” (hard) para tarafından ikame edilirken, “güçlü” paraya sahip olan ülkede “zayıf” para talep edilmez (Fasano Filho 1986: 19).

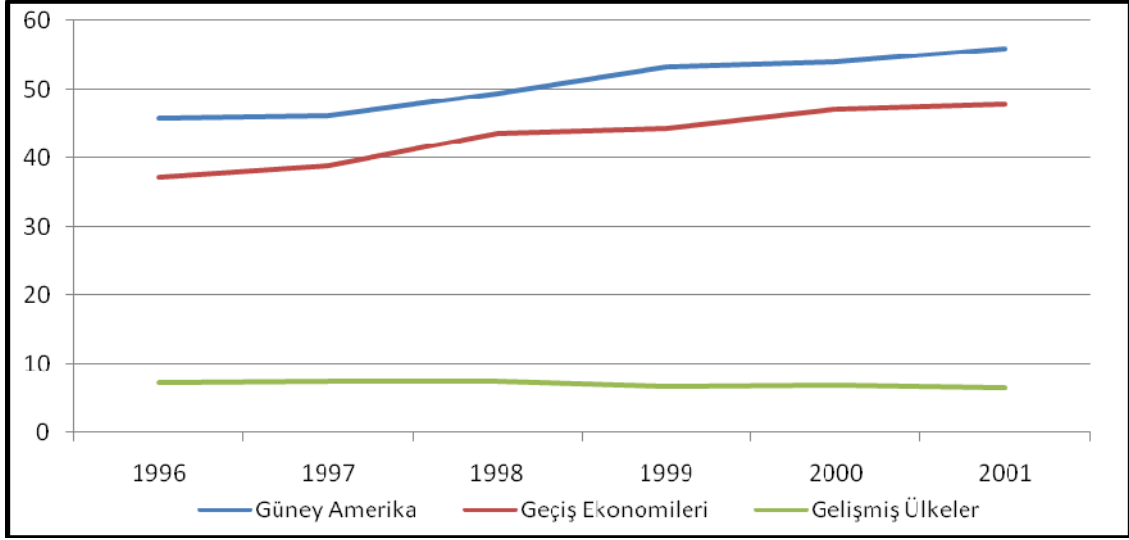
Gelişmekte olan ülkelerde dolarizasyonun yaygın olması gelişmekte olan ülkelerin birtakım ortak özelliklerine dayandırılarak açıklanabilir. Bu ortak özelliklerden ilki gelişmekte olan ülkelerin dış şoklara karşı daha kırılgan olmalarıdır. Örneğin 1994-95 yıllarında Meksika'nın yaşadığı kriz Meksika'yla yoğun mal ve hizmet ticareti yapan Arjantin'i de vurmuş ve işsizliği bu ülkede %5 arttırmıştır. Benzer bir durum Tayland krizi sırasında Endonezya'nın da başına gelmiştir (Calvo 1999: 5). Bu durum piyasalarda istikrarın kolay bozulmasına yol açar ve ekonomik birimlerin yabancı paraya olan taleplerini artırır.

Gelişmekte olan ülkelerde gözlemlenen ikinci ortak özellik ise bu ülkelerin yurtdışından borçlanırken kendi paraları cinsinden değil yabancı para cinsinden borçlanmalarıdır. İlerleyen bölümlerde açıklanacak olan bu durum literatürde orjinal günah (original sin) olarak adlandırılmaktadır. Önemli derecede bütçe açığı veren bu ülkeler, yabancı para ile borçlandıklarında otomatik olarak dolarizasyona başvurmuş olurlar.

Gelişmekte olan ülkelerin üçüncü ortak özelliği ise genelde döviz kurunu hedeflemeleridir (De Nicolo et al. 2003: 13). Döviz kuruna istikrar kazandırmaya çalışma

çabası durumunda yabancı para ile yatırım yapmanın ekonomik birimler açısından riski ortadan kalkar ve ekonomi daha çok dolarize olur.

Şekil 1.1 Ülkelere Göre Ortalama (DTH/Toplam Mevduat) Oranları



Kaynak: De Nicolo et. al.(2004)

Gelişmekte olan ülkeler dolarizasyon araştırmaları için oldukça önemli bir araştırma sahası konumundadır. Yüksek enflasyon ve gelişmemiş finansal piyasaların oldukça yaygın olarak görüldüğü bu ekonomileri iki önemli ülke grubu olarak inceleyebiliriz. Bunlardan ilki siyasi ve ekonomik çalkantıların oldukça yaygın olduğu Latin Amerika ülkeleri ve diğeri ise Sovyetler Birliğinin dağılmasının getirdiği siyasi ve ekonomik bunalımlarla piyasa ekonomisine geçişin sıkıntılarının birleştiği Geçiş Ekonomileri'dir. Şekil 1.1'den de takip edilebileceği gibi gelişmiş ülkelerde yabancı para mevduatların toplam mevduatlar içindeki payı %7 seviyelerindeyken, Geçiş Ekonomilerinde %40 seviyelerinde Latin Amerika ülkelerinde ise %50 seviyelerindedir.

1.2.2.1 Latin Amerika Ülkeleri

Dolarizasyon; makroekonomik istikrarsızlığın önemli ölçüde tecrübe edildiği Latin Amerika ülkelerinde önemli bir fenomen olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu ülkelerin çoğunda ekonomik istirarsızlığın en önemli göstergelerinden biri olan enflasyon oldukça

yüksek ve oynak seyretmektedir. Yabancı para, ki çoğunlukla ABD doları, Latin Amerika'da yüksek ve hatta hiper enflasyona karşı bir koruma aracı olarak görülmektedir.

IMF yabancı para mevduatların toplam mevduatlara oranının %30'u aştığı ülkeleri "dolarize" olmuş ülkeler olarak tanımlar. Balino et.al(1999)'a göre 1995'te Bolivya %82, Arjantin %44 ve Uruguay %76 ile dolarize olmuş ülkeler kapsamında en üst sıraları almaktadırlar.⁸

Latin Amerika ülkelerinde dolar sadece kişilerin portföylerinde "peso" nun yerini almamış; aynı zamanda bazı işlemlerde ve hatta hesap birimi olarak kullanılmıştır. Çoğu Latin Amerika ülkesinde döviz büroları; sokak satıcıları oldukça yaygındır. Bazı durumlarda otobüs yada trenlerdeki şoförler bile döviz alım satımını gerçekleştirebilirler (Guidotti- Rodriguez 1991:1).

Latin Amerika'da dolarizasyon sürecinin belirleyicilerinden biri bu ülkelerde oldukça yaygın olarak görülen kaçakçılık faaliyetleridir. Bu faaliyetlerin özellikle nakit para ile gerçekleştiriliyor olması ve bu paranın da genel kabul gören ABD doları olarak seçilmesi dolarizasyon seviyesinin yükselmesine sebep olmuştur.⁹

Feige et al.(2002) de çalışmalarında Latin Amerikada yaşanan dolarizasyonun para ikamesi boyutunu vurgu yapmışlar ve bu ülkelerde dolaşan ABD dolarını tahmin etmeye çalışmışlardır. Yazarların ülkelerde dolaşan ABD dolarını tahmin etmede kullandıkları veri setleri ABD Döviz ve Parasal Enstrümanlar Raporu (CMIR) verileri ve ABD Federal Reserve ve ABD Hazine yetkililerinin ortaklaşa gerçekleştirdiği gayriresmi anket verileridir. Tablo 1.1'de yazarların bu veri setlerine göre hesapladıkları ülke içinde nakit olarak dolaşan ABD doları miktarları yer almaktadır. Tablo 1.1'e göre Arjantin ve Uruguay ulusal para yanında işlemlerde ABD dolarının en yoğun kullanıldığı Latin Amerika ülkeleridir.

⁸ Türkiye de bu tarihte %46 ile dolarize olmuş ülkeler sınıflamasında yerini alır.

⁹ Bolivya'lı ekonomistlere göre 1985'te özel sektörden gelen yabancı paranın %80'i koka ve kokain üretiminden gelmektedir. Melvin ve Ladman (1991) dolarizasyon ve uyuşturucu ticareti arasındaki ilişkiyi test etmişler ve Bolivya'da koka hasatının yapıldığı aylarla dolarizasyon arasında anlamlı bir ilişki olduğunu saptamışlardır. (Bkz. Melvin ve Ladman(1991)).

Tablo 1.1 Latin Amerika Ülkelerinde Dolaşan ABD Doları

Ülke	Kişi Başına düşen \$	Kişi Başına Düşen \$
	<i>CMIR verileri</i>	<i>ABD Hazine Anketi</i>
Arjantin	1478	698
Brezilya	15	6
Peru	67	185
Kolombiya	NA	52
Uruguay	762	NA
Venezüela	104	NA
Meksika	NA	51
Bolivya	144	NA
Kosta Rika	209	NA
Nikaragua	135	NA

Kaynak: Feige et al.(2002)

1.2.2.2 Geçiş Ekonomileri

Geçiş ekonomilerinin planlı ekonomilerden piyasa ekonomilerine açılımı önemli makroekonomik sorunlar ortaya çıkarmıştır. Bu ülkelerin çoğu önemli ölçüde istikrarsızlık devralmışlardır. Oluşturulan reform süreçleri de bu istikrarsızlıkları güçlendirmiş ve ulusal paraya olan güven sarsılmıştır.

Bu ülkelerde liberalizasyon uygulamaları çerçevesinde döviz tasarrufları üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. Yüksek enflasyon ve istikrarsızlık ortamı içinde bu kısıtlamaların kaldırılması ise yabancı para cinsinden varlıklara olan talebi arttırmıştır. Reform programlarının başlarında %0-%10 arasında olan dolarizasyon oranları çoğu geçiş ekonomisinde %30-%60'lara ulaşmıştır (Sahay-Vegh 1995:203).

1980’lerde enflasyonun yükselmesi ile Polonya, Hırvatistan ve Slovenya (önceleri Yugoslavya) da dolarizasyon yayılmış ve %70-80’lere ulaşmıştır. Yerleşiklerin döviz bulundurmasının yasak olduğu planlı ekonomilerden piyasa ekonomilerine geçişte dolarizasyon önemli oranda artmıştır.¹⁰

Geçiş ekonomilerinde dolarizasyonun en önemli nedenlerinden biri de yabancı para cinsinden varlıkların rakibi konumundaki ulusal para cinsinden varlıkların getirilerinin çok düşük hatta bazı durumlarda negatif olmasıdır. Romanya ve Rusya’da yüksek enflasyon ve faiz oranlarında ki geniş düzenlemeler ulusal para cinsinden varlıkların reel getirilerini etkilemiş ve bu varlıkları ilgi çekici olmaktan uzaklaştırmıştır. Yugoslavya’da ise bu dönemde döviz tevdiat hesapları pozitif getiri sağlayan tek banka hesabı konumuna gelmiştir (Sahay-Vegh 1995:198).

Son yıllarda reform başlangıç sürecine göre dolarizasyon oranlarında bir azalma görülse de hala çoğu geçiş ekonomisinde yüksek seviyesini korumaktadır. Tablo 1.2’de 2001 yılı itibariyle geçiş ekonomilerinde toplam mevduatlar içinde yabancı para mevduatlarının payı belirtilmiştir.

Tablo 1.2 DTH/ Toplam Mevduatlar (2001 Yılı)

ÜLKE	DTH/Toplam Mevduatlar
Arnavutluk	32.1
Ermenistan	81.2
Azerbaycan	81.0
Bulgaristan	57.2
Hırvatistan	71.2
Çek Cumhuriyeti	12.5
Estonya	20.8

¹⁰ Feige (2003)’e göre ABD dışında dolaşan dolarların yaklaşık olarak %29’u geçiş ekonomilerinde bulunmaktadır. Ancak bu dolarizasyon için tam bir gösterge değildir. Geçiş ekonomilerinde euro (daha önceleri mark) bu süreçte daha hakim gözükmektedir.

Gürcistan	81.5
Macaristan	20.5
Kazakistan	56.9
Kırgız Cumhuriyeti	65.1
Polonya	40.2
Romanya	49.0
Rusya	44.0
Slovenya	36.1
Ukrayna	32.4

Kaynak: Honohan ve Shi(2002)

2004 yılı itibari ile Polonya, Slovakya, Slovenya, Macaristan, Letonya, Litvanya ve Çek Cumhuriyeti'nin Avrupa Birliği'ne üye olması ve bu ülkelerin para politikalarını Avrupa Birliği ile uyumlaştırmaları bu ülkelerde makroekonomik istikrarın sağlanmasına yardımcı olmuştur. Euro'yu benimsemeleri ile birlikte bu ülkelerde *de jure* dolarizasyon süreci başlamış olacaktır.

1.3 Dolarizasyonu Belirleyen Faktörler

Bu bölümde dolarizasyonu belirleyen faktörler incelenecektir. Dolarizasyonu belirleyen faktörlere hem varlık hem de yükümlülük açısından yaklaşılabilecektir. Varlık ve yükümlülük dolarizasyonu birbirlerine paralel olarak gelişim göstermektedir. Özellikle bankacılık sistemi regülasyonlarıyla açık pozisyonlara kısıtlama getirilmesi varlık dolarizasyonu artarken, bankaların arz ettikleri yabancı para kredileri arttırması yolu ile yükümlülük dolarizasyonunun da artmasına neden olmuştur.

1.3.1 Makroekonomik Faktörler

Dolarizasyon ekonomik birimlerin makroekonomik istikrarsızlığa karşı verdikleri bir tepkidir (Serdengeçti 2005:4). İstikrar sağlamada başarısız olan makroekonomik yönetimin geçmişine ve bunun beraberinde para politikasının etkinliğini kaybetmesine tepki olarak ekonomik birimler yabancı parayı tercih etmektedirler.

1.3.1.1 Enflasyon ve Reel Döviz Kuru

Enflasyon ve reel döviz kuru özellikle varlık dolarizasyonun en önemli belirleyicilerinden biridir. Kişiler yüksek enflasyon dönemlerinde paralarının satın alma gücünü koruyabilmek için değeri daha istikrarlı olan yabancı parayı ve yabancı para cinsinden varlıkları tercih ederler.

Aşağıda enflasyon ve reel döviz kurunun ekonomik birimlerin portföy tercihlerinde nasıl bir rol oynadığı basit bir modelle ortaya konulacaktır. Endeksleme yada mevduatların vadesinin kısaltılması gibi uygulamaların olmadığı, korunmamış faiz paritesinin geçerli olduğu bir durumu düşünelim. Her bir ulusal para (TL) için ekonomik birim R kazansın. Her TL için reel kazancı enflasyondan arındırılmış olarak;

$$r_{TL} = R - \pi \quad (1.1)$$

olacaktır. π , enflasyonu ifade etmektedir. Eğer aynı ekonomik birim yabancı para (dolar) yatırım yapmayı tercih ederse her bir dolar için R^f kazansın. Bu kazancın TL cinsinden değeri $R^f + dev$ olacaktır. dev ulusal paranın nominal değer kaybı olarak düşünülebilir. Dolar cinsinden bir varlığın reel değeri;

$$r_D = R^f + dev - \pi \quad (1.2)$$

olur. $(dev - \pi)$ basitçe reel döviz kurundaki değişmeyi ifade eder. 2 numaralı denklem aşağıdaki şekle dönüşür:

$$r_D = R^f + reer \quad (1.3)$$

Ekonomik birimin hangi varlığın seçileceği kararı 1.1 ve 1.3 numaralı denklemlerde de açıkça görülebileceği gibi enflasyon ve reel döviz kurunda meydana gelecek değişmelere göre ortaya çıkacaktır (Cowan 2005: 55). Eğer reel döviz kuru enflasyona göre daha istikrarlı ise r_D 'deki oynaklık daha az olacaktır ve ekonomik birimler dolar cinsinden varlıkları tercih edeceklerdir. Enflasyon reel döviz kuruna göre daha

istikrarlı ise r_{TL} 'deki oynaklık daha az olacaktır ve ekonomik birimler TL cinsinden varlıkları tercih edeceklerdir¹¹.

De Nicolo et al.(2003) de benzer bir açıklama getirmişlerdir. Yazarlara göre ekonomik birimler; yabancı paranın ulusal tüketim olarak satın alma gücü (reel döviz kuru oynaklığı ile ifade edilir) ulusal paranın satın alma gücüne göre (enflasyon oranı oynaklığı ile ifade edilir) istikrarlı olduğunda sözleşmelerini yabancı para cinsinden yapacaklardır.

Yukarıdaki modelden açıkça görülebileceği gibi sabit yada öngörülebilir döviz kuru sistemleri yabancı parayla yatırım yapmanın riskini ortadan kaldırır ve varlık dolarizasyonu için uygun ortam oluşturur.¹² Yükümlülük açısından baktığımızda da durum pek farklı değildir. Hausmann(2002)'a göre eğer döviz kuru daha değişkense ekonomik birimler ulusal para cinsinden borçlanırlar. Ancak Catao ve Torrones (2000)'e göre bir devalüasyon beklentisi olduğunda risk altında kalan bankalar bu riskleri yabancı para kredi vermeyi arttırarak kredi alan firmalara aktarırlar. Bu durumda firmaların bilançolarında yabancı para yükümlülükler ve dolayısıyla yükümlülük dolarizasyonu artmış olur.

Guidotti ve Rodriguez (1992) ise farklı açıdan yaklaşmıştır. Piyasanın önemli bir bölümü tarafından ulusal para kabul edilmişse başka bir parayı tercih etmek o paranın fırsat maliyetine (enflasyon) ve yabancı paranın işlem maliyetine bağlıdır. Bu açıdan dolarizasyonun başlaması için önemli ölçüde bir enflasyon farkının olması gerekir.

1.3.1.2 Faiz Farklılıkları

Faiz farklarının yabancı paranın lehine olması bu paradaki kazanç fırsatlarını arttırırken varlık dolarizasyonunun da yükselmesine sebep olur. Diğer yandan Ize ve Levy Yeyati (2003)'ye göre faiz farkının ulusal para lehine olması varlık dolarizasyonunu

¹¹ Ize – Levy Yeyati (1998,2003) çalışmalarında bu modeli daha detaylandırıp incelemişlerdir.

¹² Luca ve Petrova(2003), geçiş ekonomileri üzerine uyguladıkları çalışmalarında kredi dolarizasyonunun esnek döviz kuru sisteminde daha azaldığını belirtmektedir. Ancak Arteta(2002) Latin Amerika ülkeleri üzerine uyguladığı çalışmasında kredi dolarizasyonun döviz kuru rejimi ile ilişkili olmadığı sonucuna varmıştır.

düşürürken yükümlülük dolarizasyonunu arttırır. Faiz farkı ulusal para lehine olduğunda yatırımcılar açısından ulusal para cinsinden yatırım yapmak daha avantajlı hale gelir, varlık dolarizasyonu düşer. Tam tersine böyle bir faiz farkı; borçlular için ulusal para cinsinden borçlanmayı daha maliyetli hale getirir ve yabancı para cinsinden borçlanmayı ve de yükümlülük dolarizasyonu arttırır.

Yurtiçi piyasalara göre daha düşük faiz oranları; aynı zamanda bankaların yurtdışından kredi almasını ve ulusal para cinsinden verilen kredileri azaltıp yabancı para cinsinden kredilerini arttırmasına neden olur. Dolayısıyla dolarizasyon; dış finansal şartlar kolaylaştıkça (yurtdışı faiz oranlar düştükçe) artar, kredi şartları sıkılaştığında ise azalır(Catao- Terrones 2000: 16).

Brajas ve Morales(2003)'e göre faiz oranları ile ilgili bir diğer belirleyici nokta paralardaki aracılık marjlarıdır. Daha yüksek aracılık marjı yabancı para da oluşursa, araçlar açısından yabancı paradan işlem yapmak daha kârlı olur ve yabancı para kredi arzı artar.

1.3.2 Yapısal Faktörler

Dolarizasyonu sadece makro ekonomik faktörlere dayandırarak açıklamak olası değildir. Enflasyonun oldukça oynak döviz kuru riskinin fazla olduğu bir ülkede yeterince gelişmiş piyasalar bulunuyor ve ekonomik birimlere kendilerini koruma anlamında yeterince enstrüman sunulmuş ise yabancı para cinsinden enstrümanlara gerek duyulmayabilir. Ancak çoğu gelişmekte olan ülkede finansal piyasalar, bir çok yapısal faktör yüzünden bu işlevi yerine getirememektedir.

1.3.2.1 Piyasa Başarısızlıkları

Ize ve Levy-Yeyati(2005)'ye göre dolarizasyonun asıl nedeni makroekonomik politika başarısızlıklarından çok mikroekonomik piyasa başarısızlıklarıdır. Mikroekonomik piyasa başarısızlıkları para kompozisyonunun seçimini bozabilir ve dolarizasyona neden olabilir (Cowan 2005: 60). Piyasalarda ahlaki çöküntü (moral hazard) problemlerinin

meydana getirdiği piyasa başarısızlıkları ekonomik birimleri riskleri gözetmeksizin yabancı para ve yabancı para cinsinden enstrümanların kullanımına itmiştir.

Hükümetlerin ve Merkez Bankalarının krizleri önlemek adına uyguladıkları bir takım yöntemler ekonomik birimlerin riski içselleştirmeden hareket etmesine ve dolarizasyon oranlarını arttırmalarına sebep olmuştur.

Mevduat sigortası ile para birimine bakılmaksızın (currency-blind) getirilen güvenceler ahlaki çöküntü problemleri oluşturmaktadır. Bankaların alacaklılarının bir şekilde sigorta altına alınması banka yöneticilerinin aşırı risk alma eğilimini artırır. Böyle bir sigortayla karşılaşan bankalar dolarizasyon seviyelerini arttırmak isteyeceklerdir. Çünkü bu davranışın maliyetinin bir kısmı sigortayı sağlayan tarafından (aslında tüm yerleşikler) üstlenilmiş olacaktır (Broda- Levy Yeyati 2003: 2).

Brajas ve Morales(2003) mevduat sigortası kapsam oranının kredi dolarizasyonu (Yabancı para krediler/toplam krediler) ile pozitif ve anlamlı bir ilişki içinde olduğunu göstermiştir. Cowan, Kamil ve Izquierdo (2004) ise mevduat sigortasının bankaların bilançosunun her iki tarafındaki dolarizasyonla korelasyonlu olduğunu ifade eder. Ancak Arteta (2002) çalışmasında mevduat sigortasının etkisini anlamlı bulamamıştır.

Ahlaki çöküntü oluşturan bir diğer durum ise ekonomik birimlerin hükümet tarafından kurtarılacağını (bail out) bilerek hareket etmesidir. Hükümetler açık bir şekilde ifade etmese dahi bu durum oluşabilir. Yabancı para cinsinden sözleşmelerin oldukça fazla olduğu bir durumda hükümetlerin iflasları önlemek adına piyasaya müdahale edeceği düşünülür (Cowan 2005: 60). Bunu bilen ekonomik birimler olması gerekenden daha fazla risk alırlar.

Hükümetlerin kurtarması (bail out) özellikle bankaları, risk almaları konusunda teşvik eder. Bankalar şok bir nominal değer kaybı beklediğinde yükümlülük dolarizasyonlarını arttırırlar çünkü hükümetin bankaları kurtaracağını ve borçlularında bundan yararlı çıkacağını beklerler (Barajas- Morales 2003: 10).

Licandro ve Licandro(2003)'ya göre hükümet bu şekilde risklerin üstünü örter ve risklerin faiz oranlarında fiyatlanmasına izin vermezse, yabancı para kredi “ucuz” duruma gelmiş olur. Hükümet garantileri, ki bu üstü kapalı da olabilir, tam dizayn edilmemiş bir güvenlik ağı (safety net) olarak karşımıza çıkar. Bu uygulamalar yabancı para bazında mevduat ve kredileri bankalar için ucuz hale getirir.

Ize ve Powell(2004) da benzer bir görüşle üstü kapalı yada açık garantilerin, yabancı parayla borçlanma yada aracılık faaliyetlerinde banka ve şirketlerin devalüsyon durumunda ucuz finansmandan yararlanıp faturayı devlete bırakmalarına neden olduğunu ifade eder.¹³

Dolar likiditesinin maliyetli olması sebebiyle Merkez Bankasının likidite desteği sağlaması durumunda da ahlaki çöküntü oluşabilir. Yabancı para borçlanma bankalar açısından daha az riskli hale gelir, çünkü şok bir değer kaybı durumunda finansal kurtarış bir şekilde beklenmektedir. Bu aşırı dolarizasyonun negatif geri besleme mekanizmasına iyi bir örnektir: yüksek finansal dolarizasyon sistemik riskler karşısında üstü kapalı bir sigorta oluşturur, karşılığında bankaların yabancı para aracılığını daha ilgi çekici hale getirir (Arias 2005: 36).

Ahlaki çöküntü problemi oluşturan bir diğer nokta ise öngörülebilir kur rejimleridir. Merkez Bankasının döviz kuruna gizli bir garanti sağlaması ve döviz kuruna yönelik müdahaleleri kur riskini ortadan kaldırarak yabancı para cinsinden borçlanmayı arttırır. Brajas ve Morales(2003) ve Caballero ve Krishnamurthy(2003) döviz kurunu sabitlemenin firmalara bedava sigorta sağladığını vurgularlar. Kurun nominal değer kaybına uğramasına izin verilmeyeceğini bekleyen ekonomik birimler riskleri eksik hesaplarlar ve daha fazla dolarizasyona başvururlar.

¹³ Örneğin mortgage kredilerinde döviz kullanımı döviz kuru politikasına politik ekonomi boyutu katar çünkü eğer ev sahipleri mortgage kredilerini büyük bir reel değer kaybindan sonra ödemede güçlük çekerse hükümetler bu kesimi korumak için büyük baskı altında kalacaklardır. Bunu bilen banka yöneticileri kurda herhangi bir şok nominal değer kaybında ortaya çıkabilecek ödenmeme riskini göz önünde bulundurmadan kredi şartlarını belirleyeceklerdir. Bu şekilde risklerin eksik fiyatlanması yabancı para cinsinden mortgage kredilerini ucuz hale getirip miktarını arttırır. (Bkz:Rennhack ve Nozaki (2006))

1.3.2.2 Finansal Gelişim ve Derinlik

Genel olarak, yabancı paranın enflasyondan korunma aracı olarak görülmesi, ekonominin finansal gelişimi ile ters orantılıdır (Savastano 1996: 226). Gelişmiş finansal piyasalara sahip olan bir ekonomide yüksek enflasyon ortamına adapte olacak şekilde ulusal para cinsinden likit ve yüksek getirili enstrümanlar sunularak yatırımcıların portföylerinin reel değeri korunabilir. Türev ürünler (forward ve opsiyon piyasaları ve swap işlemleri gibi), ekonomik birimleri kur ve enflasyon risklerine karşı korumak için geliştirilmiş olan enstrümanlardır. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda sermaye piyasaları henüz sığ oldukları için ekonomik birimlerin yabancı para cinsinden enstrümanlar dışında enflasyona karşı korunabilecekleri fazla enstrüman oluşturulamamıştır. Dolayısıyla bu boşluğu yabancı para doldurmaktadır.

Gelişmemiş piyasalara sahip olan ekonomilerde gelişmiş finansal piyasalara entegrasyon¹⁴ ve finansal liberalizasyon uygulamaları da dolarizasyona sebep olabilir. Finansal liberalizasyon yabancı para kullanmanın işlem maliyetini düşürür ve değeri daha istikrarlı olan yabancı parayı kullanmayı böylece teşvik etmiş olur (Guidotti-Rodriguez 1992: 18).

1.3.2.3 Orjinal Günah (Original Sin) Problemi

Gelişmekte olan ülkeler yurtdışından kendi paraları cinsinden borçlanamazlar. Değeri daha istikrarlı olan yabancı para cinsinden borçlanabilirler. Literatürde bu durum “orjinal günah” (original sin) olarak adlandırılır.¹⁵

Eichengreen ve Hausmann (1999) orjinal günahı yurtdışından borç alırken yada yurtiçinden uzun vadeli borç alırken¹⁶, ulusal paranın kullanılmaması olarak

¹⁴ 1980'lerin ikinci yarısında çoğu Avrupa ülkesi finansal piyasalarını büyük ölçüde açmış, yabancı para tutumu da buna bağlı olarak artmıştır. (Bkz. Gioavanni ve Turtelboom(1992))

¹⁵ 1999-2001 arasında uluslararası piyasalarda dolaşan 5.8 trilyon dolar değerindeki menkul kıymetin 5,6 trilyon doları beş büyük para cinsindedir: ABD doları, Euro, Yen, İngiliz Sterlini ve İsveç Frankı. Ancak bu beş ülkenin yerleşikleri bu dönemde 4,5 trilyon dolar menkul kıymet ihraç etmişlerdir. Geriye kalan 1,1 trilyon dolar diğer ülke yerleşikleri ve uluslararası organizasyonlar tarafından ihraç edilmiştir. (Bkz: Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003))

tanımlamaktadır. Uzun vadeli borçlanma ise ekonominin gelişimi açısından oldukça gereklidir. Gelişmekte olan ülkelerin uzun vadeli borçlanmasını ancak yabancı para cinsinden gerçekleştiriyor olması bu ülkelerin otomatik olarak dolarizasyona başvurmalarına yol açar.

IMF(2005)'ye göre uzun vadeli yatırımlarını gerçekleştirirken; orjinal günaha sahip bir ülkenin karşılaştığı en önemli ikilem, uzun vadeli yabancı para cinsinden borçlanıp kur uyumsuzluğunu göze almak yada kısa vadeli borçlanıp vade uyumsuzluğunu göze almaktır. Her iki durumda hükümet bir finansal kırılganlığa sahip olacaktır.

Orjinal günaha sahip olan ülkeler, ulusal bilançolarında kur uyumsuzluğu ile karşılaşır. Reel döviz kurunun değer kaybı durumunda bu ülkelerin kredi dereceleri düşürülür. Kredi derecelerinin düşürülmesi bu ülkelerde finansal kırılganlığın bir göstergesidir. Ulusal ekonomiye güvenin sarsılması ile devam eden bu süreç yabancı para cinsinden enstrümanları daha ilgi çekici hale getirir.

1.3.3 Kurumsal Faktörler

Ize ve Levy Yeyati(2005) kurumsal faktörlerin (hukuki çerçeve, varlıklar konusunda düzenlemeler, hükümet) dolarizasyonu etkilediğini belirtir. Bu faktörlerin işlememesi düşük bir kurumsal kredibilitiyi işaret eder ve ulusal paradaki bazı problemleri ortaya çıkarır. Ulusal parada ortaya çıkan bu problemler yüzünden ulusal paranın talebi azalır, bu boşluğu yabancı para ve yabancı para cinsinden enstrümanlar doldurur.

1.3.3.1 Zayıf Kurumlar

Ekonomik sistemin düzenini oluşturan kurumların yapısı dolarizasyon üzerinde etkilidir. Zayıf kurumlara sahip bir ekonomik yapı özellikle yatırımcılar için güvensiz bir ortam oluşturacaktır. Levy Yeyati(2006) de zayıf kurumsal yapının dolarizasyonu arttırdığını göstermiştir. Aynı doğrultuda Reinhack ve Nozaki(2006) de çalışmalarında kurumsal kalitedeki düşüklüğün dolarizasyonu arttırdığı sonucuna varmıştır.

¹⁶ Buna örnek Arjantin'de peso şirket bonolarının ortalama vadesi yaklaşık 2 yılken, dolar cinsinden olanların vadesi yaklaşık 7 yıl olması gösterilebilir. (Bkz: De la Torre ve Schumulker(2004)).

Kurumsal zayıflıklar özellikle sözleşmelerin ödenmeme (default) riskinin abartılmasına neden olur. Eğer ülkenin herhangi bir sözleşmenin ödenememe durumunda yeniden müzakere, dava açma ve teminat kabul etme gibi hukuksal ve kurumsal çerçevesinde zayıflıklar bulunuyor ise bu süreçte zararlarını minimuma indirmek isteyen ekonomik birimler sözleşmelerini güçlü para (hard currency) cinsinden gerçekleştirirler (De La Torre- Schmukler 2004: 7).

Kurumların kalitesinin zayıf olması aynı zamanda finansal derinliğin az olmasının temel belirleyicilerinden biridir. Kurumsal kalitenin zayıf olması sebebiyle oluşan sistemik riskler, yurtiçi piyasalarda bazı finansal ürünlerin gelişimini engeller. Bunun sebeplerinden biri belirsizlik altında yeterince iyi risk fiyatlamasının yapılamamasıdır. Hatta bazı finansal ürünlerde bu riskler finansal ürünün fiyatını, talebinin olmadığı seviyeye kadar yükseltebilir (De La Torre- Schmukler 2004: 8).

Ekonominin en önemli kurumlarından biri olan Merkez Bankasının kredibilitesi de dolarizasyonu bu açıdan etkilemektedir. Eğer Merkez Bankası şeffaflıktan yoksun ve politikalarının kredibilitesi yoksa, Merkez Bankasının yönettiği ulusal paraya karşı da bir güven eksikliği oluşacaktır. Bu da dolayısıyla yabancı paraya kayışı arttıracaktır.

Zayıf hükümet kurumları ve hükümetin güvenilirlikten yoksun olması ulusal paraya olan güvene ters etki yapar (Honohan 2006: 11). Eğer hükümet güvenilirlikten yoksunsa, ekonomik istikrarsızlık her an beklenmektedir ve bu yüzden daha az riskli olan yabancı para ve yabancı para cinsinden enstrümanlar tercih edilmektedir.

1.3.3.2 Yeraltı Ekonomisi

Kurumsal altyapının gelişmemiş olması “yeraltı” yada “kayıtdışı” ekonomik aktivitelerin ortaya çıkmasına neden olur. Dolarizasyon da “yeraltı” yada “kayıtdışı” ekonomik aktivitelerle yakından ilgilidir. Yabancı para bu tür işlemlerde genellikle değişim aracı olarak kullanılır (Feige 2003: 359). Kaçakçılık, uyuşturucu ticareti gibi yasal olmayan alışverişler genellikle nakit parayla gerçekleştirilir. Bu işlemlerde de genel olarak kabul gören ABD doları kullanılır. Bolivya, Peru, Kolombiya gibi ülkelerde dolaşan ABD

dolarının büyük bir çoğunluğunun yasal olmayan uyuşturucu ticaretinden elde edildiği iddia edilir (Melvin- Ladman 1991:752).

1.3.4 Bütçe Açıkları

Kamudaki bütçe açıklarının finansmanı da dolarizasyon sürecinde belirleyici rol oynamaktadır. Bütçe açıkları birkaç kanaldan dolarizasyona yol açabilir. Bunlardan biri bütçe açıklarının kapatılmasında enflasyon vergisinden yararlanıldığı durumdur. Enflasyonun yükselmesi ile borçların reel değeri düşer ve artan nominal gelir yüzünden daha fazla gelir vergisi toplamak da olası hale gelir (Aslan 1997:95). Ekonomik birimler ise bu gizli vergiden kurtulmak için yabancı para ve yabancı para cinsinden aktif bulundurlar.

Bütçe açıklarının dolarizasyona yol açtığı bir diğer kanal ise kamu borçlarıdır. Bütçe açığının yüksek olduğu durumlarda, bu açığı kapatmak üzere hükümetler önemli miktarda piyasalardan borçlanma yoluna gideceklerdir. Kamu sektörü ile rekabet edemeyen özel sektör dışlanmış olacak (crowding out) ve dış borçlanma yoluna gidecektir. Bu da doğrudan yükümlülük dolarizasyonunun arttığını gösterir.

Kamunun önemli derecede bütçe açığı verdiği ve faiz oranlarının otoritelerce belirlendiği bazı gelişmekte olan ülkelerde borçlanmanın maliyetini azaltmak üzere negatif reel faiz uygulamasına da başvurulabilir. Bu da tasarruf sahiplerinin ulusal para cinsinden aktiflerdense yabancı para cinsinden aktifler bulundurmasına yol açar. Yüksek bütçe açıkları ve yurtiçi tasarruf düzeyinin yeterli olmaması hükümetleri yabancı piyasalardan borçlanmak durumunda bırakabilir. Çoğu ülke uluslararası piyasalardan kendi paraları cinsinden borçlanamadığı için (orjinal günah) otomatik olarak dolarizasyona başvurmuş olur (Yılmaz, G 2005:3).

1.4 Dolarizasyon Histerisi

Önemli enflasyon dönemlerinden sonra enflasyonun düşmesine ve yerli varlıklarının getirisinin artmasına rağmen dolarizasyon eski seviyesine dönmeyebilir. Bu duruma literatürde dolarizasyon histerisi adı verilir. Oomes(2003) ise histerinin teorik bir

temeli olmadığını vurgular ve bu durumun sadece geçmiş dönemin bir devamlılığı olarak görülmesi gerektiğini hatırlatır.

Dolarizasyon histerisine yabancı para kullanmanın işlem maliyetleri ve ekonomik birimlerin beklentileri gibi iki farklı açıdan bakılabilir. Yapılan çalışmaların çoğu dolarizasyon histerisine işlem maliyetleri açısından yaklaşmışlardır.¹⁷ Bu yaklaşıma göre, bir defa ekonomik birimler yabancı para ile işlem yapmanın sabit maliyetlerine katlandıklarında makro ekonomik istikrar sağlansa dahi sabit maliyetler yüzünden ulusal paraya dönmek istemezler.

Uzun enflasyon dönemleri ve yabancı paraya olan talep sürdükçe yeni yabancı para yönetim teknikleri ortaya atılır. Bu tekniklerin geliştirilmesi ve ekonomik birimlerce öğrenilmesi sabit bir maliyet haline gelmiştir. Yabancı para kullanmanın öğrenme maliyetleri gibi batık maliyetleri yüzünden bir histeriye sahip olduğu açıktır (Sahay- Vegh 1995: 212). Dornbush ve Reynoso(1989)'da yüksek enflasyon ortamından sonra bu ortama uyumlu yeni enstrümanlar geliştirildiğini vurgular. Yeni enstrümanlar geliştirilmesi bir yatırım gerektirir, maliyetlidir ve bir öğrenme süreci içerecektir. Bir defa bu yatırım yapıldığında ekonomik birimler bu enstrümanları kullanmaya devam edeceklerdir (Calvo-Vegh 1996: 161). Sadece enflasyonda önemli bir düşme yada ulusal paranın önemli oranda değer kazanması bu batık maliyetlerin üstüne çıkabilir ve ekonomik birimleri ulusal para balanslarına geri döndürebilir. Sturzenegger(1992) , Kamin ve Ericsson(1993) yaptıkları çalışmalarda dolarizasyon histerisini anlamlı bulmuşlar, enflasyon düşse dahi bu maliyetler yüzünden dolarizasyon sürecinin tersine dönmediğini savunmuşlardır.

Guidotti ve Rodriguez(1992) çalışmalarında; dolarizasyon sürecinde ekonomik birimlerin yabancı paraya geçişte sabit bir maliyetle karşılaştıklarını ve bu maliyetin bir enflasyon bandı oluşturduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu enflasyon bandının içinde ekonomik birimler, dolarizasyon seviyelerini değiştirmezler. Yabancı paradan ulusal paraya geçiş ancak bu bant aşıldığında, önemli oranda enflasyon oranı değişimlerinde, meydana gelir.

¹⁷ Bu çalışmalar arasında Peiers and Wrase (1997), Uribe(2007),Kamin and Ericsson (1993), Sahay and Vegh (1995), Guidotti and Rodriguez (1992), Sturzenegger(1992) yer alır.

Yabancı para kullanmanın maliyeti bütün ekonomide yabancı para kullanılması ile azalmaktadır. Yabancı para kullanımı yaygınlaştıkça bir finansal adaptasyon süreci başlayacak yabancı para cinsinden varlıkların elde edilmesi kolaylaşacaktır. Uribe(1997) çalışmasında, ekonomik birimlerin yabancı parayı kullanmasının bir finansal adaptasyonla sonuçlandığını ve bu finansal adaptasyonun da dışsallıklar içerdiğini göstermiştir. Yabancı para ile mal ve hizmet alınmasının özel maliyeti, ekonominin tümünde yabancı paranın değişim birimi olması ile azalacaktır.¹⁸

Ortaya çıkan bu dışsallıklar yüzünden başarılı politik reformlar dahi dolarizasyonu tersine çevirmede yeterli olamayabilir. Çoğu ülkede uygulanan istikrar programları histerinin oluşmasını engelleyememiştir. Parasal otoritelerin istikrar çabalarının kredibilitesi sadece histerinin süresini kısaltıp uzatabilir ve de gücünü etkileyebilir (Civcir 2003: 3).

Histerinin ortaya çıkmasının nedenlerinden biri de işlemlerde ve anlaşmalarda yabancı para uygulamasına geçilmiş olması ve tekrar ulusal paraya dönüşün zaman almasıdır. Bu sebeple istikrar programlarından sonra ulusal paraya dönüş de daha yavaş olmaktadır. Kurumsal değişiklikler gerektirecek bu süreç ancak ulusal paraya dönülmesi anlamlı yararlar meydana getirdiğinde ortaya çıkabilir

Dolarizasyon histerisinin işlem maliyetlerinin yanı sıra ekonomik birimlerin beklentileri ile de açıklanabilir. Uzun süren ve oynaklığın yüksek olduğu enflasyon dönemlerinden sonra ekonomik birimlerin beklentileri bu durumun süreceği doğrultusunda olacaktır. Böylece ekonomik birimler kendilerini korumaya devam edeceklerdir.

Ekonomik birimler makroekonomik istikrarsızlığa karşı yabancı paraya geçerek ve reel yurtiçi para balanslarının talebini düşürerek ayarlama yaparlar. Makroekonomik durum keskin bir yükseliş gösterse de ekonomik birimler uzun süre güvenden yoksun

¹⁸ Uribe(1997) çalışmasında ayrıca ekonomide mutlaka bir miktar ulusal paranın bazı malların alımında kullanılmak üzere bulunacağını ileri sürmüştür. Kısaca ekonomide iki tür denge söz konusudur. Biri hiç yabancı paranın olmadığı bir denge, diğeri ise hem yabancı para hem de ulusal paranın olduğu bir dengedir.

olacaklar ve yabancı para cinsinden enstrüman kullanmaya devam edeceklerdir (Havrylyshin- Beddies 2003: 9).

2. DOLARİZASYONUN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Dolarizasyonun ne olduğu ve hangi dinamiklerle olduğu bir önceki bölümde analiz edildi. Bu bölümde ise dolarizasyonun ekonomi açısından ne gibi sonuçları olduğu tartışılacak ve dolarizasyonla mücadele için geliştirilen politikalar ortaya konacaktır.

2.1 Hükümet Gelirleri Üzerine Etkisi

Ekonomilerde parasallaşma düzeyinin artması ile birlikte kamu kesimi açısından para yaratarak gelir elde etme imkanı doğmuştur. Parasalcı modele göre senyoraj ve enflasyon vergisi devletin para yaratma konusunda monopol olma hakkını kullanarak baz parayı arttırmak suretiyle elde ettikleri gelirlerdir (Aktan v.dğr. 1998: 4).

Bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi “enflasyonist finansman” olarak adlandırılır. Enflasyonist finansman kapsamı içinde yer alan senyoraj ve enflasyon vergisi kavramları birbirinden farklı olup sadece çok özel durumlarda birbirlerine eşit olabilirler. Ekonomik birimlerin sabit bir reel para balansı sürdürmek istemeleri durumunda senyoraj ve enflasyon vergisi birbirine eşit olacaktır.¹⁹ Ancak her para arzı artışı enflasyon artışı ile sonuçlanmayacağından enflasyon vergisi ve senyoraj aynı şey değildir. (Aslan 1997:95)

Gelişmekte olan ülkelerde para yaratarak finansman sağlama, hükümetler tarafından oldukça tercih edilen bir yöntemdir. Dış açığı hükümetler iç veya dış borçlanma yoluyla kapsarsalar bir faiz maliyetine katlanmak zorunda kalacaklardır. Diğer bir yöntem, vergileri arttırma ise hem daha zor hem de hükümetler açısından politik ve siyasi zorlukları olan bir yoldur. Para yaratılarak finansmanın sağlanması diğer yöntemlere göre daha kolay görülmektedir ve bu yüzden tercih edilir.²⁰

¹⁹ Bu durumda $M/P = M_{-1}/P_{-1}$ olacaktır. Bu da $M_{-1}/M = P_{-1}/P$ 'ye eşit olur. $1 - M_{-1}/M = 1 - P_{-1}/P$ yazabiliriz. $M - M_{-1}/M = P - P_{-1}/P$ 'ye eşit olacağından bu durumda $EV = S$ diyebiliriz.

²⁰ Fisher (1982)'ye göre gelişmekte olan ülkelerin borçlanmasında bir asimetri söz konusudur. İşbaşında olan hükümetler aldıkları kararların sonuçlarının gelecek iktidarlar tarafından görüleceğini varsayarlar. Bu

Yabancı para ile ulusal para arasında ikame durumu söz konusu olduğunda para yaratarak finansman elde etmek de zorlaşacaktır. Eğer yabancı paranın ikame süreci yerli paranın dolanımını azaltacak boyutlara ulaşırsa; ülkenin parasal durumu da değişir. Ülkenin senyoraj yolu ile gelir elde etmesi engellendiği gibi enflasyon vergisi tabanı da eriyecektir (Ortiz 1983: 180).

2.1.1 Senyoraj

Senyoraj; para basma yetkisine sahip olan otoritenin para basarak elde ettiği gelirdir.²¹ Bu gelirin miktarı para basım maliyetleri ile paranın satın alma gücü arasındaki fark kadardır (Aklan 2001: 200). Paya(2002)'ya göre ise senyoraj gelirleri devletin para basma monopolü karşılığında sağladığı satınalma gücüdür ve şu şekilde ifade edilir;

$$S = \frac{M - M_{T-1}}{M \left(\frac{M}{P} \right)} \quad \text{veya} \quad \frac{\Delta M}{P} \quad (2.1)$$

M= cari dönemde ekonomideki para miktarını

M_{T-1}=bir önceki dönem ekonomideki para miktarını

P= cari dönem fiyatlar genel düzeyini ifade etmektedir.

Senyoraj geliri para otoritesinin para basmadan doğan geliri olduğundan sabit kurlarda bu gelirle finansman oldukça zordur. Sabit kuru korumak üzere para otoriteleri para arzı artışını belirli bir seviyede tutmak zorundadır. Dalgalı kurlarda ise böyle bir kısıt söz konusu değildir. Para otoriteleri kur kaygısı yaşamadan para arzını arttırabilirler. Ancak dolarizasyonun var olduğu bir ekonomide, dalgalı kur uygulansa dahi para otoriteleri arzu ettikleri senyoraj gelirini elde edemeyebilirler. Dolarizasyonun var olduğu

durum hükümetin borçlanma davranışını optimumdan uzaklaştırır ve kamu finansmanında parasallaşmanın ön plana alınmasına neden olur. (Bkz. Aktan v.dğr.(1998))

²¹ Senyoraj, Fransızca'da ki *senyör* kelimesinden türetilmiştir. Fransız senyörlerinin para basma hakkını ifade eder. Türkçe de ise benzer mantıkla senyoraja Tuğra Hakkı da denmektedir. (Bkz. Mankiw(2003), Paya(2002))

bir ekonomide para otoriteleri yabancı paranın kullanım miktarına göre senyoraj geliri kaybederler.

Ülkede yabancı para kullanılmaya başlanması ile hükümetlerin ulusal para basımından elde edecekleri gelirler azalmaktadır. Senyoraj gelirlerinin bir kısmı yabancı parayı ihraç eden ülke hükümetlerine transfer edilmektedir (Aklan 2001: 200).

Fisher(1982)'a göre yabancı paranın kullanımının yaygınlaşması ile ortaya çıkan senyoraj kaybının maliyeti yaklaşık olarak GSMH'nin %1'ine eşittir. Yabancı paranın tamamen ulusal parayı ikame ettiği bir süreç olan *de jure* dolarizasyon durumunda ise resmi olarak kullanılan yabancı para hangi ülkeye aitse senyoraj geliri de o ülkeye gidecektir (Aktan v.dğr. 1998: 20).

Senyoraj kaybı ulusal bütçelerde farklı bir kaynak bulunması ihtiyacı yaratacağından risk taşır (Havrylyshyn- Beddies 2003: 18). Dolarizasyon durumunda para otoriteleri kayıp olan bu senyoraj gelirini telafi etmek adına daha fazla para basma yada mali bir takım politika değişikliklerine gitme yollarını tercih edebilirler (Aklan 2001: 200). Mali değişiklikler adına hükümetler ya yeni vergiler ekleyeceklerdir ya da harcamaları kısacaklardır. Bu iki yöntemde de enflasyon yükselir. Sonuçta enflasyondan kaynaklanan dolarizasyon süreci enflasyonun daha da yükselmesine sebep olur (Selçuk 1994: 511).

2.1.2 Enflasyon Vergisi

Enflasyon vergisi, enflasyon sonucu elinde nakit para balansı bulunanların uğradıkları servet kaybıdır (Parasız 2005: 477). Miktar teorisyenlerine göre eğer hükümet parasal büyümeyi reel büyümeye paralel götürürse enflasyon baskısı yaratmadan reel gelirlerini arttırabilir. Reel büyümeyi aşan bir parasal büyüme reel balansların satınalma gücünü düşürerek enflasyon oluşturur (Soydan 2003: 9). Hükümetlerin enflasyon vergisinden sağlayacakları gelir fiyat artış oranı ile reel para stoğunun çarpımına eşittir (Aklan 2001: 201).

$$EV = \left(\frac{P_T - P_{T-1}}{P_T} \right) \left(\frac{M}{P_T} \right) \text{ veya } \frac{M}{\Delta P} \quad (2.2)$$

P_T = cari dönem fiyatlar genel seviyesini

P_{T-1} = bir önceki dönem fiyatlar genel seviyesini

$\frac{M}{P_T}$ = cari dönemde ekonomide ki reel para miktarıdır (Paya 2002: 151).

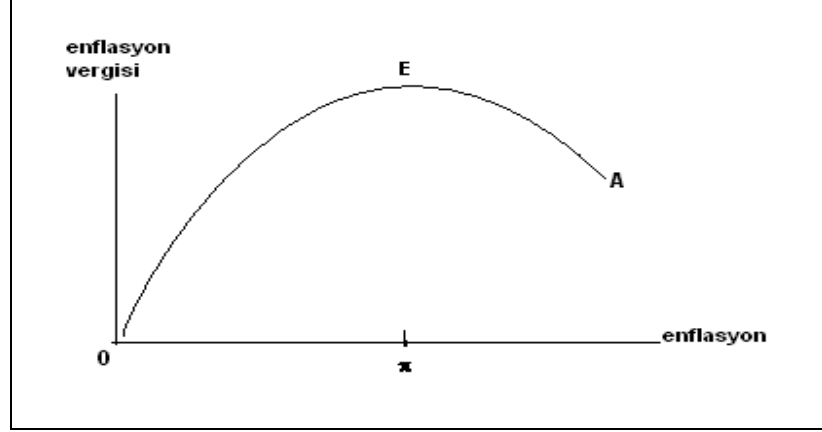
Ulusal para yanında ekonomik birimlerin yabancı parayı da kullanmaya başlaması ulusal para talebini düşürür ve enflasyon vergisi tabanını azaltır. Bunun nedeni ekonomik birimlerin bu vergiden kurtulmak üzere yabancı para balanslarını arttırmasıdır. Ulusal para talebi azaldıkça hükümetlerin enflasyon finansmanından elde edecekleri gelir de azalmaktadır (Aklan 2001: 201).

Ekonomik birimler ne kadar fazla yabancı para tutarlarsa, enflasyon vergisi o kadar azalır. Açığı kapatmak üzere de o kadar fazla enflasyon oranı artışı gerekir. Enflasyon dolarizasyona yol açar ve dolarizasyon yeniden enflasyonu arttırır (Chang 1994: 905). Altınkemer(1996)'e göre “bu durumda gelir kaybını önlemek için enflasyon oranının giderek arttırılması gerekmektedir. Bir diğer ifade ile enflasyon para ikamesine, o da daha yüksek bir enflasyona ve giderek hiperenflasyona neden olmaktadır.”²²

Enflasyon vergisi yoluyla hükümetin elde edeceği vergi miktarı şekil 2.1'de gösterilmiştir. Bu eğri ünlü Laffer eğrisine benzediğinden literatürde Laffer eğrisi adıyla anılmaktadır (Parasız 2005: 478).

Şekil 2.1 Enflasyon Vergisi İçin Laffer Eğrisi

²² Literatürde birçok çalışmada dolarizasyonun sonuçta hiperenflasyona neden olacağı iddia edilmektedir. (Bkz. Chang(1994), Oskee ve Domaç(2003), Vegh(1995), Altınkemer(1996))



Eğer enflasyon oranı π 'den küçükse enflasyon arttırılarak enflasyon vergisi gelirlerinin arttırılması olasıdır. π 'den sonraki enflasyon oranlarında her enflasyon artışı, ekonomik birimlerin bu gizli vergiden kaçmak için yabancı paraya geçmesi sonucu, enflasyon vergisi tabanını azaltır. Ekonomi 0 ve E arasında ise bir enflasyon artışı enflasyon vergisi gelirini yükseltirken, ekonomi E ile A arasında ise enflasyon artışı bu geliri azaltır.

İmrohoroğlu(1996)'ya göre veri bir bütçe açığını hükümet enflasyon oranını arttırarak kapatmak istediğinde dolarizasyonun maksimum geliri sağlayan enflasyon oranı üzerindeki etkisi yabancı reel balansların hangi oranda ulusal likidite servisini yerine getireceğine bağlıdır. Paralar arasındaki ikame esnekliği düşükse, daha fazla gelir elde etmek olasıdır. İkame esnekliği yükseldikçe Şekil 2.1'deki Laffer eğrisi yatıklaşır ve elde edilebilecek enflasyon vergisi geliri de düşer (İmrohoroğlu 1996: 570).

2.2 Para Talebi Üzerine Etkisi

Para talebi ekonomik birimlerin gerçekleştirecekleri işlemleri için ne kadar para talep ettikleri ile ilgilidir. Bu açıklama çerçevesinde dolarizasyonun para talebine olan

etkisini incelerken kişilerin işlemlerini gerçekleştirmek üzere buldukları (talep ettikleri) yabancı paradan bahsedilecektir.²³

Dolarizasyon sürecinde kişilerin ulusal paraya alternatif olarak yabancı parayı talep etmesiyle paranın dolanım hızı²⁴, V, istikrarsızlaşır. V'nin istikrarlı olması ise oldukça önemlidir. Brittain (1980)'a göre ancak istikrarlı bir V durumunda başarılı bir para stoku hedeflemesi yapılabilir. Başarılı bir para stoku hedeflemesi ise ortalama para stoku büyüme oranını düşürür, oynaklığı azaltır ve umulduğu üzere enflasyon oranlarını da aşağıya çeker (Brittain 1980: 4). Paranın dolanım hızının değişken olması ise para talebinin istikrarsız olmasına yol açacaktır.

Bunun yanısıra istikrarlı bir para talebinden bahsediyor olmamız için para talebindeki değişkenlerin katsayılarının tahmin edilebiliyor olması gerekmektedir. Ancak istikrarlı bir para talebi denklemini ile Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilen para arzı artışı, para talebinin düzeyine çıkmasına ve para piyasası dengesinin kurulmasına yol açar.

Ekonomik birimlerin yabancı parayla işlemlerini gerçekleştiriyor olması para talebi fonksiyonuna yeni belirleyiciler ekleyecektir. Cuddington(1983)'ün para ikamesi üzerine yaptığı çalışmada ekonomik birimlerin yabancı para tutmasının para talebinin formülasyonunu değiştireceğini ve yeni değişkenlerle birlikte para talebi denkleminin aşağıdaki gibi belirleneceğini iddia etmiştir.²⁵

$$\text{Log } M/P = \beta_0 + \beta_2 \log y + \beta_3 r + \beta_4 (r^f + x^e) + \beta_5 x^e \quad (2.3)$$

haline gelen para talebi denkleminde r^f , yurtdışı faiz oranı ve x^e , beklenen döviz kuru değişikliğini ifade etmektedir. Cuddington'a göre $(r^f + x^e)$ değişkeni sermaye hareketlerinin etkisini, x^e ise para ikamesini ifade eden değişkenlerdir. Bu durumda β_4 sermaye hareketlerini, β_5 ise beklenen döviz kuru değişikliklerinin para talebi üzerindeki

²³ Yabancı paranın ekonomik birimler tarafından nakit olarak bulundurulması ise daha önce bahsedildiği üzere literatürde çoğunlukla para ikamesi adıyla incelenmiştir.

²⁴ $M/P = k \times Q$ $k = 1/V$, miktar teorisi denkleminde k istikrarlı kabul edilmiştir. Oysa yabancı paranın da talep edilmesi ile V, dolayısıyla da k istikrarsız hale gelmiştir. (Bkz: Ertürk(1991))

²⁵ Bu fonksiyon literatürde oldukça kabul görmüştür. (Bkz: Ortiz(1983), Ramirez-Rojas(1985), Clements ve Schwartz (1992), Rojas-Suarez (1992), Fasano-Filho (1986))

etkisini göstermektedir. Beklenen döviz kurundaki değişmelerin oynak olması sebebiyle, para talebi denklemi de oynak hale gelecektir.

Cuddington(1983) x^e 'yi ulusal para yerine yabancı para tutmanın alternatif maliyeti olarak modele eklemiştir. Ancak para talebinin istikrarsız olması için mutlaka yabancı paranın işlemlerde kullanılması da gerekli değildir. Kurlarda oluşabilecek bir değer kaybı, ulusal paranın fırsat maliyeti olarak düşünebileceğimiz yabancı varlıkların getirilerini de etkileyecektir (Berg- Borenztein 2000b: 295). Ulusal para tutmanın maliyetinde ortaya çıkan değişiklikler de neticede para talebinde bir istikrarsızlıkla sonuçlanacaktır.

Doğru bir para talebi fonksiyonu tahmin edilememesi sonucu otoritelerin belirlediği para arzı artışı hatalı olacaktır. Dolayısıyla para piyasalarında bir dengesizlik meydana gelecektir. Para otoriteleri istikrarlı bir program uyguluyor olsalar dahi ülke parasının “yabancı etkenler” altında olması, önemli ölçüde istikrarsızlık ithal edilmesine yol açar (Ortiz 1983: 175). Bu istikrarsızlık durumu ise otoritelerin uyguladıkları politikaların etkinliğini azaltır.

2.3 Para Politikası Üzerine Etkisi

Dolarizasyon para talebinin istikrarını bozucu etki yapacağı bir önceki bölümde tartışılmıştı. Para talebindeki bu istikrarsızlık ise para otoritelerinin para politikasını uygulanmasını güçleştirecektir.

Eğer ekonomik birimler tasarruflarda ve işlemlerde yabancı parayı tercih ediyor ve de ülke geleneksel büyüklüklere konsantre oluyorsa parasal aktarım mekanizmaları çalışmayacaktır. Bunun sebebi; Merkez Bankası'nın yabancı para varlıkları yeterince kontrol edememesidir (Licandro-Licandro 2003: 14). Bu durumda para talebinin istikrarsız olması ve para otoritelerinin direkt olarak para talebini etkileyememesi, yurtiçi likiditeyi kontrol etmede güçlükler ortaya çıkarır (Oskee- Domaç 2003: 14). Para otoriteleri ulusal para cinsinden likiditeyi direkt etkileyebilirken yabancı para cinsinden likiditeyi

etkilemesi sahip olduğu rezervlerle sınırlı olacaktır. Para otoritesinin yabancı para üzerinde etkisinin sınırlı olması da, uygulanan para politikalarının etkinliğini azaltacaktır.

Buna ek olarak yabancı para kullanımı para politikasının dışsal ekonomik değişkenlerden etkilenmesiyle sonuçlanır ve para politikasının bağımsızlığını azaltır (Sarı 2007: 17). Dolarizasyonun var olduğu bir ekonomide para otoriteleri esnek kur sisteminde dahi “bağımsız” yada “otonom” para politikası uygulayamayacaklardır (Fasano Filho 1986: 12).

Para politikasının ana hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Para otoriteleri bu hedefe ulaşmak adına ara hedefler belirlerler. Para politikasının kullandığı üç önemli ara hedef bulunur. Bunlar parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesidir (Paya 2002: 174). Dolarizasyonun var olduğu bir ekonomide para politikasının hangi ara hedefi seçmesi gerektiği sorusu gündeme gelecektir.

Parasal hedefleme, parasal büyüklüklerin genellikle de nakit ve banka mevduatlarının arzının hedeflenmesidir. Klasik miktar teorisi denklemine göre Merkez Bankası;

$$M \times V = P \times Y \quad (2.4)$$

M’yi kontrol ederek fiyatları da kontrol edebilir ancak dolarizasyonun var olduğu durumda Merkez Bankası’nın M üzerindeki kontrolü azaltmaktadır (Fisher 2006: 6).

Yanlış bir büyüklüğü ara hedef olarak seçmek nihai hedefle istikrarsız ve gevşek bir ilişki içinde olan parasal bir hedefle aynı etkiyi doğuracaktır (Balino et. al 1999: 16). Bu durumda yaygın görüş yabancı para mevduatını da içeren parasal büyüklüğün hedeflenmesidir. Ancak Berg ve Borenzstein(2000b)’ın beş ülke üzerine yaptıkları çalışmada yabancı para mevduatları da kapsayan bir parasal hedeflemenin enflasyonun nedenini açıklamada bir fark yaratmadığını savunmuşlardır. Yazarlara göre Peru ve Türkiye’de yabancı para mevduatlarının parasal büyüklüğe eklenmesi, parasal büyüklüğün enflasyonu açıklama gücünü arttırırken Arjantin, Bolivya ve Filipinler’de aynı etkiye rastlanamamıştır.

Günümüzde parasal hedefleme özellikle gelişmiş ülkelerde önemli ölçüde saha kaybetmiştir. Almanya ve Amerika'da parasal büyüklükler nihai hedeflerin gelecek değerleri hakkında çok az bilgi sağlarlar. Dolayısıyla bu ülkelerde parasal büyüklükleri ara hedef seçmek yararlı olmayacaktır. Genellikle parasal hedefleme gelişmekte olan ülkelerde tercih edilirken 1980'lerden beri bu ülkelerde de daha az rastlanmaktadır (Berg-Borenzstein 2000b: 296).

Para politikasını kullandığı bir diğer hedefleme stratejisi ise döviz kuru hedeflemesidir. Döviz kuru hedeflemesi rejiminde ulusal para enflasyonu düşük olan bir başka ülkenin parasına sabitlenir. Aynı şekilde tek bir ülkenin parası yerine bir sepet değeri de tercih edilebilir (Paya 2002: 172).²⁶

Döviz çapası enflasyon beklentilerini çapa ülkenin enflasyonuna bağlar ve para politikası için otomatik bir kural oluşturur (Paya 2002: 173). Ancak döviz kurunun hedeflenmesi ve belirli bir dönem değişmeyeceğinin taahhüt edilmesi dolarizasyonun yaşandığı bir ekonomik sistemde ekonomik birimler açısından daha önce de belirtildiği üzere ahlaki çöküntü problemleri ortaya çıkaracaktır. Yabancı para kullanmanın maliyeti döviz kurunun sabitlenmesiyle daha az oynak hale gelecek ve ekonomi daha fazla dolarize olacaktır.

Enflasyon hedeflemesi uygulaması ise nihai hedefi fiyat istikrarını sağlamak üzere makul bir dönem için bir enflasyon hedefi belirlenmesi ve bunun kamuoyuna duyurulması şeklinde oluşur (Paya 2002: 170). Enflasyon hedeflemesi stratejisi belirli bir enflasyon hedefi koymuş olduğundan ulusal paranın oynaklığını azaltır. Bu da ulusal para kullanımını teşvik etmiş olur. Enflasyon hedeflemesi bir çok çalışmada dedolarizasyon politikası olarak tavsiye edilmektedir.

Chang ve Velasco(2005) çalışmalarında dolarizasyonun var olduğu ülkelerde enflasyon hedeflemesinin daha etkili olduğunu savunurlar. Enflasyon hedeflemesi durumunda ekonomik birimler ulusal para varlıklarına yönelirler ve daha istikrarlı bir

²⁶ Döviz kuru hedeflemesinin en katı uygulaması, başka bir ülkenin parasının yasal ödeme aracı olarak ilan edilmesi yani *de jure* dolarizasyondur. Panama buna örnek olarak gösterilebilir.

tüketim kalıbı oluştururlar. Oysa döviz kuru hedeflemesinde ulusal ve yabancı para varlıklar tam ikame olduklarından portföy seçimi belirlenemez. Herhangi bir kur hareketi olmadığı için sermaye kazancı yada kaybı tüketimi dengeleyemez. Enflasyon çapası, döviz çapasına göre refahı daha fazla arttırmaktadır çünkü genel fiyat seviyesi; ekonomik refahla döviz kuruna göre daha yakın ilişki içindedir (Bernanke 2005: 6).

Dolarizasyonun para politikasının etkinliğini azalttığına dair açıklamaların literatürde yaygın olmasına rağmen, uygulamalı çalışmalarda yeterli bulguya rastlanamamıştır. Reinhart et al.(2003) çalışmalarında dolarizasyonun; enflasyonun yüksek seviyelerden aşağıya indirmede bir zorluk yarattığı, parasal aktarım mekanizmalarını karmaşıklaştırdığı yada üretim oynaklığını arttırdığına dair bir kanıt bulamamışlardır. Benzer bir şekilde Havrylyshyn ve Beddies(2003) de Eski Sovyet Ülkeleri üzerine yaptıkları uygulamalı çalışmalarında para politikasının ilk hedefi olan fiyat istikrarını sağlamada dolarize olmuş ve olmamış ülkeler arasında bir fark olmadığını ortaya koymuşlardır.

2.4 Döviz Kurlarına Etkisi

Bu bölümde dolarizasyon olgusunun döviz kurları üzerindeki etkisi çeşitli açılardan incelenecektir. Öncelikle dolarizasyonun döviz kurlarının belirlenmesinde ne gibi etkileri olduğu açıklanacak ve sonrasında ise dolarizasyonun ekonomide yarattığı dalgalanma korkusu üzerinde durulacaktır. Bölümün sonunda ise dolarize olmuş bir ekonomide hangi döviz kuru rejiminin seçilmesi gerektiği sorusu tartışılacaktır.

2.4.1 Döviz Kurlarının Belirlenmesi

Ekonomik birimlerin ulusal para yanında yabancı parayı da talep etmeleri, yabancı paranın para talebi fonksiyonuna girmesine neden olmuştur. Yabancı paranın para talebi fonksiyonuna dahil olması sadece para talebinin fonksiyonunu istikrarsızlığına neden olmaz aynı zamanda döviz kurların belirlenmesinde de problemler ortaya çıkarır.

Girton ve Roper(1982)'in para talep fonksiyonlarından yola çıkarak geliştirdiği modelde döviz kuru;

$$e = \tilde{e} - \eta(i_1 - i_2 - x) \quad (2.5)$$

$$\eta = \alpha + 2\sigma \quad (2.6)$$

şeklinde belirlenmektedir. (2.5) numaralı denklemde e birbirini ikame eden iki paranın fiyatları oranının logaritmasını ifade edilirken, \tilde{e} dışsal olarak para arz ve talep faktörlerini yansıtır. i_1 ve i_2 paraların faiz oranlarını ve x de döviz kurlarında beklenen değişim oranını ifade eder.

(2.6) nolu denklemdeki α ulusal ve yurtiçi parasal aktifler arasındaki ikame katsayısını ifade ederken, σ paralar arasındaki ikame katsayısını ifade etmektedir. Paralar arasında hiç bir ikame söz konusu değilse $\sigma=0$ olacak ve döviz kuru \tilde{e} 'ye bağlı olarak yani para arz ve talep koşullarınca belirlenecektir. Paralar birbirini tam ikame ettiğinde ise $\sigma=\infty$ olacak ve döviz kuru belirlenemeyecektir. Bu durum 1970'lerde gelişmiş ülkelerdeki döviz kurları değişimlerinin bütün ülkelerde ki para arzı değişiklikleri ile neden açıklanamadığını ortaya koyar (Fasano Filho 1986: 14).

Girton ve Roper(1982) faiz oranını 0 varsaymışlardır. Eğer faiz oranının 0'dan farklı olduğu kabul edilirse para otoriteleri faiz haddini değiştirerek dalgalanmaları yumuşatabilirler. Para otoriteleri böyle bir durumda eğer büyük dalgalanmalara izin vermek istemiyorlarsa para politikalarını yabancı para politikaları ile uyumlaştırmak durumunda kalacaklardır (Ertürk 1991: 40).

2.4.2 Dalgalanma Korkusu

Dolarizasyonun var olduğu bir ekonomide herhangi bir para arzı artışına karşı döviz kurları daha duyarlı hale gelir. Akçay v.dğr.(1997)'nin Türkiye üzerine yaptığı çalışma göstermiştir ki, dolarizasyon arttıkça döviz kurlarındaki oynaklık da artmaktadır.

Döviz kurlarının dalgalanması ise özellikle dolarizasyonun yaygın olduğu ekonomilerin Merkez Bankalarınca pek kabul gören bir durum değildir. Calvo ve Reinhart(2000)'a göre ülkeler kurlarının dalgalanmasına izin verir görünseler de dalgalanma korkusu oldukça yaygın bir fenomendir. Hausmann et al.(2000)'a göre ise

dalgalanma korkusu özellikle gelişmekte olan ÷lkelerde kendini gösterir. Yazarlar gelişmekte olan ÷lkelerde dalgalanma korkusunu, bu ÷lkelerin döviz piyasasına müdahale etmek üzere daha fazla rezerv bulundurması olarak açıklarlar.²⁷ Calvo'nun da ortaya koyduğu gibi; gelişmekte olan ÷lkelerdeki kurlar dalgalı kurlar olarak adlandırılırsa da aslında bu kurlar “can yeleği” ile dalgalanırlar.

Dolarizasyon gelişmekte olan ÷lkelerde zaten var olan dalgalanma korkusunu daha da arttırır. Dolarizasyon dalgalanma korkusuna iki kanaldan etki eder. İlk olarak yükümlölük dolarizasyonunun yaygın olduğu ekonomilerde döviz kuru dalgalanmaları önemli ölçüde kur uyumsuzluğu yaratır.

Arias(2005)'a göre dalgalanma korkusu ile yükümlölük dolarizasyonu arasında çok iyi kurulmuş bir bağ vardır. Bu bağ kur uyumsuzlukları durumunda reel döviz kurunda yaşanan değer kayıpları sonucu ekonomik birimlerin ödeme gücünü kaybetmesi ve finansal krizlerle sonuçlanacağı korkusu yoluyla oluşur. Yabancı para cinsinden kamu borcu da bu korkuyu yükseltir (Arias 2005:11). Firmaların, hanehalklarının, bankaların ve hükümetlerin bilançolarında önemli ölçüde kur uyumsuzluklarının olduğu ÷lkelerde otoriteler döviz kurunu daha fazla önemserler (Hausman et al. 2000: 11).

Dolarizasyonun dalgalanma korkusunu arttırmasını sağlayan bir diğer kanal ise geçiş etkisi kanalıdır. Döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi ne kadar güçlü ve hızlı olursa, para otoriteleri döviz kuru dalgalanmalarına o kadar az tahammül edecektir. Honohan ve Shi(2001) çalışmalarında dolarizasyonla geçiş etkisi hızı arasında pozitif ve güçlü bir korelasyon tespit etmişlerdir. Dolarizasyonun yaşandığı ÷lkelerde döviz kurlarındaki hareketlerin fiyatlara geçiş etkisi hızlı olacak ve fiyat istikrarını sağlama hedefinde olan Merkez Bankası da döviz piyasasına müdahale ederek bu dalgalanmayı engellemeye çalışacaktır.

2.4.3 Döviz Kuru Rejimi Seçimi

²⁷ 1998'den beri bir çok gelişmekte olan ÷lke rezervlerini önemli ölçüde arttırmıştır. 2006'da Latin Amerika'da rezervlerin borçlara oranı 2.7 civarındadır. Bu oran 1994 Tekila Krizi seviyesinin yaklaşık %30 üstündedir. (Bkz. Calvo(2006))

Dolarizasyonun var olduğu bir ekonomide hangi döviz kuru rejiminin seçileceği de önemli bir sorun haline gelmektedir. Döviz kuru oynaklığı bir önceki bölümde açıklandığı üzere, dolarize olmuş bir ekonomide oldukça maliyetlidir. Para otoriteleri böyle bir durumda sabit kur rejimini tercih edebilir. Ancak literatürde genel kabul gören görüş sabit döviz kurlarının, kur uyumsuzluklarını arttırdığı yönündedir. Bankalar ve firmalar, otoritelerin askıyı koruyacağını düşünüp yabancı para dolar yükümlülüklerini korumaya almazlar (Arteta 2005: 1). Bu durumda sabit döviz kuru rejimi bir nevi devlet garantisi gibi çalışır ve ekonomik birimlerin açık pozisyonları nedeniyle ahlaki çöküntü problemleri oluşturur. Korunmamış yabancı para borçlanması herhangi bir döviz kuru değişimine karşı ekonominin kırılganlığını artırır.

1980'lerde döviz kuru tartışmasında çoğu gelişmekte olan ülkede istikrar programlarında askı rejimleri merkezleşmekteydi. 1990'lar ise tartışmanın yönünü değiştirmiştir. Bunun ilk nedeni enflasyon problemidir. İkincisi ise sermaye hareketliliği ve sermaye akışlarının büyüklüğündeki artışlara bağlı olarak krizlerin sıklığının ve şiddetinin artmasıdır. Bu krizlerin suçluları da askı döviz kuru ve bu kurlara yönelik spekülasyon atakları olarak gösterilmiştir (Berg- Borenstein 2000a: 3).

Bernanke(2005)'ye göre ise sabit döviz kurları daha az gelişmiş, daha fakir ve kurumsal altyapısı daha zayıf ülkelerde tercih edilebilir. Yazara göre böyle ülkelerde katı askı uygulaması olan resmi dolarizasyonu tercih etmek de enflasyonu kontrol etmede bir avantaj yaratabilir.

Dalgalı kurlarda ise kur riskinin ekonomik birimlere aktarılması dolayısıyla daha az açık pozisyon bırakılacağı düşünülebilir. Bu anlamda dalgalı kurlar ekonominin kırılganlığını azaltacaklardır. Ancak dalgalı kurların; dolarizasyonun zaten var olduğu bir ekonomide uygulamaya başlanması ise ters dolarizasyon çabalarını zora sokabilir (Serdengeçti 2005: 11).

Berg ve Borenzstein(2000b)'a göre dolarizasyon durumunda seçilebilecek en kötü rejim sabit fakat değiştirilebilir döviz kuru rejimidir.²⁸ Piyasa katılımcılarının döviz kurunun sabitliğine (yanlış olarak) güvenerek risk almalarını teşvik eder. Risk almış piyasa katılımcılarının olduğu bir ekonomide devalüasyonun maliyeti de artar (Berg- Borenztein 2000b: 294).

Yukarıda bahsedilenler para otoritelerinin kur rejimi tercihlerini zorlaştıracaktır. Literatürde yaygın görüş parasal otoritelerinin şokların niteliğine göre döviz kuru rejimini seçmeleri gerektiğidir. Berg ve Borenzstein(2000b)'a göre ekonomide eğer parasal şoklar daha ağırlıklıysa sabit kur tercih edilmelidir. Tam tersine eğer şoklar reel sektör kaynaklıysa dalgalı kurlar oynaklığı azaltmada daha önemli bir işlev üstlenecektir. Osakwe(2002) ise Güney Kore verilerini kullandığı uygulamalı çalışmasında esnek döviz kurunun şoklara karşı daha baskın olduğu sonucuna varmıştır.

2.5 Sektörlerin Kırılganlığı ve Krizler Üzerine Etkisi

Son yıllarda hızla genişleyen yükümlülük dolarizasyonu; tüm kesimlerin bilançolarında açık pozisyonların artmasına neden olmuştur. Özellikle varlıkların ulusal para cinsinden, yükümlülüklerin ise yabancı para cinsinden olması finansal kırılganlığı arttıran en önemli konulardan biri haline gelmiştir.

Açık pozisyonların bulunduğu dolarize olmuş bir finansal sistem döviz kuru değişimlerine karşı hassaslaşır. Sözkonusu döviz kuru değişimleri dış ekonomik şartlarda meydana gelen bir krizin etkisiyle oluşabileceği gibi iç mali problemler kaynaklı da olabilir (Fisher 2006: 5).

Klasik Mundell-Fleming modeli ekonomide reel döviz kurundaki bir değer kaybının, ekonominin yurtdışı piyasalarda rekabet gücünü arttırarak genişletici bir etki yaratacağını öngörmektedir. Ancak son yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan tecrübeler göstermiştir ki yükümlülük dolarizasyonunun yüksek olduğu ve açık

²⁸ Eichengreen(2000) yönetimli dalgalanan döviz kuru rejimi için "cehennemden çıkma teorem" benzetmesini kullanmıştır. Yazara göre bu ara rejimlerde ekonomik sistemler krizlere daha meyillidir.

pozisyonların yoğun olarak bulunduğu ekonomilerde reel döviz kuru değer kayıpları ekonomi üzerinde genişlemenin aksine daraltıcı bir etki yaratmaktadır.

Galindo et al. (2003)'nin 62 ülke üzerine uyguladıkları çalışmalarında reel döviz kurundaki değer kaybı ile büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişler ve yüksek oranda dış borca sahip olan ülkelerde bu ilişkinin negatif yönlü olduğu sonucuna varmışlardır. Yazarlar çalışmalarında örneklemlerini dış borcu yüksek olan ve düşük olan ülkeler olarak sınıflandırmışlardır. Yabancı para cinsinden dış borcu yüksek olan ülkelerde reel döviz kuru değer kaybettiğinde kişi başına düşen GSYİH'nin düştüğünü, tam tersine dış borcu düşük olan ülkelerde ise yükseldiğini göstermişlerdir.

Bilançolarında açık pozisyona sahip olan ekonomik birimler, ulusal para değer kaybettiğinde bir kur uyumsuzluğu (currency mismatch) ile karşılaşacaklardır. Bu uyumsuzluk borçların geri ödenmesi zorlaştıracaktır. Şirketler kârlarında düşüşle karşılaşacaklar; bankalar ise verdikleri kredileri erken çağırarak ve/veya yeni kredi vermek istemeyecek, kısaca kredi arzını daraltacaklardır. Gerek şirketlerin kârlarının düşmesi gerek bankaların kredi arzını kısması takip eden dönemde sermaye stokunu ve dolayısıyla üretimi düşürecektir. Bu süreç literatürde bilanço etkisi (balance sheet effect) olarak adlandırılmaktadır.

Bilanço etkisi üçüncü nesil kriz modellerinin çok önemli bir bileşeni olarak görülmektedir.²⁹ Asya krizlerini inceleyen ilk çalışmalardan biri olan Harvey ve Roper(1999) çalışmalarında Asya krizlerinin yayılmasında bilanço etkisinin belirgin bir rolü olduğuna vurgu yapmışlardır.

Dolarizasyonun finansal krizlere yol açmasını sağlayan bir diğer kanal da ani duruş (sudden stop)'lardır. Calvo et al.(2004)'a göre yükümlülük dolarizasyonu sermaye

²⁹ Birinci nesil kriz modelleri krizlerinin nedenini sabit yada önörülebilir kur rejimlerine ve bütçe açıklarını kapatılması adına para basılmasına bağlamaktadır. Ancak 1990'lardan sonra oluşan krizleri birinci nesil kriz modelleri ile açıklamak mümkün olmamıştır. Sonuçta bu krizleri açıklamak üzere ikinci ve üçüncü kriz modelleri ortaya çıkmıştır. Özellikle üçüncü nesil kriz modellerinde önemli sayıda çalışma krizlerin ana nedenini bilanço bozukluklarına ve özellikle açık pozisyonlara bağlarlar. Detaylı bilgi için bkz. Krugman(1999), Aghion ve diğerleri(2004), Calvo ve diğerleri(2004), Cespedes ve diğerleri(2004)

girişlerinde ani duruş ihtimalini yükseltir.³⁰ Yazarlara göre krizlerin en önemli nedenlerinden biri ani duruşlardır. Sermaye girişlerindeki ani duruş yada çıkışlarla değer kaybeden ülke parası ile birlikte açık pozisyona sahip olan sektörlerin kredibilitesi azalacak ve sektörler arasındaki etkileşimle bu durum tüm ekonomiye yayılacaktır (Özmen-Yalçın 2007: 18). Bilanço etkisi kanalı ile de yatırımlar ve beraberinde üretim düşecektir

IMF(2005)'ye göre de kur ve vade uyumsuzlukları yükselen piyasalarda; dış şokların abartılı hissedilmesine yol açtığı gibi krizlerin şiddetini artırır ve kriz sonrası uyum sürecini yavaşlatır (IMF 2005: 116). De Nicolo et. al(2003) da dolarize olmuş sistemlerin finansal krizlere daha yatkın olduğunu göstermiştir.³¹

Dolarizasyonun sektörlerin kırılmalıklarına ve krizlere ne şekilde yol açtığı detaylı olarak takip edilen alt bölümlerde incelenecektir. Özel sektör, bankacılık sektörü ve kamu sektörünün bilançolarından hareketle oluşabilecek riskler ve sonuçları ortaya konacaktır.

2.5.1 Reel Sektör Açısından

Ticarete konu olan mal üretmeyen, yabancı para cinsinden alacağı olmayan firmaların yabancı para cinsinden borçlanması bu firmaları olası döviz kuru hareketlerine karşı daha hassas kılar. Olası bir değer kaybı durumunda açık pozisyonu olan firma, borcunun ulusal para değerinin; varlıklarının yada gelirinin ulusal para değerinden daha çok genişlediğini görecektir. Bu durum firmanın borç servisini ve/veya borcu çevirmesini zorlaştıracaktır.

Eğer ulusal fiyatlar; kısa dönemde döviz kurundaki değişikliklere uyum sağlarsa; firmalar kur riskini azaltabilirler. Ancak finansal dolarizasyon ile reel dolarizasyon arasındaki makas açıldıkça, kur uyumsuzlukları daha belirgin olacaktır (De Nicolo et al.

³⁰ Calvo(2008)'ya göre sistemi ani duruşlarının üç temel nedeni vardır. Bunlardan ilki yurtiçi yükümlülük dolarizasyonudur. Diğerleri ise cari açıklar ve dünyanın geri kalanı ile finansal entegrasyondur.

³¹ Yazarlara göre 1982 Meksika, 2002 Arjantin, Güney Amerika, Doğu Avrupa ve Asya krizleri örnek gösterilebilir. Ancak Arteta(2003) çalışmasında kur krizlerinin olabirliğini açıklamada anlamlı bir ilişki bulamamıştır. Havrylyshyn ve Beddies(2003) de Eski Sovyetler Birliği Ülkeleri üzerine yaptıkları çalışmalarında yüksek dolarizasyonun finansal krizlerin direkt nedeni olmadığını belirtirler. Bunun yanında yazarlara göre dolarizasyon krizlerin nedeni olmasa da krizlerin abartılı hissedilmesine yol açan bir iletim kanalıdır.

2003: 10). Döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi düşük olduğunda, kurlarda görülen bir değer kaybı yabancı para ile borçlanan firmanın borç yükünü artırır. Gelirleri ulusal para cinsinden değişmeyen firmaların karlarında bir düşüş görülür. Düşük karlar net değeri düşürdüğünden; firmaların yatırımları da azalır ve bir sonraki dönemin ekonomik aktivitelerinde bir düşüşle sonuçlanır (Aghion et al. 2004: 1).

Bilançolarında yabancı para cinsinden kredilere sahip olan firmaların net değeri, reel kurda meydana gelen bir değer kaybı sonucu düşer. Net değerinde azalma ise firmaların risk primini yükselterek, borçlanma kapasitesini sınırlar (Chang- Velasco 2001: 1). Firmanın net değerine meydana gelen değişimleri Liacandro ve Licandro(2003)'nun modeline benzer bir model ile açıklanacaktır. Ticarete konu olmayan mal üreten bir firmanın, basitleştirmek üzere 1 yıllık bir proje ile çalıştığını düşünelim. Bu durumda firmanın (projenin) halihazır değeri;

$$HHD = \frac{y - qD}{1 + r} \quad (2.7)$$

Denklem 2.7'te y firmanın üretimini gösterir. Dönem boyu yapılan üretim dönem sonu satılır. q reel döviz kurunu ifade eder, D ise borç servsidir. Dönem başı alınan borç dönem sonu ödenir. r ise ulusal para cinsinden reel iskonto oranını ifade eder.

Firmanın halihazır değeri, reel döviz kuruna bağlıdır. Halihazır değer reel döviz kuruna göre türevini aldığımızda ise reel döviz kurundaki bir artışın firmanın net değerini azalttığını açıkça ortaya koyar.

$$\frac{\partial HHD}{\partial q} = - \frac{D}{(1 + r)} \quad (2.8)$$

Denklem 2.8'den görülebileceği gibi; reel döviz kurunda meydana gelen değişim yeteri kadar önemli bir değişim ise; ödeme gücüne sahip olan bir firma bile ödeme gücünü kaybedebilir. Oysa eğer aynı firma ulusal para cinsinden borç alırsa borç servisi reel döviz kurundan etkilenmeyecek ve net değeri;

$$HHD = \frac{y - D}{1 + r} \quad (2.9)$$

olacaktır. Söz konusu firma eğer ihracat yapan bir firma ise hem gelir akımı hem borç servisi reel döviz kuruna bağlı olacağından net değer;

$$HHD = q \left(\frac{y - D}{1 + r} \right) \quad (2.10)$$

olur ve reel döviz kuru değişikliği firmanın net değerini azaltmaz.

2.4.2 Bankacılık Sektörü Açısından

Dolarizasyonun var olduğu ülkelerde bankalar iki önemli riskle karşı karşıya kalırlar. Bunlar ödeme yeteneği (solvency) ve likidite riskleridir. Ulusal para değer kaybettiğinde açık pozisyonu bulunan bankaların bilançolarında kur uyumsuzlukları (currency mismatch) oluşur. Bu oluşan kur uyumsuzlukları bankaların ödeme yeteneğini kaybetmesine neden olabilir.

Ancak bankaların açık pozisyon bulundurduğu varsayımı da çok akılcı değildir. Bankaların gerek yönetsel olarak kendilerini korumak üzere gerekse yasal düzenlemelerle açık pozisyon bulundurmalarının önüne geçilmiştir.

Ulusal paraya olan güvenin azalmış olduğu ülkelerde ulusal paranın değer saklama fonksiyonunu yerine getirmek üzere yabancı para mevduatları artar. Yabancı para mevduatlarla birlikte bankaların yabancı para yükümlülüklerinde bir artış ortaya çıkar. Bu durumda açık pozisyon bırakmak istemeyen bankaların iki alternatifi vardır. Ya yurtiçine verdikleri krediyi arttıracaklar ya da bazı mevduatları yurtdışında tekrar yatıracaklardır (Honohan- Shi 2003: 6). Bankalar kredi vermede daha fazla piyasa gücüne sahip olduğundan çoğu gelişmekte olan ülkede bu açık pozisyonlar yabancı para kredilerdeki artışla kapatılır (Cowan 2005: 50).

Bankalar kur uyumsuzluğu sebebiyle oluşabilecek kur riskini ortadan kaldırmak üzere yabancı para kredileri arttırdığında kur riskini başka bir riskle değiştirmiş olurlar: kredi riski. Özellikle gelir akımları ulusal para cinsinden olan firmalara verilen yabancı

para krediler; bu firmaların bilançolarında açık pozisyon oluşturur. Ulusal paranın değer kaybı; bir önceki bölümde bahsedildiği gibi firmaların ödeme yeteneğini kaybetmesine neden olur ve aldıkları krediyi geri ödeyememe (default) durumu ile karşılaşır. Dolayısıyla bankalar kendi bilançolarında açık pozisyon bırakmasalar bile mikro seviyede bir dengesizliğe sahip olurlar (Levy Yeyati 2007: 24). Bu durumda bankaların kur riskine tabi olma durumu azalmış ancak ödememe riskine tabi olma durumu artmıştır. Bankalar, bilançolarında açık pozisyonları olmasa bile, firmalar üzerinden bir kırılma ile yüzleşirler.

Licandro ve Licandro(2003) çalışmalarında bankaların kırılmasının izlenebilmesi için artık (residual) değerine bakılması gerektiğini vurgularlar.

$$\text{Artık değer} = \frac{\text{Kredi portföyünün} + \text{Banka sermayesi} - \text{Mevduat} - \text{Faiz}}{\text{artık değeri}}$$

Kredi portföyünün artık değeri bankalara borçlu olanların geri ödeme yeteneğine bağlıdır. Bu da denklem 2.7'den gördüğümüz üzere reel döviz kuruna bağlıdır. Eğer reel döviz kurunda önemli oranda bir değer kaybı olursa borçlu olan kreditorler bankalara olan borçlarını ödemede güçlük çekerler. Geri ödenmeme durumları arttıkça bankanın sermayesi de bu açığı kapatmaya yetmeyecek ve bankalar ödeme yeteneğini kaybedeceklerdir.

Bankalar kredi riskine karşı korunmuş olsalar bile herhangi bir mevduat çekilmesi sonucu likidite riski ile karşı karşıya kalabilirler. Özellikle kriz algılarının arttığı dönemlerde, bankalarda ki mevduatların çekilip yurtdışına aktarılması söz konusu olur (Serdengeçti 2005: 5). Bu durum banka sistemi için büyük bir tehdit oluşturur. Ödeme taleplerini yerine getiremeyen bir banka domino etkisi ile hızla yayılabilecek bir krizi de

başlatabilir. Böyle bir olay karşısında merkez bankaları devreye girer ve bankaları darboğazdan kurtarır (Paya 2002: 153). Ancak merkez bankasının yabancı para da son ödünç verme mercii olarak düşük kredibiliteye sahip olması, dolarize olmuş bir banka sisteminde likidite riskini arttırır (Arias 2005: 24).

Likidite riskini göz önünde bulunduran bankalar daha fazla yabancı para rezerv bulundurmaya isteyeceklerdir. Yabancı paraya talep arttığında gerek merkez bankasından yeterince borç bulamayacaklarından gerekse böyle bir borçlanmanın maliyetli olmasından en kötü senaryo için daha fazla rezerv bulundurlar (Macchiado 2004: 14). Bu da bankaların kredi arzını kısmasına yol açar.

Dolarize olmuş ülkelerde bankaların karşı karşıya olduğu ödeme yeteneği ve likidite riskleri banka sisteminin istikrarsız olmasına sebep olur. Bankaların artan istikrarsızlığı ise kredi arzını azaltır, yatırım ve finansal sıkıntıyı daha maliyetli hale getirir (Arteta 2003: 20).

2.5.3 Kamu Sektörü Açısından

Dolarize olmuş ülkelerde kamu kesimi de özel sektörle benzer riskler taşıyabilir. Özellikle orijinal günaha sahip olan ülkelerde hükümetler de kur uyumsuzluğu ile karşı karşıyadır. Gelirleri, vergiler, ulusal para cinsinden olmasına rağmen borcu yabancı para ile olan kamu kesimi de açık pozisyon verecektir. Bu durum kamu sektöründe de bir ödeme yeteneği (solvency) riski oluşturur. Ulusal para da bir değer kaybı kamu sektörü açısından borç servisini zorlaştırır ve borç krizleri riskini arttırır (Bordo 2006: 6).

Licandro ve Licandro(2003)'ya göre hükümetler dolarize olmuş ticari olmayan sektörler arasında belki de en kırılgan olanıdır. Çünkü sadece kendi kur uyumsuzluğunun riskini değil aynı zamanda kurtarılan sektörlerin kur uyumsuzluğu risklerini de üstlenirler.

Ulusal bankacılık kesiminin hükümet üzerinde önemli seviyede alacağı olduğunda kamu sektöründe ortaya çıkan bir ödeme yeteneği kaybı, banka kesimi ödeme yeteneği kaybına dönüşür. Kamunun borç krizi riski, banka krizleri riski ile birleşir ve makroekonomik sistem dalgalanmalarına neden olur (De Nicolo et al. 2003: 27).

Banka kesiminin kamu kesiminin dengesizliklerinden etkilenmesi ortalama bankacılık sektöründeki varlıkların yaklaşık %40'ını kamu sektörü kredilerinin oluşturduğu Orta Asya ve Latin Amerika ülkelerinde dikkat çekmektedir. Kamu kesiminin ve bankacılık kesiminin arasındaki bu ilişkiler 2001 yılındaki Arjantin ve Türkiye krizlerinde önemli rol oynamıştır (Rosenberg et al. 2005: 14).

2.6 Dolarizasyona Yönelik Politikalar

Gelişmekte olan ülkelerde bir fenomen haline gelen yabancı para kullanımının ekonomi üzerine etkileri bir önceki bölümde tartışıldı. Ekonomi üzerinde bu derece ciddi sonuçları olan dolarizasyon olgusunun otoriteler tarafından da görmezden gelinilebileceğini düşünmek yanlış olur. Otoriteler maliyetler ve avantajları karşılaştırarak hangi politikayı uygulayacaklarına karar vereceklerdir. Bu anlamda politika doğrultusunu belirleyecekleri iki ana yön vardır. Ya dolarizasyonu veri kabul edip buna göre politika belirleyecekler yada aktif bir şekilde dolarizasyonla mücadele edip dolarizasyonu azaltmaya çalışacaklardır. Bu bölümde bu iki politika ayrıntılarıyla incelenecektir.

2.6.1 Pasif Politikalar

Finansal alt yapısı gelişimini tamamlamamış gelişmekte olan ülkeler için dolarizasyonla mücadele maliyetli olabilir. Dolarizasyonun azaltılmaya çalışılması finansal aracılığın zedelenmesine ve yabancı para cinsi mevduatların yurtdışında offshore hesaplara kaydırılmasına neden olmuştur. Bu bölümde dolarizasyonu azaltmaya uğraşmak yerine dolarizasyonu var kabul eden pasif politikalar incelenecektir.

2.6.1.1 Resmi (De jure) Dolarizasyon

Resmi (de jure) dolarizasyon daha önceki bölümlerde bahsedildiği gibi, bir ülkenin başka bir ülkenin parasını yasal ödeme aracı (legal tender) olarak kabul etmesidir. Bu uygulamada seçilen güçlü para, ulusal paranın tüm fonksiyonlarını yerine getirmektedir.

Andora, Kribati, Liberya, Lichtenstein, Marshall Adaları, Monako, Panama, El Salvador, San Marino, Ekvator resmi dolarizasyon uygulayan ülkelerden bazılarıdır³². Bu ülkeler çok küçüktür ve çoğu komşu ülkelere entegre olmuş şehir devletleridir.³³ Bu ülkelerde ulusal para; yabancı paranın yanında tedavülde olsa da semboliktir (Edwards 2001: 4) yada sadece küçük alışverişlerde kullanılır (Murray-Powell 2002: 2).

Gelişmekte olan ülkeler açısından resmi döviz kuru uygulamalarının temel çekiciliği döviz kuru riskini ortadan kaldırmasıdır. Ulusal para olmadığı için herhangi bir ani değer kaybı riski de yoktur ve bu da kur krizleri riskini ortadan kaldırır (Berg-Borenztein 2000a: 5).

Finansal sistem kırılmalıklarının en önemli nedenlerinden biri olan kur uyumsuzlukları sorunu da resmi dolarizasyon ile otomatik olarak çözülmüş olur. Bu da kur riskiyle beraber oluşabilecek bankacılık krizlerinin olasılığını azaltacaktır. Ulusal bankacılık sistemine olan güven artacak ve offshore hesaplar yurtiçine çekilebilecektir.

Kur risklerinin elimine olması faiz oranlarını düşürür. Ülkenin finansal piyasalara entegrasyonu ile enflasyonun seviyesi ve oynaklığı da azalacaktır (Özcan-Uş 2007: 295). Bu durum ülke risk primini de düşmesine neden olacaktır.³⁴ Uluslararası yatırımcıların güveninin artması da uluslararası borçlanmada spreadlerin düşmesine neden olur, yatırım ve büyüme böylece teşvik edilmiş olur (Berg- Borenztein 2000a: 5).

ABD dolarının yasal ödeme aracı olarak seçilmesi işlem maliyetlerini ve döviz kurundaki belirsizliği ortadan kaldırarak ABD ile finansal entegrasyonu da arttıracaktır

³² Arjantin'de resmi dolarizasyonla ilgili plan ortaya koymuştur. Başkan Menem'in öne sürdüğü planla ABD dolarının pesonun yerini alması ve ABD ile yapılacak bir anlaşma sonucu iki ülke sonyoraj gelirini paylaşması düşünülmüştür. Bu planla amaçlanan kur riskini ortadan kaldırmak, yatırımcıların projeleri değerlendirmesinde ülke riskini sınırlamak ve Arjantin'in gelişmekte olan ülkeler arasından sıyrılmasını sağlamaktı. Ancak sonuca ulaşmadı. (Bkz. Calvo(1999))

³³ Monako, Lichtenstein ve Andora gibi ülkeler.

³⁴ Ancak Bernanke(2005)'ye göre tam dolarizasyon uygulamasının uluslararası kredi alırken ülkenin risk primini düşürdüğüne dair bir kanıt yoktur. Örneğin El Salvador ve Panama borçlanırken benzer ülkelerden daha az risk primi ödemezler. Resmi dolarizasyon kur riskinin ortadan kaldırmasına rağmen ödememe (default) ve kamulaştırma (confiscation) risklerini tam olarak engelleyemediği için ülke riskini tam olarak ortadan kaldıramaz.

(Antofilini- Keister 2001: 33). Virtebo(2007)'ya göre ABD dolarını seçen bir ekonomi, ABD'nin pasif bir partneridir.

Yabancı paranın yasal ödeme aracı olarak kullanılması aynı zamanda ulusal para otoritelerinin enflasyon vergisinden yararlanmalarının da önüne geçecektir. Alesina ve Barro(2001)'ya göre eğer yüksek enflasyon yaşayan bir ülke kredibilitesi olan bir ülkenin parasına geçerse, para politikasının enflasyonu tetikleyici etkisi, çıpa ülkenin para politikasına bağımlı olmakla birlikte ortadan kalkacaktır.

Yukarıda sıralanan bu avantajlara rağmen resmi dolarizasyon önemli eleştirilere maruz kalmaktadır. Bu eleştirilerden biri ulusal paranın bir egemenlik sembolü olduğu ve resmi dolarizasyonla bu sembolün kaybedileceği yönündedir (Bernanke 2005: 6). Yöneltilen eleştirilerden en çok ilgi çeken ve tartışılanı ise meydana gelen senyoraj geliri kaybıdır. Berg ve Borenzstein(2000a)'a göre resmi dolarizasyonla birlikte oluşan senyoraj geliri kaybı iki açıdan incelenir. İlk kayıp stok maliyetlerindedir. Para otoritesi yabancı paraya adapte olarak , dolaşan ulusal parayı alıp yerine ABD doları verecektir. Bunun ekonomik anlamı para otoritesinin stok ulusal parayı alarak zaman içinde birikmiş olan senyoraj gelirini piyasaya vermesidir. İkinci kayıp ise gelecek gelirlerindedir. Resmi dolarizasyonla para otoritesi yeni para basmadan doğacak olan gelecek senyoraj gelirlerinden vazgeçmiş olacaktır (Berg-Borenztein 2000a: 15).

Resmi dolarizasyona geçilmesi ile birlikte, Merkez Bankasının son ödünç verme mercii özelliği de sınırlanacaktır. Oluşabilecek herhangi bir likidite riskine karşılık, Merkez Bankasının likidite desteği sağlayamaması krizlerin daha ağır hissedilmesine sebep olabilecektir. Ancak Antinolfi ve Keister(2001)'e göre bu kayıp abartılacak bir kayıp değildir çünkü sabit döviz kuru yada para kurulları uygulamalarında zaten Merkez Bankasının son ödünç verme mercii özelliği sınırlanmaktadır. Ayrıca sanayileşmiş ülkelerin Merkez Bankaları para basarak değil borçlanarak bu fonksiyonu yerine getirirler. Yazarlara göre Merkez Bankasının bu özelliği piyasalarda ahlaki çöküntü (moral hazard) problemleri ortaya çıkaracağından zaten tercih edilmemelidir (2001: 34).

Yukarıda açıklandığı üzere maliyetlerine nazaran resmi dolarizasyonun önemli avantajları olduğu görülmektedir. Ancak Edwards(2001)'a göre resmi dolarizasyonu savunmak “sınırlı klinik testten geçmiş yeni bir ilacın önerilmesi” gibidir. Çalışmasında yazar, dış şokların dolarize olmuş ülkelerde diğerlerine göre daha yüksek maliyetler yüklediği sonucuna varmıştır.

2.6.1.2 Dolarizasyonun Makroekonomik Etkilerini Sınırlamaya Yönelik Politikalar

Makroekonomik istikrarsızlığa karşı kendilerini korumak isteyen ekonomik birimler; uygulanan dolarizasyonu önlemeye yönelik politikalar sonucu yeni yollar arayışına gireceklerdir. Özellikle yurtiçi tasarrufların yurtdışındaki offshore hesaplara kayması gelişmekte olan ülkelerde oldukça sık gözlemlenebilen bir olgudur. Ekonomik birimlerin kendilerini koruyabilecek bir enstrümandan yoksun olması yurtiçi tasarruf düzeyinin düşük olmasına ve olan tasarrufların da yurtdışına kaçmasına sebep olabilir. Sonucunda finansal aracılık sektöre uğrar ve finansal gelişim sınırlı düzeyde kalır.

Bu durumda bazı ülkeler Levy Yeyati(2003)'nin deyişi ile “dolarizasyonla yaşamayı öğrenmek” durumunda kalabilirler. Bu çerçevede iki paralı sistemde otoriteler sadece dolarizasyonun potansiyel makroekonomik etkilerini hafifletmek üzere bir takım önlemler almayı tercih edebilirler.

Finansal regülasyonlar, dolarize olmuş ekonomik birimlerin riskleri içselleştirilmesi adına uygulanabilir (Licandro- Licandro 2003: 21). Finansal kırılganlığı azaltmak adına bilançolara getirilen düzenlemeler sıkılaştırılabilir. Uygulanacak regülasyonlarla bilançoların sadece banka seviyesinde değil, firma seviyesinde de dengede olmasına dikkat edilmelidir. Bu anlamda uygulanabilecek politikalardan biri yabancı para kazancı olmayan firmalara verilen yabancı para kredilerinin önüne geçilmesidir. Daha da özelleştirmek gerekirse ihracat yapmayan sektörlerde yabancı para kredileri verilmesi birtakım düzenlemelerle engellenebilir.

Bankaların olası kur uyumsuzluklarına karşı kendilerini korumaları için ise türev piyasalardan yararlanılabilmektedir (Luca- Petrova 2003: 12). Yerli türev piyasaların varlığı

herhangi bir dolarizasyon seviyesinde kur uyumsuzlukları problemini azaltacaktır (Arias 2005: 10).

Dolarizasyonun makroekonomik etkilerini azaltmaya çalışan pasif politikalar direkt olarak dolarizasyona karşı tedbir niteliğinde olmasa da makroekonomik istikrar sağlaması aracılığıyla dolarizasyonun azalmasına yardımcı olacaklardır. Bu politikaların dolarizasyonu azaltıcı etkisi ancak uzun vadede ortaya çıkabilir.

2.6.2 Aktif Politikalar- Dedolarizasyon Politikaları

Son yıllarda dolarizasyonun makroekonomik etkilerinin oldukça yoğun hissedilmesi ve özellikle yükümlülük dolarizasyonunun finansal krizler üzerindeki etkisi dolarizasyonla aktif bir şekilde mücadele etme gerekliliğini ortaya koymuştur. Bu kapsamda ekonomideki dolarizasyon seviyesinin azaltılması adına çeşitli dedolarizasyon politikaları önerilmektedir.

Dolarizasyon büyük ölçüde makroekonomik istikrarsızlıklardan kaynaklandığına göre dolarizasyonu azaltmak adına makroekonomik istikrarın sağlanması oldukça önemlidir. Bu anlamda enflasyonla mücadele benimsenmelidir. Enflasyonun düşürülmesi ve oynaklığının azaltılması ulusal para cinsinden enstrümanları cazip hale getirebilir. Ize ve Powell(2004)'a göre Merkez Bankası'nın fiyat istikrarına bağlılığını göstermesi, kişilerin kendilerini koruma anlamında yabancı para cinsinden enstrümanlara yönelmesini engelleyecektir Merkez Bankası'nın bağımsızlığının sağlanması, hedeflerinin şeffaf bir şekilde açıklanması para politikası kredibilitesinin artmasına yardımcı olacaktır. Bu anlamda gerekli olan yasal çerçevenin oluşturulması ve hükümetlerden başlayarak tüm kurumların kredibilitesinin sağlanması gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesi ile nominal enstrümanları istikrarlaştırmaya çalışmanın yanında uygulanabilecek daha esnek bir kur politikasının da dedolarizasyona yardımcı olacağı ileri sürülür (Arias 2005: 37). Katı askı uygulamaları gibi döviz kurunun sabitliğini güvence altında tutan uygulamalar ahlaki çöküntü gibi problemlere yol açtığından terk edilmelidir.

Dolarizasyonu azaltmaya çalışmada otoritelerin dengeleyici tutumu da oldukça önemlidir. Otoriteler uzun dönemli politika devamlılığı ile kısa dönemli finansal sektör baskısını azaltmaya çalışma arasında adaletli bir denge sağlamak zorundadırlar (Ize-Parrado 2002: 6).

Dolarizasyonu önlemeye yönelik çabalara rağmen dedolarizasyon konusunda başarılı olan ülke sayısı oldukça azdır. Reinhart et al.(2003)'ün 85 ülkeye uyguladıkları çalışmalarında dedolarizasyondan bahsedilebilmesi için DTH/M2Y oranının i) en azından %20'nin altına düşmesi ii) bu düşüşü takiben %20'nin altında kalması iii) örneklem döneminin sonuna kadar %20'nin altında kalması gereklidir. Örneklemde 16 ülkede dolarizasyon %20'nin altına düşmüş ancak 12'sinde tekrar yükselmiştir. Yazarlara göre sadece 4 ülke bu şartları sağlamıştır: İsrail, Meksika, Polonya, Pakistan. Meksika ve Pakistan'da ise otoriteler 1982 ve 1998'de dolar mevduatları ulusal paraya zorla çevirmişlerdir. Finansal aracılık zedelenmeden ve de sermaye kaçıışı olmadan dedolarizasyon gerçekleştiren sadece iki ülke vardır: İsrail ve Polonya (Reinhart et al. 2003: 51).

Galindo ve Liederman(2005) ise 90 ülkeye uyguladıkları çalışmalarında dedolarizasyonu sağlamış ülkeleri; dolarizasyon oranlarının yüksek dolarizasyon seviyelerinden (%40'ların üstünden) %20'lerin altına düşüren ve en az 5 yıl süreyle %20'lerin altında kalmasını sağlayan ülkeler olarak tanımlanmışlardır. Bu tanımlamalara göre bu kriterleri ancak üç ülke sağlamaktadır: Şili, İsrail ve Polonya (Galindo- Liederman 2005: 17).

Takip eden iki alt bölümde uygulanan dedolarizasyon politikaları incelenecektir. Tartışılacak ilk politika oldukça kolay ancak ekonomik sonuçları olan dolarizasyonun yasaklanmasıdır. İkinci politika ise Levy Yeyati ve Arias(2003)'ün önerdiği ödül ve cezaya dayanan havuç(carrot) ve sopa(stick) yaklaşımıdır.

2.6.2.1 Dolarizasyonun Yasaklanması (Kısıtlanması)

Yabancı parayla açılan mevduatlara ve verilen kredilere kısıtlama getirmek uygulanması açısından oldukça kolay bir dedolarizasyon politikasıdır. Bu yönüyle büyük ilgi görmüş ve birçok ülke tarafından uygulanmıştır.

Ancak yasaklamaya dayanan politikalar çoğu ülkede başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Yasaklama anlamında en çok karşılaşılan uygulama özel sektör tarafından tutulan yabancı para mevduatların ulusal para mevduatlara dönüştürülmesidir (Honohan-Shi 2001: 5). Ulusal bankacılık sisteminde ortaya çıkan bu kısıtlamalar mevduatların yurtdışına kaçmasına ve offshore hesaplarda tutulmasına yol açmıştır. Brezilya, Kolombiya ve Venezuela gibi ülkelerde yurtiçindeki kısıtlamalar sonucunda offshore hesaplar %100 artmıştır (Cowan 2005: 49).

Yabancı para enstrümanların yasaklanması sonucu ortaya çıkan sermaye kaçıışı ve finansal aracılığın zedelenmesi tekrar yabancı para mevduatların açılmasına izin verilmesine yol açmıştır.³⁵ Bu durum da ortaya koyar ki; kriz dönemlerinde bu politika kamuoyu tarafından destek görse de kriz dönemlerinin etkileri geçtikten sonra destek görmeyecek ve Merkez Bankası dolarizasyonun üstündeki kısıtlamaların kaldırılması için zorlanabilecektir (Ize- Levy Yeyati 2005: 14). Bu da ekonomide istikrarın zedelenmesine yol açacak ve ekonomi başladığı yere bazen de daha yüksek dolarizasyon oranlarıyla geri dönecektir.

Balino et al.(1999)'a göre dolarizasyonun yasaklanarak önlenmesi yerine bazı kısıtlamalar getirilebilir. Böylelikle önemli miktarda tasarrufun yurtdışına çıkması engellenirken dolarizasyon da sınırlanabilir. Örneğin Meksika'da sadece firmalar DTH açabilir ve bunlar da ancak toplam banka yükümlülüklerinin belirli bir oranı kadar olabilir (Balino et al. 1999: 28).

Uygulanması kolay olsa da makroekonomik etkileri ve geçmiş tecrübeler yüzünden yabancı para mevduatların ve kredilerin yasaklanması günümüzde tercih edilen bir dedolarizasyon politikası olmaktan uzaklaşmıştır.

³⁵ Bolivya ve Peru'da DTH'lara yasak getirilmiş ancak birkaç sene sonra baskılara dayanamayan otoriteler bu hesaplara tekrar izin vermişlerdir.

2.6.2.2 Havuç-Sopa Yaklaşımı

Levy Yeyati ve Arias(2003)'ın adlandırdığı bu yaklaşım uygulanabilecek öngörülü düzenlemelerle yabancı para kullanımını caydırarak yerine ulusal para cinsi varlıkları bir alternatif haline getirmeye dayanır. Bu durumda sopa(stick) yada ceza yabancı parayı kullanmayı engelleyecek önlemleri almaya dayanır. Havuç(carrot) yada ödül ise ulusal para cinsi enstrümanların yabancı para yerine kullanılmasını sağlamayı hedefler.

2.6.2.2.1 Sopa (Ceza) Stratejileri

Levy Yeyati(2003)'ye göre dedolarizasyonda kullanılacak sopa stratejilerinin öngörülü politikalar olması gereklidir. Öngörülü politikalar kapsamında miktar kısıtlamaları, vergi benzeri düzenlemeler uygulanabilir. Finansal sistem ve bankalara düzenlemelerle uygulanan bu öngörülü politikaların sıkılaştırılması ile bu kurumların denetimi birarada gitmelidir (Ize- Powell 2004: 34).

Bankalarda yabancı para mevduatları; yüksek oranlarda likidite gereklilikleri getirmek dolarizasyonun Merkez Bankası'nın son ödünç verme mercii özelliğini sınırladığını göz önünde bulundurulduğunda oldukça ilgi çekicidir. Aslında yüksek likidite gereklilikleri bankalar mevduat açığına düştüğünde, bu açığın bir kısmını karşılar. Bu uygulamanın asıl etkisi açığı karşılamaktan çok yabancı para fonların marjinal maliyetlerini arttırmasındadır.

Bankalardaki yabancı para mevduata uygulanabilecek bir ayrımcılıkta bu mevduatların mevduat sigortası kapsamının dışında tutulmasını sağlamaktır. Bankacılık sisteminde ahlaki çöküntü problemini engelleyebilecek bu uygulama, bankaların daha çok risk gözeterek daha az dolarize olmasına sebep olacaktır.

Yurtiçinde bulunan yabancı para mevduatları vergi konulması da bu kapsam içinde değerlendirilebilir. Böyle bir vergi borç verenlerle borç alanların beklenen gelirleri arasında bir makas oluşturur. Diğer yandan yurtiçinde yabancı para mevduatları vergi konması, tasarrufların yurtdışına kaçmasına neden olabileceği gibi tasarruflarda bir düşüşle sonuçlanabilir.

Ceza stratejileri içinde değerlendirilebilecek bir diğer yaklaşım da miktar tavanı uygulamasıdır. Yabancı para kredileri azaltmak adına bankaların verdiği yabancı para kredilere sınırlama getirilebilir. Ancak Ize ve Powell(2004) yabancı para kredilere miktar kısıtlaması gibi piyasanın işleyişini bozabilecek uygulamalardan ziyade piyasa dostu (vergi ve sübvansiyon gibi) ulusal parayı özendiren uygulamaları önermektedirler.

2.6.2.2.2 Havuç (Ödül) Stratejileri

Yabancı para kullanımının caydırılması adına yapılan uygulamalar sonrasında havuç yada ödül stratejileri ile ulusal para; ekonomik birimler açısından yabancı paraya iyi bir alternatif olarak sunulmalıdır. Yabancı para fonlama maliyetinin arttırılmasının (sopa) negatif reel etkileri vardır ve yeni önlemlerin alınarak finansal sektörün istikrarlaştırılması ve ekonomik birimlerin ulusal paraya geçişlerinin sağlanması için ulusal para enstrümanların tanıtılması (havaç) gerekir (Levy Yeyati 2003:25).

Parasal kredibilitenin düşük olduğu gelişmekte olan ülkelerde, yabancı paradan direkt olarak ulusal paraya geçitense endeksli enstrümanlara geçiş daha kolay olacaktır (Ize- Levy Yeyati 2005: 13). Bu enstrümanların neye göre endeksleneyeceği de önemli bir sorun haline gelmektedir. Bu anlamda en çok karşılaşılan endeks TÜFE bazlı endekstir.³⁶ Özellikle Şili ve İsrail'deki başarılı uygulamalar da bunu desteklemektedir. Diğer endekslerden ziyade TÜFE bazlı endekse ekonomik birimlerin kendilerini enflasyona karşı koruma altına alma istekleri sonucu doğal bir talep sözkonusudur (Levy Yeyati 2007:41).

Bu endekslenmiş enstrümanlar enflasyon riski taşımazlar dolayısıyla da nominal ulusal para enstrümanlara göre daha çok tercih edilirler.³⁷ Seçilen endeksin devamlılığının sağlanması dedolarizasyonun başarılmasında oldukça önemli bir yere sahiptir. Bunun sağlanabilmesi için ise istikrarlı para ve maliye politikaları uygulamaları gerekmektedir.

³⁶ GSYİH ve mal(commodity) endeksleri kullanılan endekslerdir.

³⁷ Ancak örneğin endekslenmiş bir mevduat yurtiçindeki mevduatlara göre enflasyon riski taşımaması yönünden tercih edilebilir. Ancak bu mevduat ülke riski taşımaya devam edecektir. Dolayısıyla endekslenmiş mevduatlar ülke riski taşımayan offshore mevduatlarla bir rekabet içinde kalabilirler.

Eğer endeksin devamlılığı ve güncelliği sağlanmazsa ekonomik birimler güven kaybına uğrayacak ve yeniden yabancı para enstrümanlara yönelebileceklerdir.

Kamu sektörünün de ortak endeksleme mekanizması yaratmada rolü vardır. Hükümet endekslenmiş kamu kağıdı çıkararak endekslenmiş borç enstrümanlarının gelişiminde rol oynayabilir. Ancak bu kamu bonoları hükümetin kredibilitesi olan bir endeksleme rejimi oluşturmasını zorlaştırabilir (Cowan 2005: 64). Bu konuda en çok karşılaşılabilecek durum; hükümetin borçlarını azaltmak adına endeksi değiştirebilmesidir. Levy Yeyati(2007) endeksin; hükümetin manipülasyonlarından arındırmak üzere sürekli otonom bir kurum tarafından ölçülebileceğini ileri sürmektedir.

Endekslenmiş ulusal para enstrümanların gelişmesinde emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi uzun vadeli varlıklara doğal talebi olan kurumlar da önemli rol oynar. Bu gibi kurumlar hükümetler tarafından gerekli düzenlemeler ve teşviklerle endeksli enstrümanları kullanmaya yönlendirilerek bu piyasaların gelişmesi sağlanabilir.

Endeksli enstrümanlar kullanarak dolarizasyonla mücadele Şili ve İsrail'deki başarıları nedeniyle ilgi çekmiştir. Şili, Latin Amerika ülkeleri içinde enflasyona endeksli enstrümanları kullanarak dedolarizasyonu başarmış tek ülkedir. Şili'nin başarısının nedeni de endeksin kredibilitesinin yanında para ve maliye politikalarının da kredibilitesidir.³⁸ Emeklilik fonları gibi uzun vadeli yatırımcıların bu varlıkları tercih etmesi bu piyasaların gelişmesine katkı sağlamıştır (Arias 2005: 48). Şili'de finansal sektörde mevduatların yaklaşık %40'ı, kredilerin ise %55'i endekslenmiş enstrümanlara dayanmaktadır(Galindo-Liederman 2005: 15).

İsrail'de ise dedolarizasyon devam eden bir istikrar ve dezenflasyon sürecinin doğal sonucu olarak ortaya çıkmıştır (Galino- Liederman 2005: 16). Uygulanan endeksleme politikaları ve düşük enflasyon ekonomik birimlerin yabancı paradan ulusal paraya geçişlerini sağlamıştır.

³⁸ Şili'de UF'nin oluşturulduğu yıl olan 1975'ten beri temel endeksleme koşulu değiştirilmemiştir.

Arjantin, Brezilya ve Uruguay gibi bazı ülkelerde endeksleme politikaları başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu ülkelerde başarısız olmasının altında yatan temel neden endeksleme birimine olan güvensizliktir.

Jimenez(1993) Arjantin, Brezilya ve Uruguay'ın endekslenmiş borç piyasalarının neden başarılı olmadığını incelemiş ve nedeni bu ülkelerde derin ikinci piyasalarının olmaması, ortak bir endeksleme ölçüsü bulunmaması, endeks birimine zayıf bir hukuki desteğin olması ve ekonomik birimlerin yabancı para cinsinden enstrümanları tercih etmesine bağlamıştır (Cowan 2005: 65). Licandro ve Licandro(2003) ise Uruguay üzerine yaptıkları çalışmalarında başarısızlığı iki nedene bağlamışlardır. Yazarlara göre birinci neden endekslemenin aylık olarak yapılmasıydı ki bu fiyat artışının endekse iki aylık bir gecikme ile yansımaya neden oluyordu. İkinci neden ise bu kağıtların likiditesinin olmamasıydı.

Şili ve İsrail'de bu başarılarına rağmen; endekli enstrümanlar nominal enstrümanların yerini tutamaz. Daha ziyade para otoritelerinin enflasyonu istikrarlandırılmasını sağlar. Endeksleme nominal sözleşmelere geçilmesinde orta yol istasyonu olarak görülebilir. Endekli enstrümanlardan sonra nominal enstrümanlara geçiş daha kolay olacaktır (Ize- Powell 2004: 27).

Endeksleme bir ödül stratejisi olarak bir hayli yoğun ilgi görmesine rağmen tek strateji değildir. Nominal ulusal para cinsinden varlıklar, derin türev piyasalar oluşturularak çekici hale getirilebilir. Swap, opsiyon ve forward işlemlerin gelişmiş olduğu finansal sistemde ekonomik birimler bu sözleşmeleri kullanarak kendilerini kur riskine karşı koruyabilirler. Ayrıca hisse senedi ile fonlama da dedolarizasyon politikası olarak önerilmektedir.

3. TÜRKİYE’DE DOLARİZASYON SÜRECİ VE MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Bu bölümde daha önceki bölümlerde nedenleri ve etkileri açıklanan dolarizasyonun, Türkiye’de nasıl geliştiği ve Türkiye ekonomisinde ne gibi sonuçları olduğu tartışılacaktır. Bu amaçla dolarizasyonun gelişimi bileşik bir endeks aracılığıyla ortaya konulacaktır. Bileşik endeksteeki gelişim bir sonraki bölümde Türkiye ekonomisindeki gelişmeler çerçevesinde açıklanacak; son bölümde ise dolarizasyon sürecinin ekonomi üzerindeki etkileri tartışılacaktır.

3.1 Dolarizasyon Bileşik Endeksi

Reinhart et al.(2003) çalışmalarında dolarizasyonu hem varlık hem de yükümlülük açısından ele alarak bileşik bir endeks oluşturmuşlardır.³⁹ Çalışmanın bu bölümünde

$$D = \frac{DTH}{M2Y} + \frac{YP \text{ Cinsinden İç Borç Stoğu}}{\text{Toplam iç borç stoğu}} + \frac{Dış Borç Stoğu}{GSMH} \quad (3.1)$$

Reinhart et al.(2003)’in çalışmalarına dayanılarak bir endeks oluşturulmuş ve Türkiye’de yaşanan dolarizasyonun seyri ortaya konmuştur. Dolarizasyon (D) endeksi;

şeklinde tanımlanmaktadır. Bu eşitliğin ilk kısmı geniş tanımlı para arzı içerisindeki DTH’ların oranını göstermektedir. Literatürde geniş olarak dolarizasyon için bu ölçüt

³⁹ Reinhart et al.(2003) oluşturdukları bu endeksi 85 ülkeye uygulamışlar ve bu ülkeleri dolarizasyon seviyelerine göre karşılaştırmışlardır.

kullanılmaktadır. İkinci kısım ise kamu sektörünün yabancı para cinsinden iç yükümlülüğünü ifade etmektedir. Aynı zamanda bu oran özel sektör bilançosunda yabancı para cinsinden varlık olarak yansımaktadır. Endeksin son kısmı ise tüm sektörlerin yabancı para cinsinden dış yükümlülüklerini kapsamaktadır.

Bu eşitlikteki her oran Reinhart et al.(2003)'ü takiben Tablo 3.1'de belirtilen kriterlerle 0'dan 10'a kadar endeks değeriine çevrilmiş ve her bir oran için oluşturulmuş bu endeks değeri toplanıp bileşik bir endeks haline getirilmiştir. Sonucunda ortaya çıkan bileşik endeks 0'dan 30'a kadar değerler almaktadır.

Tablo 3.1 Dolarizasyon Endeks Değerleri

Oran(r)	Endeks değeri	Oran(r)	Endeks değeri
r= 0		0.5<r≤0.6	
0< r ≤0.1		0.6<r≤0.7	
0.1<r≤0.2		0.7<r≤0.8	
0.2<r≤0.3		0.8<r≤0.9	
0.3<r≤0.4		r>0.9	10
0.4<r≤0.5			

Kaynak: Reinhart et al.(2003)

Tablo 3.2'de ise Türkiye'de gözlemlenen oranlar ve bu oranların endeks değeri yer almaktadır. Reinhart et al.(2003) dolarizasyon seviyesini; bileşik endeks değeri 0-3 arasında ise düşük, 4-8 arasında ise orta, 9-13 arasında ise yüksek ve 14-30 arasında ise çok yüksek olarak sınıflandırmışlardır.

Tablo 3.2 Türkiye'de Dolarizasyon Endeks Değerleri

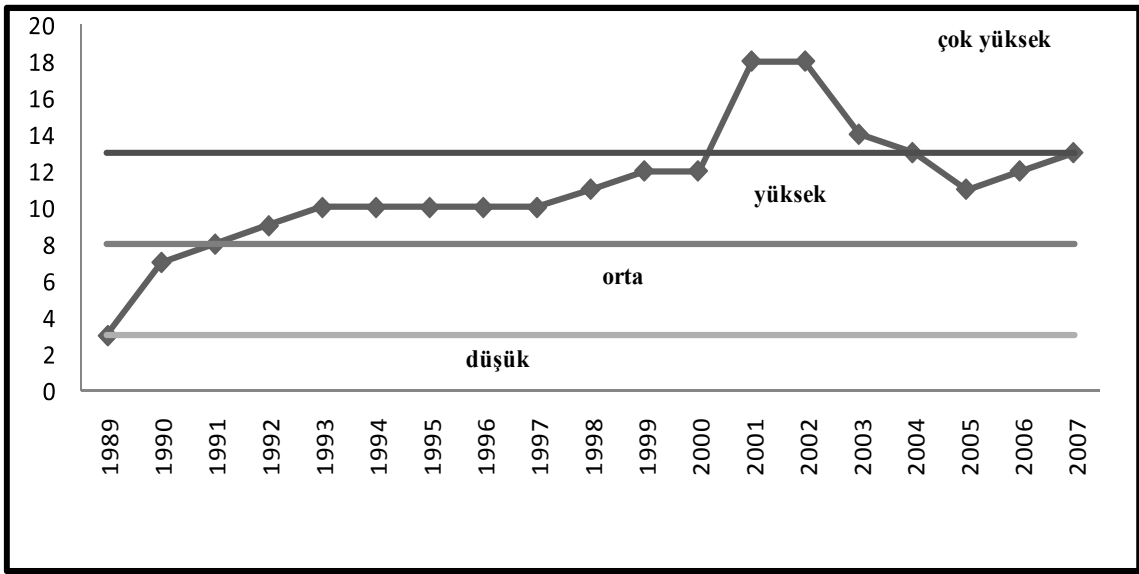
	DTH/M2Y	Endeks Değeri	YP cinsi İç Borç Stoğu/ Toplam İç Borç Stoğu*	Endeks Değeri	Dış Borç Stoğu/GSMH	Endeks Değeri	Bileşik Endeks Değeri
1989	0.24	3	-	-	-	-	3
1990	0.23	3	-	-	0.32	4	7
1991	0.31	4	-	-	0.33	4	8
1992	0.47	5	-	-	0.35	4	9
1993	0.57	6	-	-	0.38	4	10
1994	0.47	5	-	-	0.50	5	10
1995	0.46	5	-	-	0.43	5	10
1996	0.46	5	-	-	0.43	5	10
1997	0.49	5	-	-	0.44	5	10
1998	0.42	5	0.07	1	0.47	5	11
1999	0.47	5	0.05	1	0.56	6	12
2000	0.46	5	0.08	1	0.60	6	12
2001	0.53	6	0.36	4	0.78	8	18
2002	0.53	6	0.32	4	0.72	8	18
2003	0.47	5	0.22	3	0.60	6	14
2004	0.42	5	0.18	2	0.54	6	13
2005	0.39	4	0.17	2	0.47	5	11
2006	0.40	4	0.14	2	0.52	6	12
2007	0.36	4	0.10	2	0.61**	7	13

Kaynak: TCMB ve Hazine Müsteşarlığı veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir.

*Yabancı para cinsinden iç borç 1998 yılından önce yok denecek kadar az olduğu için, 1998 yılına kadar bu oran 0 kabul edilmiştir. ** 2007 sonu GSMH hedef değeri kullanılmıştır.

2001 krizinin yaşandığı dönemde endeks en yüksek değerine ulaşmış, 2001'den sonra uygulanan program çerçevesinde sağlanan makroekonomik istikrarla düşüş kaydetmiştir (Bkz.Şekil 3.1). İstikrar büyük ölçüde sağlanmış, gerekli düzenlemeler yapılmış olmasına rağmen endeks hala yüksek seviyesini korumaktadır.

Şekil 3.1. Türkiye’de Dolarizasyon Endeksleri



3.2 Türkiye’de Dolarizasyon Sürecinin Tarihsel Gelişimi

Türkiye dolarizasyon ile 1980’li yıllarda dışa açılma programları çerçevesinde tanışmıştır. Dolarizasyonun yaşandığı diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de dolarizasyonun ortaya çıkması ve hızlanması makroekonomik istikrarsızlıklar, sabit (yada öngörülebilir) döviz kuru rejimleri, ekonomi politikalarının kredibilite eksikliği ve verimsiz piyasa düzenlemeleri sonucunda oluşmuştur (Yılmaz, D 2006: 2).

Türkiye’de dolarizasyon süreci iki ayrı dönemde incelenebilir. 1980-2001 yılları arası Türkiye’de dolarizasyonun hızla yükseldiği bir dönemdir. Dolarizasyon endeksinin sürekli bir artış gösterdiği bu dönem kendi içinde iki ayrı dönemin özelliklerini

yansıtmaktadır. 1989'a kadar geçen süreçte dolarizasyon yeni başlamıştır ve yüksek seviyesine henüz ulaşmamıştır. 1989-2001 yılları arası ise 1994, 1999, 2000 ve 2001 krizlerini içeren bir dönemdir. Bu yıllar arasında Şekil 3.1'de gösterildiği üzere dolarizasyon endeks değerleri giderek yükselmekte ve en yüksek seviyelerine ulaşmaktadır. 2001 sonrası ise daha farklı bir süreci yansıtan ikinci dönem olarak tanımlanabilir. Krizlerden sonra yapısal ve kurumsal değişiklikler yapılmış, dolarizasyon endeksi azalmaya başlamıştır. Ancak enflasyonun düşürülmesine, makroekonomik istikrarın büyük ölçüde sağlanmasına rağmen hala yeterince azalmamış olan dolarizasyon, yüksek seviyesini korumaktadır.

3.2.1 1980-2001 Dönemi

1970'lerde ard arda yaşanan petrol fiyatlarındaki artışlar bütün dünyayı etkilediği gibi Türkiye'yi de etkilemiş ve önemli dercede dış ödeme güçlükleri yaratmıştır⁴⁰. Özellikle 1973-1977 döneminde ağır bir bunalım yaşanmıştır. Bu ağır bunalımın en önemli nedenleri; dışta OPEC'in ham petrol fiyatlarını beş kat arttırması, Kıbrıs olayıyla beraber artan savunma yatırımlarının yükü (bununla beraber dış yardımlarda bir düşme) ve Türkiye'nin ticari ilişkide olduğu diğer ülkelerin işsizlik ve enflasyonun birarada yaşandığı bir ekonomik bunalımın, bir stagflasyon krizinin, içinde olmalarıdır (Kepenek- Yentürk 2005: 196).

Bu dönemde ithalat fiyatları hızla artarken aşırı değerlendirilmiş kur politikası sonucu ihracatın istenen düzeyde artmaması Türkiye'nin bir döviz darboğazına girmesine yol açmıştır. Bu darboğazi aşmak için birkaç yöntem denenmiş ancak başarılı olunamamıştır.⁴¹

Bu ortam içinde 24 Ocak 1980'de istikrar paketi hazırlanmış ve ekonominin doğrultusu tamamen değiştirilmiştir. 1980 öncesinde benimsenen "ithal ikamesi" stratejisi

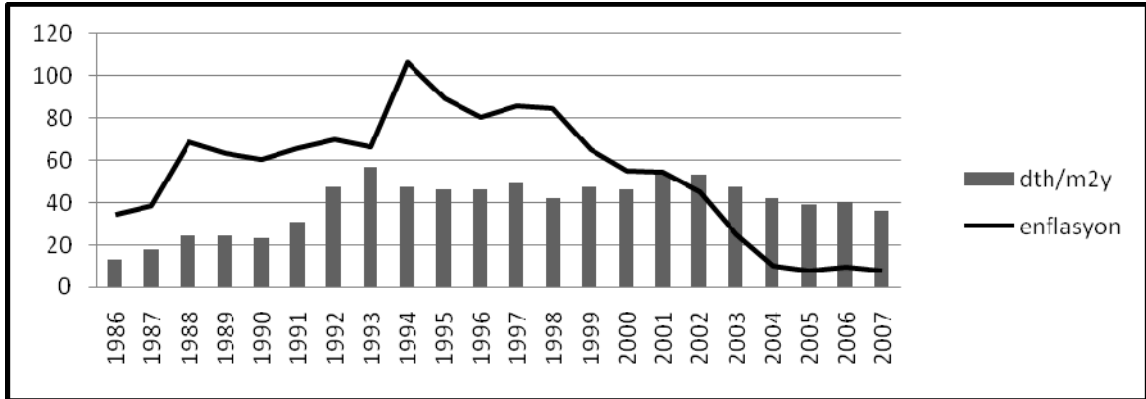
⁴⁰ 1970'li yılların başlarında ithalat harcamalarının içinde petrol alımları yaklaşık olarak %10 seviyesinde seyrederken 70'lerin sonu ve 80'lerin başında bu oran %47 seviyelerine ulaşmıştır.

⁴¹ Bu anlamda kullanılan araçlardan bazıları dövizle çevrilebilir mevduat ve kredi mektuplu döviz tevdiat hesaplarıdır.

terk edilmiş, “ihracat teşviki” stratejisi benimsenmiştir. Özel girişimciliğe dayanan bu anlayış iç ve dış piyasalarda serbestliği öngörmüş, kamunun piyasalara müdahalesini engellemiştir.

Döviz sıkıntısının giderilmesi için ise 1984 yılında yerleşiklerin döviz tevdiat hesabı (DTH) açmalarına izin verilmiştir. 1986 yılına kadar Merkez Bankası para arzı içine DTH’ları dahil etmezken 1986 yılından sonra DTH’ların da takip edildiği yeni bir para arzı tanımı, M2Y, geliştirilmiştir. Şekil 3.2’de 1986 yılından itibaren Merkez Bankası tarafından takip edilen DTH’ların M2Y içindeki payı gösterilmiştir. DTH/M2Y oranı bu yıllar arasında artış trendini sürdürmüştür.

Şekil 3.2 DTH/M2Y ve Enflasyon Oranları (% Yüzde)



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

1989 yılındaki dış finansal serbestlik kararı ile sermaye hareketleri serbestleştirilmiş ve yerleşikler arasında yabancı para ile işlem yapılmasına olanak sağlanmıştır. Dış finansal serbestliğe geçilmesi ile birlikte birçok gelişmekte olan ülkede görüldüğü gibi Türkiye’de de aşırı bir sermaye girişi yaşanmıştır (Kepenek- Yentürk 2005: 214). Sermaye girişleri sonucu Türkiye döviz darboğazından kurtulmuş ancak reel döviz kurunda aşırı bir değerlenme ortaya çıkmıştır.⁴² Bu değerlenme sonucu ihraç mallarının dünya piyasalarında fiyatları artmış, ithal mallarının fiyatları ise ucuzlamıştır.

⁴² 1989 yılında reel döviz kuru %26 değer kazanmıştır.

Türkiye’de finansal sistemin makroekonomik istikrar sağlanmadan ve gerekli yapısal ve kurumsal değişiklikler yapılmadan liberalleştirilmesi 1990’larda Türkiye’yi oluşabilecek şoklara karşı daha kırılgan hale getirmiştir (Yılmaz, D 2006: 7). 1994 ve 2001 krizlerinde bunların etkisi açıkça görülmektedir.

1989’dan sonra kamu kesimi gelir-gider dengesinde meydana gelen açıklar borçlanmanın maliyetini düşürmek için uzun vadeye yayılmış ve daha fazla dış borçlanma yoluna gidilmiştir. 1990’lı yıllarda Türkiye’nin borçları çok yüksek düzeyde artış göstermiştir. Türkiye’nin dış borcu 1981’de 14,6 milyar dolardan 1991’de 50,5 milyar dolara yükselmiştir (Şahin 1998: 186). Türkiye sürekli yabancı kredi kuruluşları tarafından uyarılmış ve yatırım notu düşürülmüştür. Bu da yabancı paraya kaçıışı hızlandırmıştır (Civcir 2003: 7). Bu gelişmeler sırasında Merkez Bankası piyasalara müdahale etmiştir ancak piyasalarda oluşmuş olan devalüasyon beklentilerini kıramamıştır. Yerel seçimlerin getirdiği krizle birlikte yabancı sermaye kaçıışı başlamış ve merkez bankasının döviz rezervleri önemli ölçüde azalmıştır. Sonucunda 5 Nisan 1994’te istikrar program açıklanmış ve IMF ile imzalanan stand-by anlaşması ile kullanılan kredi piyasalardaki olumsuz beklentileri biraz olsun kırmıştır.

1995 yılında devam eden siyasi belirsizlikler, 1996 yılında IMF ile yapılan anlaşmanın sona ermesi ve Gümrük Birliğine girilmesi ile sürmüştür. 1997 yılında Güneydoğu Asya’da başlayan ve 1998 yılında Rusya’ya sıçrayan kriz Rusya ile ticari ilişkileri bulunan Türkiye’yi de etkilemiştir (TCMB 1998: 2). 1999 yılında TEFİ’de %62,9 artış TÜFE’de ise %62,8 oranında artış görülmüştür. 1999 yılında yaşanan iki deprem ekonomik daralmanın derinleşmesine neden olmuş ve büyüme oranını negatife döndürmüştür.

2000 yılına gelindiğinde cari işlemler açığının hızla genişlemesi ve yapısal önlemlerin gerçekleştirilememesi sonucu bankacılık sisteminde riskler yükselmeye başlamıştır. Bankaların yükümlülük dolarizasyonu olarak ifade ettiğimiz yabancı para cinsinden yükümlülükleri ve de açık pozisyonları artmıştır. 19 Şubat 2001’de politik krizin de etkisiyle gecelik faiz oranları %2,058’den %4,019’a çıkmıştır. Söz konusu süreçte

bankacılık sektörü yabancı paraya hücum etmiş ve Merkez Bankası da bu talepleri karşılamakta zorluk çekmiştir. Yabancı para rezervlerde görülen önemli oranda düşme sonrasında uygulanmakta olan döviz kuru sistemi terkedilmiş ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir (Özatay-Sak 2003: 4).

Bu dönem sonunda Türkiye geliştirmekte olan ekonomiler arasında dolarizasyon oranının en yüksek olduğu ülkelerden biri haline gelmiştir. 1990 yılında DTH'larının toplam mevduat içindeki payı %25,5 iken 2001 yılında %57,6 olmuştur. Bu oran aynı yıllarda Romanya'da %49,3, Rusya'da %46,8 ve Peru'da %47 olarak gerçekleşmiştir (Civcir 2003: 7).

3.2.1 2001 Sonrası Dönem

2001 sonrası Türkiye'de yaşanan gelişmeleri Türkiye ve Dünya'daki gelişmeleri dikkate alarak iki alt bölümde inceleyebiliriz. İlk dönem 2001 krizi sonrası başlayan ve 2005 yılına kadar geçen dönemdir. Bu dönemde sadece Türkiye değil bütün Dünya'da bir yükseliş görülmüştür.

Bu dönemde 2001 krizi sonrasında uygulanan sıkı para politikası ve yapısal düzenlemeler enflasyonu önlemede başarılı olmuştur. Finansal piyasalarda yapılan düzenlemelerle birlikte piyasalar derinlik kazanmış, oluşabilecek krizlere karşı daha az kırılgan hale gelmiştir. TL'den altı sıfır atılması ise YTL'nin iç ve dış piyasalarda itibarının artmasına neden olmuştur.

TCMB'nin bağımsızlığının kanunlaştırılması, güven ortamının sağlanmasına yardımcı olmuştur. Bunun yanı sıra esnek döviz kuruna geçilmiş olması da piyasalara istikrar kazandırmıştır. Kurların esnek olması kur riskini piyasalara kaydırmakta, ekonomik birimleri risk yönetimi uygulamaları konusunda zorlamaktadır (Yılmaz, D 2006: 10). Bunun yanında yatırımcıların da piyasalarda oluşabilecek riskten kendilerini koruyabilmeleri için 2005 yılında türev piyasalar faaliyete geçirilmiştir.

Türkiye'de gelişmelerin başarılı olmasında dünya ekonomisinde yaşanan gelişmelerin de önemli etkisi vardır. Dünya ekonomisinde 2002 yılı sonrası faizlerin düşük

seyretmesi likiditenin gelişmekte olan ülkelere akmasına sebep olmuştur. Türkiye’de bu gelişmelerden payını almış ve özellikle 2004 ve 2005 yıllarında önemli oranda sermaye girişi yaşanmıştır (BDDK 2006a: 25).

2005 yılından sonra ise gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları yaşanmaya başlamıştır. ABD’nin yüksek seviyede cari işlemler açığı nedeniyle faiz artırımına gitmesi ve diğer gelişmiş ülkelerinde bunu takip etmesi 2005 yılından sonra sermayenin yeniden gelişmiş ülkelere doğru akmasına sebep olmuştur. 2006 yılının Mayıs ayında başlayan küresel bir dalgalanma sonucu Türkiye’den önemli ölçüde sermaye çıkışı yaşanmıştır. Yaşanan bu dalgalanmalar sonucunda DTH/M2Y oranı 2005’te %39 iken 2006’da bir puan yükselerek %40’a ulaşmıştır.

Bu dönemde sektörlerin bilançolarında yer alan ve yükümlülük dolarizasyonunun bir bölümünü oluşturan dış borç/GSYİH oranı da Şekil 3.3’te görüldüğü gibi yüksek seviyesini korumaktadır. Tablo 3.3’ten de izlenebildiği üzere özel sektörün dış yükümlülükleri sürekli artmakta ve 2005 yılından itibaren kamunun dış yükümlülüklerinden daha yüksek seviyeye ulaşmaktadır. 2007’de ise özel sektörün dış yükümlülüğü kamu sektörünün dış yükümlülüğünün iki katı konumuna gelmiştir. Bu da özellikler şirketler kesiminde yükümlülük dolarizasyonunun arttığına bir göstergesidir.

Tablo 3.3 Türkiye Brüt Dış Borç Stoku

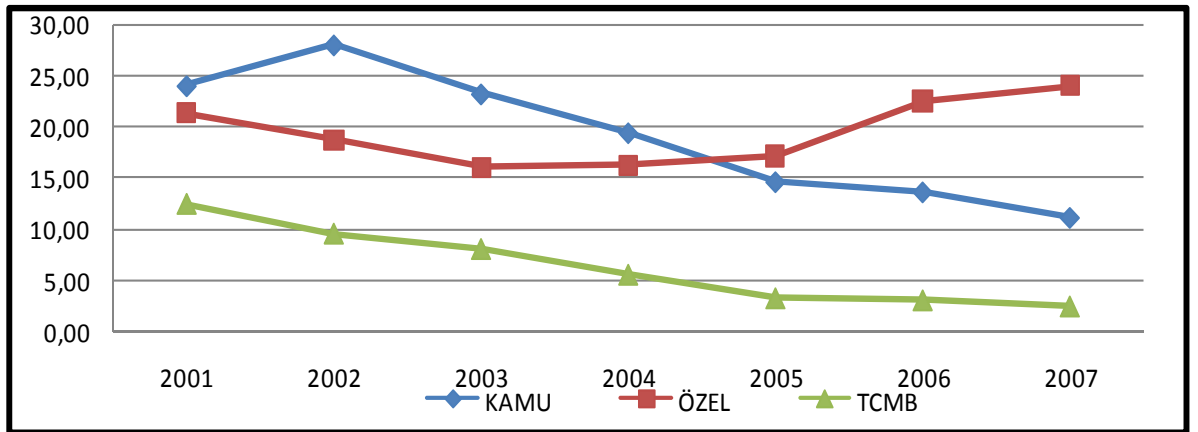
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Toplam Dış Borç Stoku	113.592	129.671	144.266	160.760	168.716	205.548	247.200
Kamu Sektörü	47.129	64.534	70.844	75.668	70.414	71.590	73.359
Kısa Vade	1.019	915	1.341	1.840	2.133	1.750	2.164
Uzun Vade	46.110	63.619	69.503	73.828	68.280	69.840	71.195

TCMB	24.351	22.003	24.373	21.410	15.425	15.678	15.801
Kısa Vade	752	1.655	2.860	3.287	2.763	2.563	2.282
Uzun Vade	23.599	20.348	21.513	18.123	12.662	13.115	13.519
Özel Sektör	42.112	43.135	49.049	63.682	82.877	118.280	158.039
Kısa Vade	14.632	13.854	18.812	26.753	32.207	36.041	37.357
Uzun Vade	27.480	29.281	30.237	36.929	50.670	82.239	120.682

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Şekil 3.3'ten kamunun dış borcunun GSYİH'ya oranının 2002 yılından itibaren azalmaya başladığı görülmektedir. Bu süreçte özel sektörün dış borcunun GSYİH'ya oranı 2001'den sonra bir düşüş göstermiş ancak 2004'ten itibaren yükselen bir trend içine girmiştir. Bu durum özel sektörün açık pozisyonlarının arttığına bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Dolarizasyonun özel sektör ve bankacılık sektörü üzerinde yarattığı bu kırılmalıklar bir sonraki bölümde detaylı olarak incelenecektir.

Şekil 3.3 Dış Borç Stoğu/GSYİH (% Oranlar)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

3.3 Türkiye'de Dolarizasyonun Kırılmalık ve Krizler Üzerine Etkisi

Dolarizasyonun bu derece dikkat çekmesi ve dolarizasyona yönelik politikaların oluşturulmasının sebebi, dolarizasyonun ekonomide yarattığı sonuçlardır. Özellikle son yıllarda üçüncü nesil kriz modellerinde de yükümlülük dolarizasyonuna ve beraberinde oluşturduğu finansal kırılganlıklara dikkat çekilmektedir. Türkiye’de dolarizasyon, hem bankacılık sektöründe hem de reel sektörde neden olduğu açık pozisyonlar sebebiyle 2000 ve 2001 krizleri öncesi önemli ölçüde kırılganlıklara yol açmıştır. 2001 sonrası geliştirilen ekonomik programla bu kırılganlıkların önüne geçilmeye çalışılsa da hala bazı sektörler de kırılganlıklar devam etmektedir.

Bu bölümde dolarizasyonun neden olduğu kırılganlıklar incelenecektir. Öncelikle ilk ayırmda bankacılık sektöründe etkileri ve yol açtığı riskler açıklanacaktır. İkinci ayırmda ise dolarizasyon sonucu reel sektörde kriz öncesi ve kriz sonrası oluşan riskler tartışılacaktır.

3.3.1 Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri

Bu bölümde öncelikle yabancı para varlık ve yükümlülükleri olan bankacılık sektörünün sahip olduğu riskler tartışılacaktır. Ardından bu risklere sahip olan bankacılık sektörünün kırılganlıkları çeşitli göstergeler ışığında incelenecektir.

3.3.1.1 Kredi ve Kur Riski

Dolarize olmuş ülkelerin bankacılık sektörünün önemli derecede kur riskine tabi olduğu daha önceki bölümlerde tartışılmıştı. Kur riskine ek olarak kredi kullananların bilançolarındaki kur riskinin bankalara kredi riski olarak dönmesi de bankacılık sektöründe riskleri önemli derecede yükseltmektedir. Bu çerçevede bu bölümde Türk Bankacılık sektöründe dolarizasyon sonucu oluşan kur riski ve kredi riski detaylı olarak incelenecektir.

3.3.1.1.1 Kur Riski

Bankacılık sektörünün kur riskine tabi olması, bu sektörün açık pozisyonları ile ilgilidir. Türkiye’de 2001 krizinden önceki dönemlerde açık pozisyon yapısal bir özelliktir

(Özatay- Sak 2003: 33). Tablo 3.4'te 2001 öncesi açık pozisyon tutarları belirtilmiştir. 2000 yılındaki açık pozisyon tutarının büyüklüğü oldukça dikkat çekicidir. Bu seviyede açık pozisyona sahip olan bankalar 2001 yılı başında kurun dalgalanmaya bırakılmasıyla önemli ölçüde zarar etmişlerdir.

Tablo 3.4 Kriz Öncesi Açık Pozisyonlar (Milyon Dolar)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Açık pozisyon Tutarı	-1 672,5	-3 072	-4 500,2	-2 745	-14 553	-1 588

Kaynak: DPT, Mali Sektör Değerlendirme Raporları

Bankaların bu derece açık pozisyon bırakmasının altında yatan en önemli nedenlerden biri yurtdışından yüksek miktarda borçlanmalarıdır. Bankalar kurun sabitliğinin sağlandığı yüksek faiz ortamı içinde mevduat toplamak yerine yurtdışından kredi almayı daha cazip bulmuşlardır. 1996 yılında yurtdışından alınan kredilerin bilanço toplamı içindeki payı %9,4'ten 1997'de %12,9'a 1998'de ise %12,5'e çıkmıştır (DPT 1999). Tablo 3.5'te yurtdışından alınan kredilerin miktarları ve toplam kredileri içindeki payları gösterilmiştir.

Tablo 3.5 Yurtdışından Sağlanan Krediler

	1996	1997	1998*	1999	2000	2001
Yurtdışından Alınan Krediler (Milyon Dolar)	2 657,60	4 482,30	5 468,80	5 871,3	10 091,6	7 572,2
Yurtdışından alınan	-	75,7	69,1	76,05	78,71	74,04

krediler/toplam	
Krediler(%)	

Kaynak: DPT, Mali Sektör Değerlendirme Raporları

*1998 yılındaki bu örece gerilemenin sebebi temelde Rusya krizidir. 1998 Ağustos ayında meydana gelen Rusya krizi sonucu kredi şartları zorlaşmıştır.

Bankacılık sektörü yurtdışından sağladığı kredileri 1990'lı yıllarda kamu kesiminin fonlanmasında kullanmıştır (Aklan 2007: 57). Özellikle kriz öncesi dönemde bankacılık sektörünün asıl problemi kamu borçlanma gereğinin fonlama yöntemidir (Özatay- Sak 2003: 21). Sektördeki çoğu banka yurtdışından kısa vadeli borçlanıp bu kaynakları uzun vadeli kamu kağıtlarının satın alınmasında kullanmışlardır.⁴³

1999 yılında kur çıpasına dayalı ekonomik istikrar programına geçilmesi bankaların açık pozisyon bırakmasını cazip kılmıştır. Aklan(2007)'a göre Türkiye'de kısa vadeli sermaye girişlerine dayalı büyüme programı sonucu 1990'lı yıllarda kur-faiz makası faiz lehine açılmıştır (2007: 58). Bu da bankaların yurtdışından borçlanıp kamu kesimini fonlamasıyla sonuçlanmıştır. Buna ek olarak Merkez Bankası'nın bankalara açık piyasa işlemleri ile likidite sağlaması ahlaki çöküntü problemleri ortaya çıkarmış ve bilançolarda kur uyumsuzluğuyla sonuçlanmıştır (Rosenberg et al. 2005: 32).

Özatay ve Sak(2003)'a göre kırılğan bankacılık sistemi olmadan cari açık ve Lira'nın reel değer kazancı 2000-01 krizlerinin oluşmasında yeterli olamazdı. Krizlerden önce bankacılık sisteminde önemli derecede kur ve vade uyumsuzlukları bulunuyordu. Bu durumda yaşanan devalüasyonun etkileri yüksek seviyede açık pozisyona sahip olan bankalardan bilanço etkisi ile tüm ekonomiye yayılmış ve dalgalı kura alışık olmayan ekonomik birimleri zorlamıştır.

⁴³ Bu durumun en öne çıkan örneği Demirbank örneğidir. 2000 öncesinde Demirbank kamu kağıtları piyasasında piyasa yapıcısı olarak faaliyet göstermekteydi. Bankanın devlet borç senedi/toplam varlıklar oranı diğer bankaların yaklaşık iki katıydı. En önemli özelliği ise devlet borç senetlerini temelde kısa vadeli repolarla taşıması idi. Bu şekilde riskli bir pozisyon alan banka 2000 yılı Ekim ayında piyasadaki borç alamaz duruma geldiğinde devlet borç senetlerini satmak durumunda kalmıştır. İkincil piyasalarda bu senetlerin fiyatları oldukça düşmüştür. Yaygın görüşe göre Kasım 2000 krizini başlatan Demirbank olmuştur. (Bkz. Özatay ve Sak(2003))

2001'den sonra dalgalı kura geçilmesi açık pozisyonları daha tehlikeli hale getirmiş ve bankacılık sektörünü bu konuda daha dikkatli davranmaları konusunda zorlamıştır. 2001 yılı Mayıs ayında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) tarafından uygulamaya konulan “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı” doğrultusunda açık pozisyonlara sınırlama getirilmiştir.⁴⁴

Tablo 3.6 Kriz Sonrası Bankacılık Sektörü Açık Pozisyonları (Milyon Dolar)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Bilanço İçi Açık Pozisyon</i>						
Kamu B.	194	227	379	56	-443	-913
Özel B.	-454	-372	-1 753	-2 049	-3 377	-2 953
Yabancı B.	42	82	-100	176	-1 748	-6 458
KYB	34	38	84	-64	102	-187
Toplam	-551	-27	-1 390	-1 880	-5 467	-10 511
<i>Net Genel Döviz Pozisyonu</i>						
Kamu B.	252	228	379	55	144	156
Özel B.	-288	-138	-519	-243	-189	-219
Yabancı B.	-9	39	18	34	142	-235
KYB	177	136	50	57	88	1
Toplam	173	263	-71	-97	184	-296

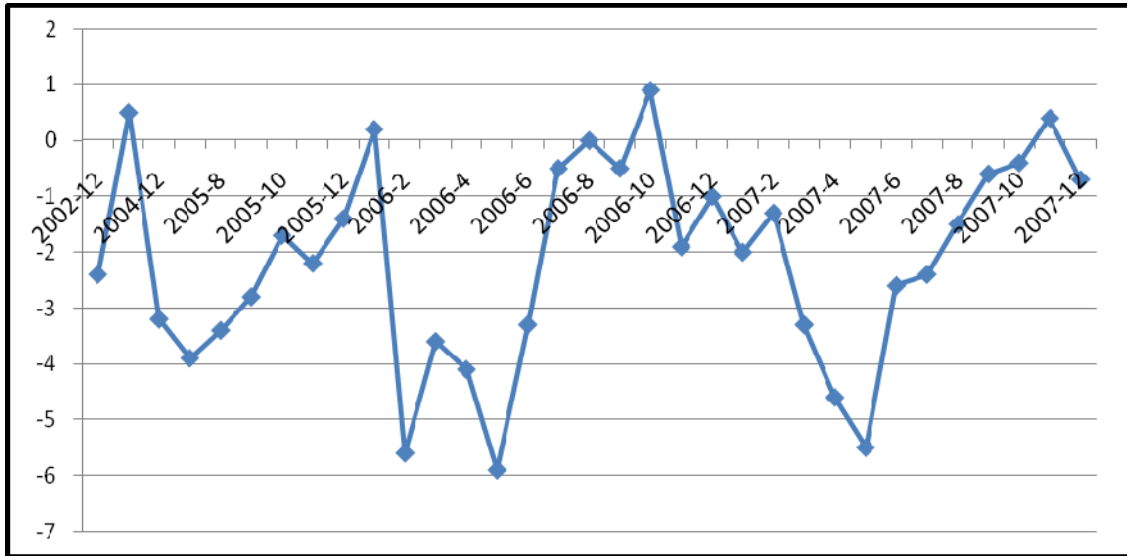
Kaynak: DPT Mali Sektör Değerlendirme Raporları

⁴⁴ Bu program kamu bankalarının finansal ve operasyonel açıdan yeniden yapılandırılması, TMSF bünyesindeki bankaların en kısa sürede çözüme kavuşturulması, yaşanan krizlerden olumsuz yönde etkilenen özel bankaların sağlıklı bir yapıya kavuşturulması, bankacılık sektöründe gözetim ve denetimin artırılarak daha etkin ve rekabetçi bir yapıya kavuşturmak için gerekli yasal ve kurumsal düzenlemelerin gerçekleştirilmesi olmak üzere dört ana başlıktan oluşmaktadır.

Getirilen düzenleme ile bankalar açık pozisyonlarını azaltmak için yabancı para kredilerini arttırmışlardır. Ancak bu da yabancı para kredi verilen firmaların borçlarını geri ödeyememesi durumunda; firmaların kur riskinin bankalara kredi riski olarak dönmesine neden olmuştur. Bu durum takip edilen bölümde tartışılacaktır.

Bankaların açık pozisyonlarını kapatmada kullandıkları bir diğer yöntem türü ise türev ürünlerdir. Bankalar bilanço içi yabancı para açık pozisyonları bilanço dışı türev işlemler kullanarak koruma altına almaya yönelirler. Tablo 3.6'dan izlenebileceği gibi bankacılık sektöründe 2001 yılından sonra net genel döviz pozisyonu kapalı bir seyir izlemiştir. Ancak bankacılık sektörünün önemli oranını oluşturan özel bankaların net genel döviz pozisyonunun hala açık olması, özel bankaların kur riskine tabi olduklarını ortaya koymaktadır.

Şekil 3.4 Özel Bankaların Yabancı Para Net Genel Pozisyonu/Özkaynak Gelişimi



Kaynak: BDDK Kur Riski Değerlendirme Raporları ve TBB verileri

2001 yılından sonra bankacılık sektörünün bu tür risklere karşı daha sağlam olması için banka sahiplerinden taahhüt mektupları alınmış ve bir takvime bağlı olarak sermaye arttırımına gitmeleri istenmiştir. 2001 ve 2002 yıllarında toplam üç katrilyon TL sermaye

artışı gerçekleştirilmiştir (DPT 2003: 28). Şekil 3.5'te görüldüğü gibi özel bankalar genelde açık pozisyon buldursalar da sermaye yapılarını güçlü olması açık pozisyon oranının yasal sınırlar içinde kalmasına neden olmuştur.⁴⁵

3.3.1.1.2 Kredi Riski

Bankaların dolarizasyon sonucu karşılaştığı bir diğer risk ise kredi riskidir. Yabancı para kredilerde artış olduğunda, kur riski kredi alan ekonomik birimlerin bilançolarına aktarılmış olur. Bilançolarında yabancı para cinsinden yükümlülükleri artan ekonomik birimler ortaya çıkabilecek ani bir kur artışında aldıkları kredileri geri ödemede zorlanabilirler. Ekonomik birimlerin borçlarını geri çevirememesi ise bankaların bir kredi riski ile karşı karşıya kalması ile sonuçlanır. Bankacılık sektöründe görülen kredi riskini ve bankacılık sektörünün aktif kalitesini ölçebilmek için banka kredilerinin takipteki krediler bölümü incelenebilir.

Tablo 3.7 Takipteki Kredilerin Toplam Krediler İçindeki Payı (% Yüzde)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Takipteki Krediler	1,9	3,5	10,4	11,4	17,9	27,5	16,0	7,2	5,7	4,4	4,3
TL	1,7	3,2	9,7	10,7	15,7	24,8	15,6	7	5,6	4,4	4,3
YP	0,2	0,3	0,6	0,8	2,2	2,8	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0

Kaynak: DPT, Mali Sektör Değerlendirme Raporları

1997 yılından beri artmakta olan yabancı para cinsinden takipteki kredilerin toplam krediler içindeki payında 2001 yılında hızlı bir sıçrayış yaşanmıştır. Kurun öngörülebilir

⁴⁵ 1 Kasım 2006 tarihinde resmi gazetede yayımlanan yükümlülük uyarınca bankaların yabancı para net genel pozisyonu/ özkaynak oranının yasal sınırlarının %20'yi aşamaz. (Bkz. www.bddk.gov.tr/mevzuat Erişim Tarihi: 20 Nisan 2008)

olduğu bir sistemde ekonomik birimler yabancı para cinsinden borçlarını arttırmışlardır. 2001 yılında yaşanan devalüasyon özellikle bilançolarında açık pozisyonu bulunan ekonomik birimlerin kredilerini geri ödeme kabiliyetlerini zedelemiş ve bu dönemde takipteki krediler en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Devalüasyonun etkileri, bir yıldan uzun vadeli kredi alanların bulunmasından dolayı 2002’de de hissedilmiştir. 2003’ten bu güne kadar da kademeli olarak azalmaktadır. Bunun en temel sebebi ise dalgalı kurların ekonomik birimleri risk yönetimi konusunda zorlamasıdır.

Ancak 2002’den sonra önemli oranda ve ani bir kur hareketi olmaması takipteki yabancı para kredi oranlarının düşük seyretmesine katkı sağlamıştır. IMF’nin Türkiye’nin finansal piyasalarını değerlendirdiği finansal değerlendirme raporuna (FSAA; 2007) göre; yabancı para kredileri toplam banka kredilerinin hala üçte birini oluşturmaktadır. Bu da bankaların kur riskini kredi riskini üzerinden taşımaya devam ettiklerinin bir göstergesidir.

3.3.1.2 Bankacılık Sektörü Sağlamlık Göstergeleri

IMF’nin Finansal İstikrar Değerlendirme Raporu(FSSA, 2007)’na göre Türkiye’nin finansal sistemi son beş senede oldukça güçlenmiştir. Finansal sektör büyümesini hala sürdürmekte ve uluslararası piyasalara entegre olmaktadır. Ancak IMF’ye göre bu süreçte sağlamlığı korumak üzere dikkatli bir yönetim anlayışı yürütülmelidir (2007:22).

Bu raporda dikkat çeken bir diğer nokta ise Türkiye finansal sektörünün hangi gelişmelere karşı daha duyarlı olduğu analizidir. Türkiye ekonomisi için en kötü senaryo sermaye girişlerinde ani duruş (sudden stop) ve petrol fiyatlarında ki artışlar olarak tespit edilmiştir. Petrol fiyatlarında önemli derecede artışların olduğu içinde bulunduğumuz dönemde finansal sektörün daha az etkilenmesi için özellikle dikkatle yönetilmesi gerekmektedir.

Bu bölümde Türkiye’de bankacılık ve finansal sektörün sağlamlığı ile ilgili gösterge sayılabilecek iki endeks incelenecektir. Bunlardan ilki Kibritçioğlu(2003) tarafından geliştirilen Bankacılık Sektörü Kırılganlık Endeksi (BSF); diğeri ise TCMB tarafından hazırlanan ve altı alt endeksten oluşun Finansal Sağlamlık Endeksi (FSE)’dir.

3.2.1.2.1 Bankacılık Sektörü Kırılganlık Endeksi (BSF)

Kibritçioğlu(2003)'nun geliştirdiği bankacılık sektörü kırılganlık endeksi üç temel göstergeye dayanmaktadır. Bunlar i) banka mevduatları, ii) bankaların yurtiçi özel sektöre verdiği krediler, iii) bankaların yabancı para yükümlülükleridir. Bu göstergeler bankaların likdite, kredi ve döviz kuru riskini ortaya koyar.

$$BSF3 = \frac{\left(\frac{CPS - \mu}{\sigma}\right) + \left(\frac{FL - \mu}{\sigma}\right) + \left(\frac{DEP - \mu}{\sigma}\right)}{3} \quad (3.2)$$

CPS, bankacılık sektörünün özel sektörden alacaklarını; FL, bankacılık sektörünün yabancı para yükümlülüklerini ve DEP ise bankacılık sektöründe yer alan toplam reel mevduatları ifade etmektedir. Bu değişkenlerden aritmetik ortalamaları(μ) çıkarılıp standart sapmalarına(σ) bölünerek değişkenlerdeki oynaklıklar belirlenmiştir. Bu değerler endekste bir önceki yılın aynı ayına göre değişim oranları olarak yer almaktadır.

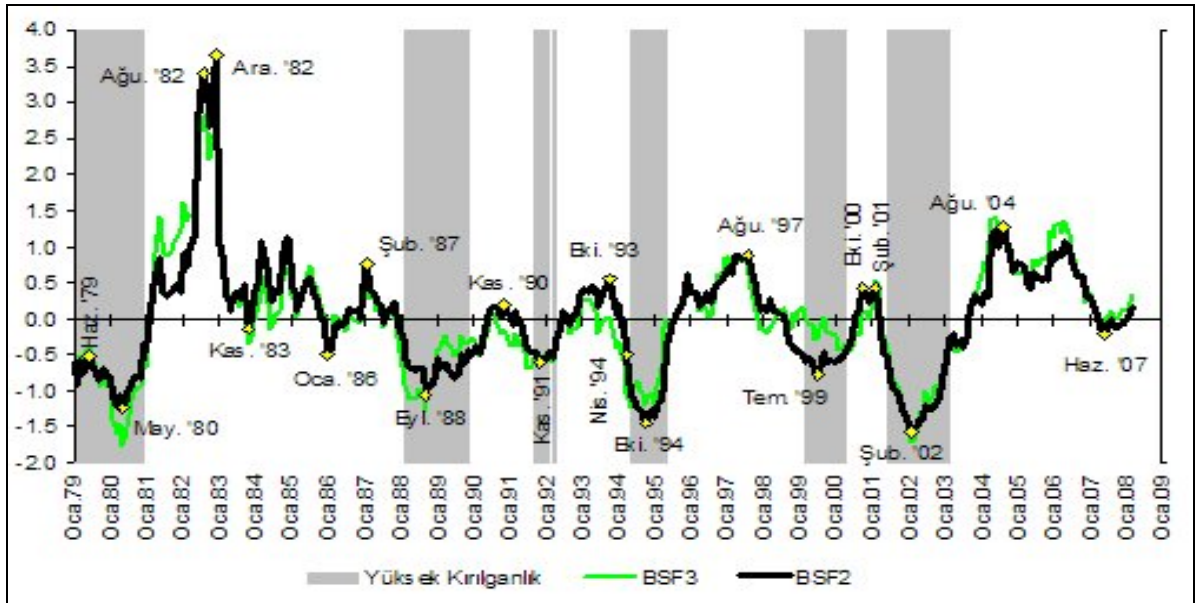
BSF endeksinde her düşme banka sisteminin derin bir sistemik krizle karşı karşıya olduğunu göstermez. $0 > BSF3 > -0,5$ ise banka sisteminin orta kırılganlıkta, $-0,5 \geq BSF3$ ise banka sisteminin yüksek kırılganlıkta çalıştığını söyleyebiliriz. Banka sisteminin düzgün çalıştığını söylebilmemiz için endeksin 0 civarında çıkması gerekir.

Mevduat riskinin modern bankacılık krizlerinde çok fazla etkili bir rol oynamadığını vurgulayan Kibritçioğlu(2003) sadece kur ve kredi riskini gözeten alternatif bir endeks daha geliştirmiştir. Bu endeks;

$$BSF2 = \frac{\left(\frac{CPS - \mu}{\sigma}\right) + \left(\frac{FL - \mu}{\sigma}\right)}{2} \quad (3.3)$$

Şeklinde ifade edilir. Şekil 3.5'te görüldüğü üzere her iki endeks de benzer bir dağılım göstermektedir.

Şekil 3.5 Bankacılık Sektörü Kırılganlık (BSF) Endeksi



Kaynak: <http://ekon-elek.blogspot.com>

Her derin bankacılık krizi öncesinde BSF3 endeksinde önemli bir yükselme yaşanır. Bu bankaların önemli derecede risk alıcı bir davranış gösterdiklerini ortaya koyar. Bu krizlerin oluşacağını bir sinyalidir. Bu önsinyalden sonra BSF3 hızla düşer (Kibritçioğlu 2003: 54).

BSF3 endeksi son dönem krizlerinden önce yükselmiş ve kriz dönemlerinde düşüşe geçmiştir. 2002 yılından sonra tekrar artmaya başlayan endekste 2006'dan itibaren düşüş başlamıştır. Bankacılık sektörünün Mayıs 2006'daki dalgalanmayla birlikte de risk almaktan kaçındığı görülmektedir.

3.2.1.2.2 TCMB Finansal Sağlamlık Endeksi (FSE)

Bankacılık sektörünün finansal sağlamlığının ve kırılganlıklarının tespit edilebilmesi için TCMB tarafından 1999 yılını 100 kabul eden bir endeks geliştirilmiştir. Bu endeks bankacılık sektörünün finansal sağlamlığını altı alt endekse göre hesaplamaktadır. Bu alt endeksler ise: aktif kalitesi, likidite riski, kur riski, faiz riski, karlılık ve sermaye yeterliliği göstergelerinden endekse dönüştürülmüştür. Tablo 3.8’de bu alt endekslerde yer alan göstergeler ve bu göstergelerin endekse katkısı sunulmuştur.

Tablo 3.8 Finansal Sağlamlık Göstergeleri

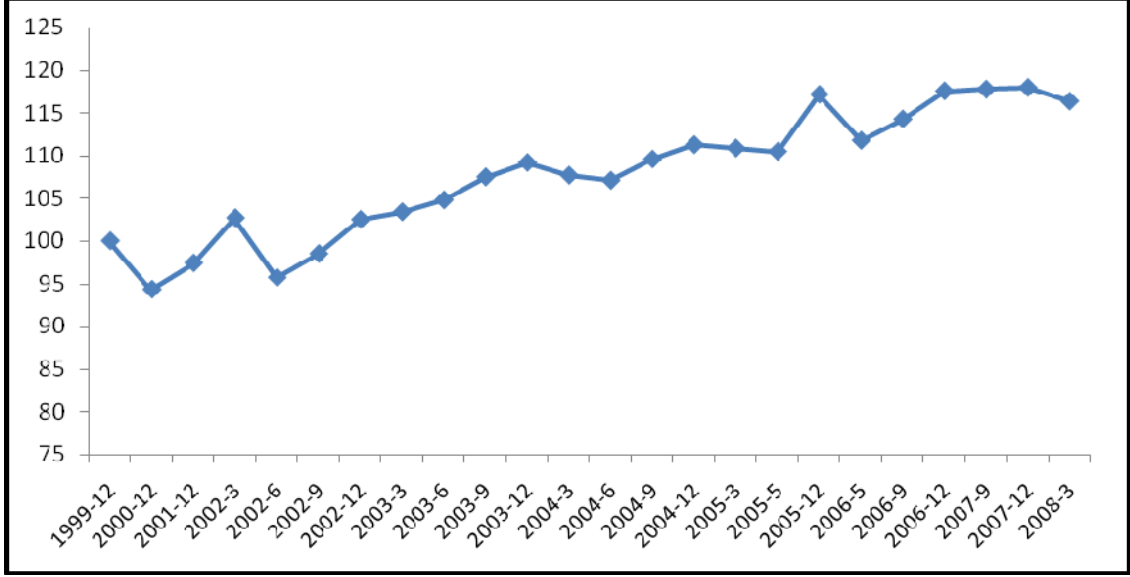
	Finansal Sağlamlık Göstergeleri	Endekse Etki Yönü	Ağırlık
Aktif Kalitesi	Brüt Takipteki Alacaklar/Brüt Kredi	Negatif	0,33
	Net Takipteki Alacaklar/Özkaynaklar	Negatif	0,33
	Duran Aktifler/Toplam Aktifler	Negatif	0,33
Likidite	Likit Aktif/Toplam Aktif	Pozitif	0,40
	3 Aya Kadar Vadeli Aktif/3 Aya Kadar Vadeli Pasif	Pozitif	0,60
Kur Riski	Bilanço İçi YP Pozisyonu/Özkaynaklar	Negatif	0,50
	YP Net Genel Pozisyonu/Özkaynaklar	Negatif	0,50
Faiz Riski*	(1 Aya Kadar Faize Duyarlı TL Aktifler- 1 Aya Kadar Faize Duyarlı TL Pasifler)/ Özkaynaklar	Negatif	0,50
	(1 Aya Kadar Faize Duyarlı YP Aktifler- 1 Aya Kadar Faize Duyarlı YP Pasifler)/ Özkaynaklar	Negatif	0,50

Karlılık	Net Kar/Toplam Aktif	Pozitif	0,50
	Net Kar/ Özkaynaklar	Pozitif	0,50
Sermaye Yeterliliği	Serbest Sermaye/ Toplam Aktif	Pozitif	0,50
	Sermaye Yeterlilik Rasyosu	Pozitif	0,50
*Faiz Riski 2005'ten sonra alt endeks olarak takip edilmeye başlanmıştır.			

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar raporları

Şekil 3.6'da finansal sağlamlık endeksinin gelişimi yer almaktadır. 2000 ve 2001 krizlerinde 100'ün altına düşmüştür. Ancak daha sonra yukarı doğru harekete geçen bu endeks 100'ün üstünde seyretmektedir. Bu da bankacılık sektörünün 2001 yılından sonra öncesine göre risklerinin azalmış olduğu ve daha sağlam bir görünüme kavuşmuş olduğunu gösterir. 2006 yılının Mayıs ayında tüm dünyada meydana gelen istikrarsızlıkla birlikte endekste düşme yaşanmıştır. Bu aylarda finansal sağlamlık endeksinin düşüşünde en büyük katkıyı 66 endeks değeriyle likidite endeksi sağlamıştır.

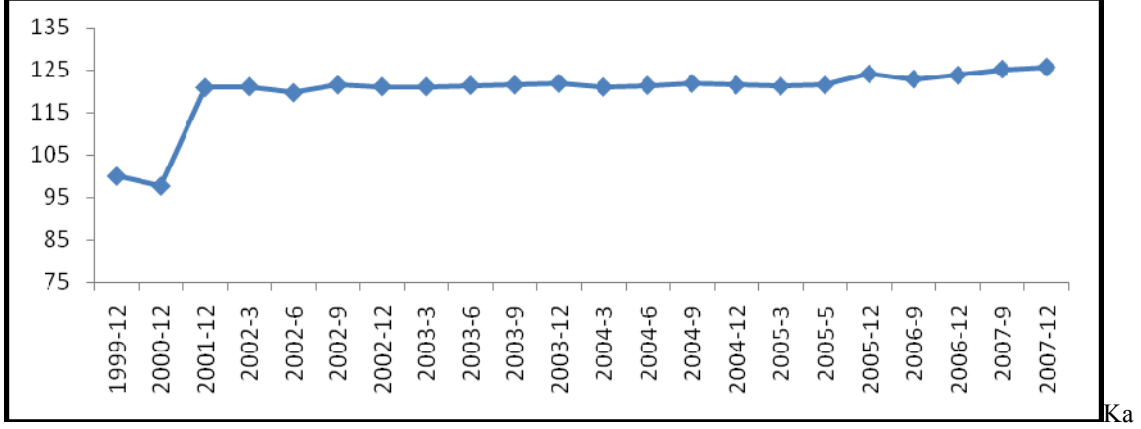
Şekil 3.6 Finansal Sağlamlık Endeksi (FSE)



Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporları

Dolarizasyonun etkilerini incelediğimizde bu endeksin kur riski bölümüne bakmamız bize daha ayrıntılı bir açıklama verecektir. Kur riski endeksinin de 2000 ve 2001 krizleri ile oldukça azalmış olduğunu ve krizlerden sonra toparlanmaya başladığı görülmektedir (Bkz. 3.7). 2002 sonrasında gerek dalgalı kura geçilmiş olması gerekse bankalara getirilen yasal zorunluluklar açık pozisyonların azalmasıyla sonuçlanmıştır. Bankacılık Sektörü Kırılganlık Endeksi (BSF) gibi Finansal Sağlamlık Endeksi (FSE) de bankacılık sektörünün 2000 öncesi oldukça kırılgan olduğunu ancak 2001 sonrası getirilen düzenlemelerle risklerini önemli ölçüde azalttığını ortaya koymaktadır.

Şekil 3.7 Kur Riski Endeksi



Yayın kaynağı: TCMB Finansal İstikrar Raporları

3.3.2 Reel Sektör Üzerine Etkileri

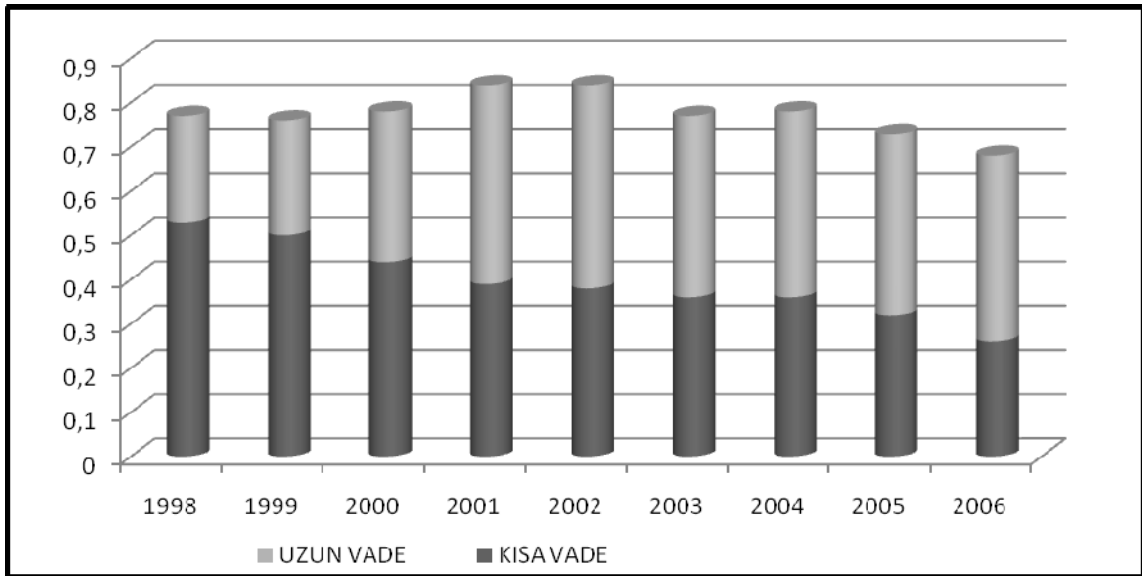
Daha önce de açıklandığı üzere geleneksel açık ekonomi literatüründe Mundell-Fleming Modeline göre reel döviz kuru değer kaybettiğinde ihracatçı sektörlerin rekabet etme güçleri artar. Bu da reel değer kayıplarının ekonomiyi genişletici etkisi olarak görülür. Ancak eğer ekonomik birimlerin korunmaya alınmamış yabancı para cinsinden yükümlülükleri bulunuyorsa döviz kurunda bir artış tam tersine bir etki yaratabilir. Döviz kurunun yükselmesi borcun yükünü arttırır, firmaların net değeri düşer ve bu süreç net değeri düşen firmaların daha az yatırım yapması yada döviz kurunun yükselmesine bağlı olarak iflaslara gitmeleri ile sonuçlanabilir (Kesriyeli v. dğr. 2005: 6).

Türkiye’de şirketler kesiminde özellikle yükümlülük dolarizasyonu oldukça yüksek seyretmektedir. Bunun sebeplerinden biri sektörün dışborçlanmasının yüksek olmasıdır. Türkiye’de şirketler kesiminin bu derece dış borca sahip olmasının altında yatan durum ise, şirketlerin iç piyasalarda bir kredi kısıtına sahip olmasıdır. Uzun yıllar Türkiye’de hükümet yüksek bütçe açıkları ile çalışmış ve bankalarda kaynaklarını hükümeti fonlamak üzere kullanmışlardır. Bu durumda özel sektör ihtiyaç duyduğu krediyi yurtdışından sağlamıştır (Özmen-Yalçın 2007: 11).

Bunun yanı sıra Türkiye’de 2001 öncesinde uygulanan kur politikası gerek yurt içinden gerekse yurtdışından yabancı para cinsinden borçlanmayı daha cazip hale

getirmiştir. Kurun sabitliğinin sağlandığı böyle bir sistemde ekonomik birimler kur riskini gözetmeksizin hareket etmişlerdir. 2001 yılından sonra dalgalı kura geçilmesi ile birlikte yabancı para kredilerin toplam krediler içindeki payı düşüşe geçmiştir (Bkz. Şekil 3.8). Ancak hala çoğu gelişmekte olan ülkeyle kıyaslandığında yüksek olarak görülebilir.

Şekil 3.8 Reel Sektör'ün Yabancı Para Kredi/ Toplam Kredi Rasyoları



Kaynak: TCMB Risk Merkezi, Sektör Bilançoları

Şirketler kesiminin yabancı para yükümlülüğe sahip olması bu şirketlerin bilançolarında kur uyumsuzluğu olabileceğine işaret etmektedir. Bilançosunda yabancı para pasiflerinin yabancı para aktiflerinden yüksek olduğu açık pozisyona sahip olan şirketler döviz kuru yükseldiğinde borçlarını geri çevirmede zorlanabilirler. Geri dönmeyen krediler ise bir sonraki dönem bankalarda kredi arzının kısılmasına yol açar, böylece döviz kurundaki ani artışın etkisi bilançosunda açık pozisyonu olmasa da ekonominin tümüne yayılır.

Bu risklerin önlenmesi amacıyla ülkemizde döviz kazandırıcı faaliyetlerde bulunmayan firmalara döviz kredisi verilemeyeceği yükümlülüğe bağlanmıştır. Ancak döviz endeksli krediler ve bankaların yurtdışı teşkilatlarınca kullanılan krediler için böyle bir zorunluluk yoktur. 2007 yılı sonunda bankalar tarafından 57,8 milyar dolar

yabancı para kredi kullanılmıştır. Bu yabancı kredilerin 36,2 milyar doları yurtdışı şubelerden kullanılmıştır ve bunların yaklaşık %81'i off-shore şubeler aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Yurtdışından off-shore işlemlerle kullanılan bu kredilerin tamamının yabancı para geliri olmayanlara kullanıldığı varsayarsak ortaya çıkan risk dikkat çekicidir (BDDK 2008: 13).

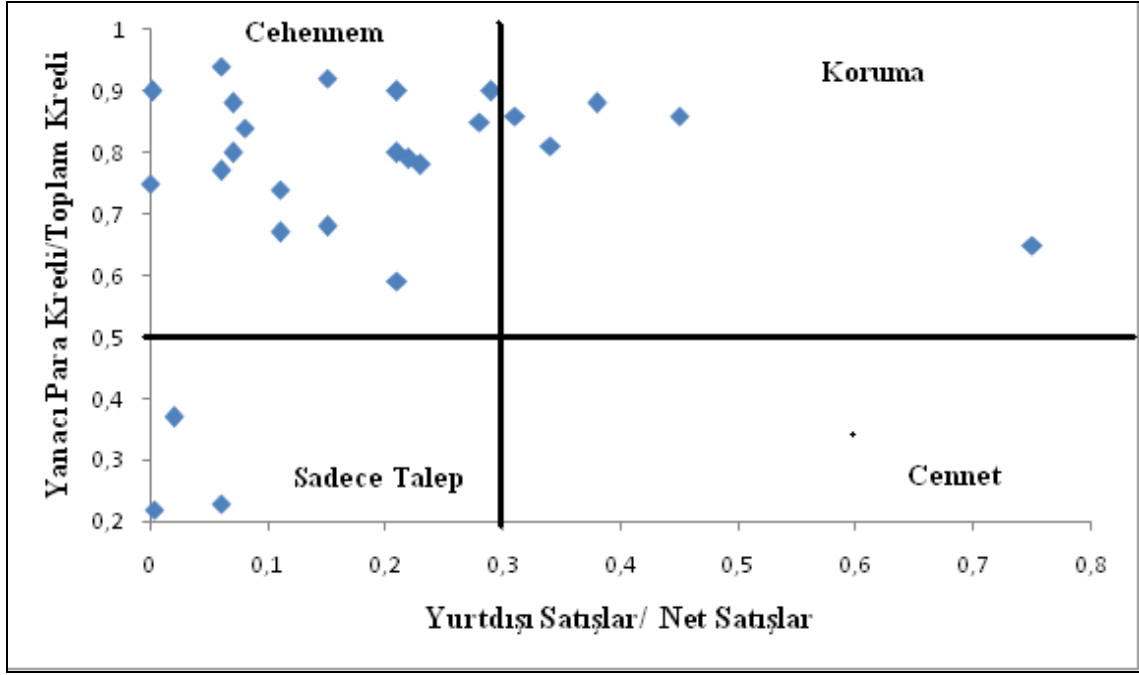
Şirketlerin bilançolarındaki kur riskinin gözlemlenebilmesi açısından Kesriyeli v. dğr.(2005)'nin çalışmasına paralel bir şekilde şirketlerin yabancı para borçlarının oranı ve yabancı para gelirlerinin oranı karşılaştırılacaktır. Echeverry et al.(2003) şirketler kesimini dört ana bölgeye ayırmışlardır. Bunlardan ilki yabancı para kredilerin toplam krediler içindeki payının yüksek ve yurtdışı satışların toplam satışlar içindeki payının düşük olduğu bölge olan *cehennem* bölgesidir. Bu bölgede bulunan sektörler oldukça yüksek bir riskle karşı karşıyadırlar. İkinci bölge yabancı para kredilerin toplam krediler içindeki payının yüksek ve yurtdışı satışların toplam satışlar içindeki payının yüksek olduğu *koruma* bölgesidir. Bu bölgede yer alan şirketler yüksek seviyede yükümlülük dolarizasyonuna sahip olsalar da yabancı para gelirleri de yüksek olduğundan önemli sayılabilecek açık pozisyon oranlarına sahip değildirlar. Dolayısıyla risk de yüksek değildir. Bir diğer bölge olan *sadece talep* bölgesinde ise yurtdışı satışların toplam satışlar içindeki payının düşük olmasının yanında, yabancı para kredilerin toplam krediler içindeki payı da oldukça düşüktür. Yabancı para kredi payı düşük olduğu için risk de bu bölgede bulunan şirketler için çok yüksek değildir. Son bölge olan *cennet* bölgesinde ise yabancı para kredilerin toplam krediler içindeki payı düşükken, yurtdışı satışların toplam satışlar içindeki payı yüksektir.⁴⁶

Bu açıklamalar çerçevesinde bu bölümde Türkiye'de şirketler kesiminin kur riski kriz öncesi ve kriz sonrası olarak incelenecektir. Bu kapsamda tüm sektörler ve imalat sektörünün alt sektörlerinin değerleri kullanılmıştır. Kriz öncesi 1999 yılının Aralık ayının verilerini yansıtan Şekil 3.9'da sektörlerin önemli ölçüde *cehennem* bölgesinde

⁴⁶ Bu bölgeleri ayırırken Kesriyeli v. dğr (2005)'ni takiben eğer yabancı para kredi/toplam kredi oranı 0,5 'in üstündeyse yüksek; değilse düşük kabul edilmiştir. Yurtdışı satışlar/net satışlar oranı ise eğer 0,3 'ün üstündeyse yüksek değilse düşük olarak kabul edilmiştir.

yoğunlaştığı görülmektedir. Özellikle yabancı para kredilerin tüm krediler içindeki payı sektörlerin çoğunluğunda oldukça yüksektir.⁴⁷

Şekil 3.9 1999 Yılı Sonu Şirketler Kesimi Riskleri

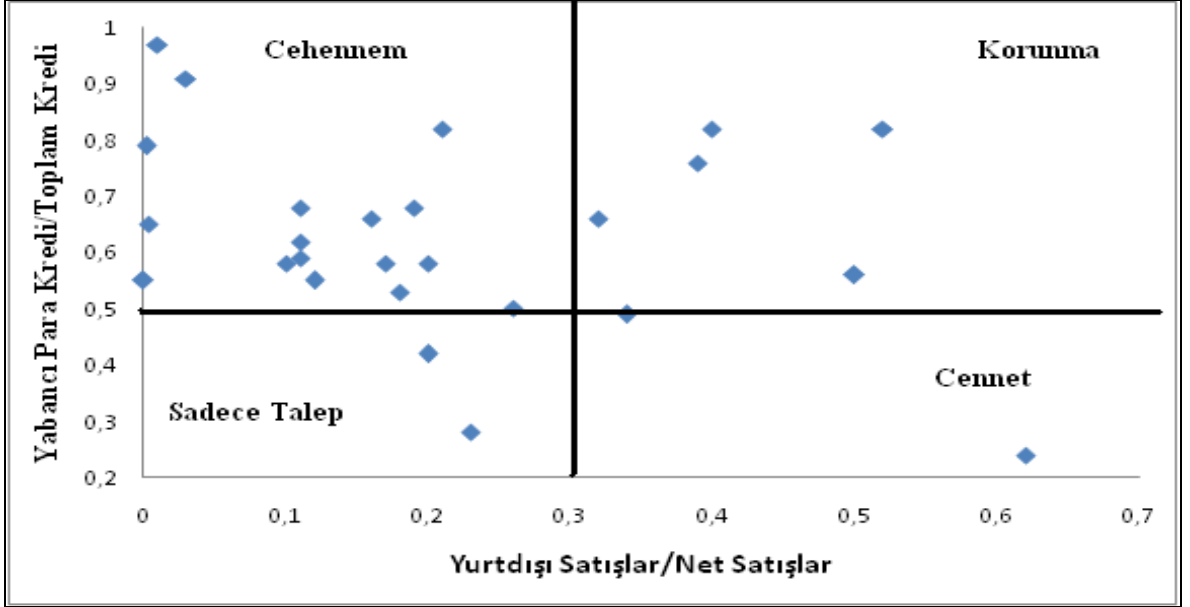


Kaynak: TCMB Risk Merkezi, Sektör Bilançoları

Aynı analizi 2006 yılı Aralık ayı verileriyle uyguladığımızda sektörlerin yabancı para kredilerinin toplam krediler içindeki payının da azalmış olduğu ve bir çok şirketin sınır bölgelerine yaklaştığı görülmektedir. Ancak Şekil 3.10'dan takip edildiği üzere hala şirketler kesiminin sektörlerinin çoğunluğunun cehennem bölgesinde bulunduğu da dikkat çekicidir. Bu analiz ışığında şirketler kesiminde risklerin biraz olsun azalmış olsa da, sektörün hala kırılabilirliğini koruduğu sonucuna varabiliriz.

Şekil 3.10 2006 Yılı Sonu Şirketler Kesimi Riskleri

⁴⁷ Burada incelenen sektörlerle ilgili veriler TCMB'nın yayınladığı sektör bilançoları kısmından elde edilmiştir. Bu sektörler tüm ana sektörleri ve imalat sanayinin alt sektörlerini içermektedir. Tüm sektörlerin yabancı para kredi/toplam kredi oranları ve yurtdışı satışlar/net satışlar oranları Ek.'te sunulmuştur.



Kaynak: TCMB Risk Merkezi, Sektör Bilançoları

Türkiye’de 2001 yılı sonrası finansal sektörün güçlenmesine rağmen reel sektörde hala kırılganlıkların olduğuna IMF’nin Finansal Sistem İstikrar Değerlendirme Raporu (FSA, 2007)’nda da dikkat çekilmiştir. IMF bu rapor çerçevesinde IMKB’de işlem gören yirmi büyük Türk firmasını incelemiş ve bu şirketlerin toplulaştırılmış bilançosuna dayanarak bazı saptamalar yapmıştır. Bu bilançolardan; şirketlerin yükümlülüklerinin %60’ının ya yabancı para cinsinden ya da dövizle endeksli olduğu görülmüştür. Ayrıca net yabancı para pozisyonunun varlıklara oranının 2004’te -0,3, 2005’te -0,4, 2006’nın ikinci çeyreğinde -0,4 ve üçüncü çeyreğinde -0,3 olduğu saptanmıştır. Bu oranlar uluslararası standartlara göre oldukça yüksektir ve reel sektörde yükümlülük dolarizasyonunun hala yüksek seviyelerde olduğunu göstermektedir.

4. AMPİRİK ANALİZ

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye’de yaşanan dolarizasyon sürecini oluşturan dinamikler ampirik bir model yardımı ile açıklanacaktır. Bu amaçla dolarizasyon sürecine varlık ve yükümlülük açısından ayrı ayrı yaklaşılacaktır.⁴⁸

4.1 Modelin Tanıtımı ve Veriler

Türkiye’de yaşanan dolarizasyon süreci;

$$\% \Delta DOLV_t = \beta_1 + \beta_2 \% \Delta p_t + \beta_3 \% \Delta (r^f - r^d)_t + \beta_4 \% \Delta reer_t + \beta_5 \% \Delta kr_t + \beta_6 \% \Delta p_t^{maks} + u_t \quad (4.1)$$

$$\% \Delta DOLV_t = \beta_1 + \beta_2 \% \Delta reer_t + \beta_3 \% \Delta kr_t + \beta_4 \% \Delta ftmget_t + \beta_5 \% \Delta DOLV_{t-1} + u_t \quad (4.2)$$

modelleri çerçevesinde açıklanmıştır. Kullanılan tüm değişkenler modelde bir önceki aya göre yüzde değişimler olarak yer almaktadır. Örneğin

$$\% \Delta DOLV_t = \frac{\Delta DOLV_t - \Delta DOLV_{t-1}}{\Delta DOLV_{t-1}} \times 100 \quad \text{olarak hesaplanmıştır.}$$

Model 4.1’de varlık dolarizasyonunu ifade etmek için kullanılan bağımlı değişken *DOLV*, dolarizasyon sürecine varlık açısından yaklaşmakta ve döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduatlar içindeki payı (DTH/Toplam Mevduatlar) olarak tanımlanmaktadır.

Model 4.1’de yer alan ilk açıklayıcı değişken *p*, TÜFE bazlı enflasyon oranını ifade etmektedir. *p*’de bir büyüme meydana geldiğinde enflasyondan korunmak isteyen

⁴⁸ Ize ve Parrado(2002)’nin tanımlaması ışığında daha önce dolarizasyon üç bölümde incelenmişti. Ancak bu bölümde sadece varlık ve yükümlülük dolarizasyonu analize dahil edilmiştir. Dolarizasyonun ödemeler dolarizasyonu (para ikamesi) ile ilgili olan kısmı yurtiçinde dolaşan nakit para ilgili sağlıklı veri olmadığından analiz dışı bırakılmıştır. Reel dolarizasyon ise gerek ölçmede yaşanacak sıkıntılar gerekse Türkiye ekonomisinde etkinliğini kaybetmiş olması sebebiyle ihmal edilmiştir.

ekonomik birimlerin yabancı para cinsinden varlıklara geçmesi sonucu varlık dolarizasyonunun da büyümesi beklenmektedir.

Bir diğer açıklayıcı değişken, $(r^f - r^d)$, iç piyasalarda bir aylık Amerikan doları bazında DTH'lara uygulanan reel faiz oranı ile bir aylık TL mevduata uygulanan reel faiz oranı arasındaki farkları yansıtmaktadır. Teorik olarak faiz farkı yabancı para lehine büyüdükçe ekonomik birimler bu avantajdan yararlanmak isteyecek ve *DOLV* büyüyecektir.

Model 4.1'de yer alan bir diğer açıklayıcı değişken *reer* ise reel döviz kuru endeksindeki yüzde değişmeyi ifade etmektedir.⁴⁹ Reel döviz kurunda bir büyüme, ulusal paranın yabancı paralar karşısında değerlendirildiğini gösterir, bu da dolarizasyondaki büyümeyi azaltıcı yönde bir etki yapmaktadır.

Kr; kredibilite değişkeni ise hükümetin ve hükümet politikalarının kredibilitelerini ifade etmektedir. Eğer hükümet politikaları kredibiliteden yoksunsa, uygulanan başarılı makroekonomik politikalar dahi para ikamesini azaltmada yeterli olmayabilir. Özatay(2000)'a göre kredibiliteden yoksun bir hükümet, piyasaları uzun vadeli borç vermeye zorlayamaz. Çalışmamızda kredibilite göstergesi olarak endekslenmemiş yeni kamu kağıtlarının ortalama vadesi alınmıştır. Ortalama vadelerde büyüme hükümetlerin kredibilitelerinin arttığını gösterir. Bu durum ulusal paraya olan güveni arttırdığından dolarizasyona azaltıcı etki yapacaktır. Dolayısıyla $\% \Delta kr$ ile $\% \Delta DOLV$ arasında negatif bir ilişki beklenmektedir.

Model 4.1'de ayrıca dolarizasyon histerisini ölçmek üzere modele geçmiş dönemde yaşanmış en yüksek enflasyon oranını ifade eden p^{maks} değişkeni eklenmiştir.⁵⁰ Geçmiş istikrarsızlık ve kriz durumlarını göz önünde bulundurarak karar veren ekonomik birimler

⁴⁹ Reer, TCMB'nin yayınladığı TÜFE bazlı reel efektif kur endeksinden elde edilmiştir. 1995=100 kabul eden bu endeks, IMF'nin tanımına göre 19 ülkeye göre hesaplanmıştır. Endekste artış TL'nin reel kazancını ifade etmektedir.

⁵⁰ Kamin ve Ericsson (1993,2003) da çalışmalarında geçmiş en yüksek enflasyon oranı değerini, (Δp^{maks}) , histeriyi ölçmek üzere kullanmışlardır. Mongardini ve Mueller (2000)'in çalışmalarında ise bu amaçla dolarizasyonun geçmiş en yüksek değeri, Δdol^{maks} , kullanılmıştır.

bu durumun süreceği yolunda bir beklenti içine girebilirler. Bu sebeple $\% \Delta p^{maks}$ ile $\Delta DOLV$ arasında pozitif yönde bir ilişki beklenmektedir.

Dolarizasyona yükümlülük açısından yaklaşan model 4.2’de ise dolarizasyonu, DOLY’yi ifade etmek üzere yabancı para kredilerin toplam krediler içindeki payı (YP Krediler/Toplam Krediler) kullanılmıştır. Bankacılık sektörünün arz ettiği yabancı para cinsinden krediler diğer sektörlerin bilançolarında yabancı para cinsinden yükümlülük olarak yer almaktadır.⁵¹

Model 4.2’de kullanılan ilk açıklayıcı değişken $\% \Delta reer$ ’dir. Ancak reel döviz kurundaki yüzde değişme yükümlülük ve varlık dolarizasyonuna farklı etkiler yapmaktadır. Reel döviz kurunda ki bir büyümenin beraberinde yükümlülük dolarizasyonunda da bir büyüme meydana getirmesi beklenmektedir.

Modelde kullanılan diğer bir açıklayıcı değişken $\% \Delta kr$ ile yükümlülük dolarizasyonundaki yüzde değişimler arasında ters yönlü bir ilişki beklenmektedir. Kredibilitede ki büyümeye bağlı olarak ulusal paraya olan güven de artacak ve ekonomik birimler ulusal para cinsinden kredileri tercih edeceklerdir.

Modelde yer alan bir diğer açıklayıcı değişken ise finansal gelişimi ifade eden *finjel* değişkenidir. Finansal gelişim modelde, GSYİH içindeki yabancı para mevduatları da içeren geniş tanımlı para arzı (M2Y/GSYİH) olarak ifade edilmiştir. Finansal gelişimini tamamlamamış ekonomilerde ekonomik birimlerin ulusal para cinsinden kendilerini koruyabilecekleri yeterince enstrüman geliştirilememiş olduğundan bu boşluğu yabancı para cinsinden enstrümanlar doldurmaktadır. Finansal gelişimdeki büyüme ile yükümlülük dolarizasyonundaki büyüme arasında negatif bir ilişki beklenmektedir.

Son olarak modele bankaların açık pozisyonlarını kapatma amacıyla topladıkları mevduata paralel olarak yabancı para cinsinden kredileri arttıracakları varsayımı altında $\% \Delta DOL_v$ değişkeni denkleme açıklayıcı değişken olarak eklenmiştir. Yükümlülük

⁵¹ Bu tanımlama literatürde kredi dolarizasyonu olarak da adlandırılmaktadır. (Bkz. Luca ve Petrova(2003), Arteta(2003))

dolarizasyonundaki yüzde değişme ($\% \Delta DOL_y$) ve varlık dolarizasyonundaki yüzde değişme ($\% \Delta DOL_v$) arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.⁵² Bu ilişki yükümlülük dolarizasyonu ile yapılan çalışmalarda vurgulanmaktadır. Örneğin; Catao ve Terrones(2000) bankaların varlık dolarizasyonu ile üstlendikleri riskleri yabancı para kredi vermeyi arttırarak firmalara aktardıklarını vurgulamışlardır. Calvo(2001)'da mevduat dolarizasyonun veri iken gelişmekte olan ülkelerde yabancı para kredilerinin yüksek olmasının bankaların açık pozisyondan kaçınmasıyla açıklanabileceğini savunmaktadır. Luca ve Petrova(2003) ise çalışmalarında mevduat dolarizasyonundaki %1'lik bir artışın yabancı para kredilerde %6,7'lik bir artış meydana getireceğini ortaya koymaktadırlar.

Modelde yer alan enflasyon verileri Hazine Müsteşarlığı'ndan ve IFS (International Finance Statistics)'ten alınmıştır. Diğer veriler ise TCMB EVDS sisteminden elde edilmiştir. Analiz dönemi verilerin düzenli olarak bulunduğu ilk yıl olan 1996:6 ile 2007:12 arası dönemdir.

4.2 Durağanlık Analizleri

Ekonometrik modeli tahmin etmeden önce zaman serisi halindeki verilerin durağanlık analizlerinin yapılması gerekmektedir. Durağan olmayan serilerin regresyonunda oldukça yüksek bir R^2 ve anlamlı t istatistikleri söz konusu olsa bile parametre tahmin sonuçlarının ekonomik yorumu anlamsız olabilir. Böyle bir regresyon Granger ve Newbold(1974)'un ifadesi ile “sahte regresyon” dur (Sevütekin-Nargeleçekenler 2005: 277).

İktisadi değişkenler genellikle birinci derece bütünleşik olduklarından, modellerde geçmiş aya göre yüzde değişimler olarak tanımlanan serilerin durağan olması beklenmektedir. Ancak seriler ikinci derece bütünleşik de olabilirler. Bu nedenle duranlığın birim kök testleri ile control edilmesi doğru olacaktır. Bu doğrultuda regresyon tahminine geçmeden önce serilerimizin durağanlık analizleri yapılmıştır.

⁵² Varlık dolarizasyonu literatürde bir çok çalışmada yükümlülük dolarizasyonunun bir göstergesi olarak belirtilmiştir. (Bkz. Luca ve Petrova(2003), Barajas ve Morales(2003))

Dolado ve diğeri (1990), Holdan ve Perman (1994) ve Enders (1995) zaman serilerinde veri üretme sürecinin bilinmediği durumlarda birim kök testlerinin ardışık süreç yaklaşımı ile yapılmasının daha uygun olduğunu belirtmektedirler. (Seddighi et al. 2000: 274). Ardışık süreç yaklaşımı en genel model olan kesmeli ve trendli model ile başlar. Eğer durağan dışılık sıfır hipotezi (yani birim kökün varlığı) ret edilemezse öncelikle trendin ve sonrasında ise kesmenin anlamlılıkları koşullu hipotezler ve/veya bileşik hipotezler yardımı ile test edilir. Anlamlı olmayan deterministik bileşen modelden dışlanarak model yeniden tahmin edilir. Ardışık sürecin herhangi bir adımında durağan dışılık sıfır hipotezi (yani birim kökün varlığı) ret edilirse tüm süreç durdurulup serinin durağan olduğuna karar verilir.

Modellerde kullanılan serilerin birim kök testleri de ardışık süreç yaklaşımına dayandırılarak gerçekleştirilmiştir. Birim kök testleri gerçekleştirilirken Arttırılmış Dickey-Fuller (Augmented Dickey-Fuller, ADF) testi kullanılmıştır. Yapılan analize göre serilerin durağan olduğu, birim kök içermediği saptanmıştır. Tablo 4.1’de uygulanan birim kök testlerinin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4.1 ADF Birim Kök Testleri

Değişken	ADF Sonuçları
DOL _v	-9.1366(0)*
DOL _y	-13.1137(0)*
P	-7.1548(0)*
Reer	-8.1759(1)*
Kr	-14.4223(0)*
p ^{maks}	-3.9671(11)**
Fingel	-2.7862(11)**

- Parantez içinde yer alan değerler gecikme uzunluklarıdır. Bu değerler LM (Langrange Multiplier) testi kullanılarak hesaplanmışlardır.
- *Kesmeli ve trendli modele uygun bulunmuştur. McKinnon (1996) kritik değerleri kesmeli ve trendli model için %1, %5 ve %10 için sırasıyla -4.01, -3.43, -3.14'tür.
- **Kesmesiz ve trendsiz modele uygun bulunmuştur McKinnon (1996) kritik değerleri kesmesiz ve trendsiz model için sırasıyla -2.57, -1.94 ve -1.61 dir.

4.3 Ekonometrik Model

Türkiye'de dolarizasyon olgusunu açıklamak üzere geliştirilen her iki model de EViews 4.1 ekonometrik paket programı kullanılarak Olağan En Küçük Kareler (OEKK) yöntemi ile tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçları ve yorumları alt bölümlerde varlık ve yükümlülük dolarizasyonu olarak ayrı ayrı açıklanacaklardır.

4.3.1 Varlık Dolarizasyonu

Türkiye'de dolarizasyon olgusunu açıklamak üzere geliştirilen ilk model Türkiye'de varlık dolarizasyonunun belirleyicilerini araştırmaktadır. Tahmin edilen model 4.1 aşağıdaki gibidir;

$$\% \Delta \widehat{DOL}_{VTF} = -0.086 + 0.067\% \Delta p_t + 0.001\% \Delta (r^f - r^d)_t - 0.248\% \Delta r_{em}_t + 0.002\% \Delta k_t + 0.457\% \Delta p_t^{maks} \quad (4.1)$$

s.h (0.2330) (0.0323) (0.0003) (0.0555) (0.0064) (0.3318)

p değeri (0.7123) (0.0410) (0.0012) (0.0000) (0.7306) (0.1707)

R²=0.246795 F değeri= 8.6502

Düzeltilmiş R²=0.2182 Olasılık F değeri= 0.0000

D.W =1.8533

Klasik doğrusal regresyon modelinin önemli bir varsayımı bozucu terim u_t 'lerin arasında bir serisel korelasyon problemi olmadığıdır. Geliştirilen model 4.1'de Durbin-Watson test istatistiği değeri 2 civarında bulunmuştur. Bu serisel korelasyon problemi olmadığını işaret etmektedir. Ancak Durbin-Watson test istatistiği serisel korelasyonunun derecesinin 1'den büyük olduğu ya da bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı bazı durumlarda yanıltıcı olabilmektedir. Buradan hareketle serisel korelasyon problemi olup olmadığı Breusch-Godfrey LM testi ile de ayrıca incelenmiştir. u_t bozucu terimlerinin model 4.3'te olduğu gibi q'uncu dereceden otoregresif bir seriye göre türediğini düşünelim. ε_t ise ortalaması sıfır ve varyansı sabit bir rassal bozucu terimdir.

$$u_t = \rho_1 u_{t-1} + \rho_2 u_{t-2} + \dots + \rho_q u_{t-q} + \varepsilon_t \quad (4.3)$$

Breusch-Godfrey LM testi ile sınanan $H_0: \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_q = 0$, hipotezidir. Eğer serisel korelasyon yoksa H_0 hipotezi kabul edilecek ve $u_t = \varepsilon_t$, yani ortalaması sıfır ve varyansı sabit olan rassal bir bozucu terime eşit olacaktır (Gujarati 2006: 425). Ancak bu testte uygulanacak gecikme uzunluklarının araştırmacı tarafından belirlenmesi gerekmektedir. Modelde veriler aylık olarak bulunduğu oniki gecikme uzunluğuna kadar Breusch-Godfrey LM testi gerçekleştirilmiştir.

Uygulanan test sonucunda ilk oniki gecikmede H_0 hipotezi red edilememiş ve serisel korelasyon problemi olmadığı ortaya konmuştur. Oniki farklı gecikme uzunluğu için $(n-q) \times R^2$ değeri ve olasılık değerleri Tablo 4.2'de ortaya konmaktadır.

Tablo 4.2 Breush-Godfrey LM Testi (Model 4.1)

Gecikme Uzunluğu	$(n-q) \times R^2$	Olasılık değeri	Gecikme Uzunluğu	$(n-q) \times R^2$	Olasılık değeri
1	0.6366	0.4249	7	10.3643	0.1688
2	0.8600	0.6504	8	10.3643	0.2403

3	3.1034	0.3759	9	11.6204	0.2355
4	3.6406	0.4568	10	12.0448	0.2820
5	4.2896	0.5085	11	13.6094	0.2553
6	9.9040	0.1287	12	13.9674	0.3027

Klasik doğrusal regresyon modelinin önemli bir diğer varsayımında bozucu terimlerinin koşullu varyansının sabit olduğudur. Zaman serilerinde değişen varyans sorununa pek rastlanılmaz, daha çok serisel korelasyon problemi görülür. Ancak döviz kurları, enflasyon oranları gibi serilerle çalışıldığı durumlarda tahmin hataları bazı dönemlerde küçük bazı dönemlerde büyük olabilmektedir. Bu da hata teriminin varyansının sabit değil değişir olduğunu göstermektedir. (Enders 2003: 114). Zaman serisi verilerinde genellikle karşılaşılan sorun bozucu terim u_t 'lerin varyansında görülen bir ardışık bağımlılıktır. Engle bu ilişkiyi yakalamak için Otoregresif Koşullu Heteroskedastisite (Autoregressive Conditional Heteroscedasticity, ARCH) modelini geliştirmiştir. Bu modelin temeli u_t 'nin t dönemindeki varyansının bir önceki dönemde, (t-1), bozucu terimin karesine bağlı olması böylelikle ardışık bağımlılık görüntüsü vermesidir. ARCH(p) süreci;

$$\text{var}(u_t) = \sigma^2 = \alpha_0 + \alpha_1 u_{t-1}^2 + \alpha_2 u_{t-2}^2 + \dots + \alpha_p u_{t-p}^2 \quad (4.4)$$

ARCH(p) sürecinde test ettiğimiz hipotez

$$H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \dots = 0 \quad (4.5)$$

hipotezidir. Eğer H_0 hipotezi red edilemezse hata varyanslarında ardışık bağımlılık yoktur, yani $\text{Var}(u_t) = \alpha_0$ 'dır. Bu da sabit hata varyansı olduğunu gösterir (Gujarati 2006: 437). Tablo 4.3'te 12 farklı gecikme uzunluğu için ARCH LM Testi gerçekleştirilmiş ve $n \times R^2$ ve olasılık değerleri raporlanmıştır.

Tablo 4.3 ARCH LM Testi (Model 4.1)

Gecikme Uzunluğu	n×R²	Olasılık değeri	AIC	Gecikme Uzunluğu	n×R²	Olasılık değeri	AIC
1	1.7984	0.1799	7.2206	7	12.8268	0.0767	7.2551
2	10.7188	0.0047	7.1739	8	14.1006	0.0791	7.2668
3	10.8341	0.0126	7.1930	9	14.7130	0.0991	7.2822
4	11.3049	0.0233	7.2079	10	14.9002	0.1357	7.3026
5	11.3939	0.0441	7.2275	11	14.6761	0.1978	7.3269
6	12.1773	0.0581	7.2428	12	15.0215	0.2402	7.3477

Yapılan ARCH LM testi sonucunda hangi modelin uygun olduğu noktasında Akaike Bilgi Kriterinden (AIC) yararlanılmıştır. Akaike Bilgi Kriteri 2. gecikmede en düşük değerini almıştır. 2. gecikmede otoregresif koşullu heteroskedastisite (ARCH) problemi olduğu görülmüştür. ARCH LM testi ile ARCH etkisinin varlığı tespit edildikten sonra modeldeki regresyon denklemi ile yardımcı denklem ARCH regresyon tekniği ile tahmin edilmesi gerekir.

ARCH modelinin uygulamasında göreceli olarak uzun gecikmeler kullanılması ve sabit gecikme yapısının önerilmesi sebebiyle koşullu varyans koşullu varyans denkleminde yer alan parametrelere bazı kısıtlamalar konulmuştur. Bollerslev(1986) ARCH modelini hem daha fazla geçmiş bilgiye dayanan hem de daha esnek bir gecikme yapısına dayanan bir model geliştirmiştir. Bu model Genelleştirilmiş ARCH (GARCH) adını almaktadır. GARCH(p,q) modeli,

$$u_t = \eta_t \sqrt{h_t} \quad (4.6)$$

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i u_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^q \beta_i h_{t-i} \quad (4.7)$$

olarak ifade edilir. Model 4.1'de GARCH(0,2) yapısıyla tahmin edilmiştir. Buna göre Model 4.1;

$$\% \Delta \widehat{DOL}_{VT} = -0.274 + 0.065\% \Delta p_t + 0.001\% \Delta (r^f - r^d)_t - 0.219\% \Delta r_{aer}_t + 0.004\% \Delta k_t + 0.505\% \Delta p_t^{maks} \quad (4.1)$$

s.h (0.1925) (0.0243) (0.0004) (0.0445) (0.0054) (0.3749)

p değeri (0.1537) (0.0070) (0.0002) (0.0000) (0.4843) (0.1777)

R²=0.241168

F değeri= 5.124764

Düzeltilmiş R²=0.1941

Olasılık F değeri= 0.000015

D.W =1.8233

Varyans denklemi ise;

$$\widehat{h}_t = 0.1163 + 1.9997h_{t-1} - 1.0199h_{t-2}$$

(4.8)

s.h (0.0140) (0.0063) (0.0064)

p değeri (0.0000) (0.0000) (0.0000)

Olarak tahmin edilmiştir. Tahmin edilen modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken olan varlık dolarizasyonunu açıklama gücü yaklaşık %24'tür. Ancak modele eklenen her değişken determinasyon katsayısı, R²'yi arttıracaktır. Bu yüzden düzeltilmiş R²'yi yorumlamak daha doğru olacaktır. Düzeltilmiş R² ise modelde yaklaşık olarak % 19 olarak hesaplanmıştır.

Modelden elde edilen tahmin sonuçlarına göre enflasyonda meydana gelen yüzde 1'lik büyüme dolarizasyonda yaklaşık yüzde 0.07'lik büyümeye sebep olmaktadır. Enflasyon arttığında TL geleneksel fonksiyonlarını yerine getirmekte zorlanmış ve ekonomik birimler bu fonksiyonları yerine getirmek üzere yabancı para cinsinden varlıkları tercih etmişlerdir.

Reel döviz kurunda ortaya çıkan yüzde 1'lik büyüme ise dolarizasyonda yaklaşık yüzde 0.22'lik küçülmeye neden olmuştur. Reel döviz kuru ile varlık dolarizasyonu arasında beklenildiği üzere negatif ve güçlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu da açıkça ortaya koyar ki TL değer kaybettiğinde, TL cinsinden varlıklara oranla daha değerli olan yabancı para cinsinden varlıklar tercih edilmektedir.

$(r^f - r^d)$ 'de meydana gelen yüzde 1'lik büyüme dolarizasyonda 0.001'lik büyümeye neden olmaktadır. $\% \Delta(r^f - r^d)$ ile $\% \Delta DOLV$ arasındaki ilişki güçlü olmasa da teorik beklentilerimizle uyumlu olarak pozitif yönde tespit edilmiştir. Faiz oranlarında yabancı para lehine bir büyüme olduğunda yabancı para cinsinden yatırım yapmak daha cazip hale gelmekte ve varlık dolarizasyonun da bir büyüme ortaya çıkarmaktadır.

Dolarizasyon histerisini ölçmek üzere modele eklediğimiz $\% \Delta p^{maks}$ değişkeni ise beklentilerimiz doğrultusunda varlık dolarizasyonu ile pozitif bir ilişki içindedir ancak istatistiksel olarak kabul edilebilir bir anlamlılık düzeyine sahip değildir. Benzer şekilde kredibilite değişkeni $\% \Delta kr$ de istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç vermemiştir.

4.3.2 Yükümlülük Dolarizasyonu

Son yıllarda dolarizasyon olgusu açıklanırken kişilerin yabancı para varlık bulundurmalarının yanı sıra yabancı para borçları da dikkate alınmaktadır. Özellikle Türkiye gibi yabancı para cinsinden borcun fazla olduğu ülkelerde; önemli seviyede kur değişimlerinin sektörlerin bilançolarında bulunan açık pozisyonlar yardımı ile tüm ekonomiye yayılabileceği gerçeği, dikkatlerin yükümlülük dolarizasyonunda toplanmasına neden olmuştur.

Bu bölümde yükümlülük dolarizasyonu 4.2 no'lu model çerçevesinde açıklanmaktadır. Modelin tahmin sonuçları aşağıda yer almaktadır:

$$\% \Delta DOLY_t = -0.551 + 0.551 \% \Delta DOLY_t - 0.532 \% \Delta r_{t-1} + 0.050 \% \Delta fmg_{t-1} + 0.001 \% \Delta k_t \quad (4.2)$$

s.h (0.4615) (0.1698) (0.1232) (0.0321) (0.0131)

p değeri (0.2346) (0.0015) (0.0000) (0.1206) (0.9378)

R²=0.271460

F değeri= 12.10978

Düzeltilmiş R²=0.2490

Olasılık F değeri= 0.0000

D.W =2.4923

Yükümlülük dolarizasyonunu açıklamak üzere geliştirilen modelde Durbin-Watson test istatistiğinin 2'ye yakın olmaması modelde serisel korelasyon problemi olabileceğini işaret etmektedir. Model 4.2'de de serisel korelasyon problemi olup olmadığı Breush-Godfrey LM testi ile de analiz edilmiştir. Tüm gecikme uzunluklarında %10 düzeyinde H₀ hipotezi red edilmiştir. Bu da bize bozucu terimlerin model 4.3'teki seriye benzer bir şekilde türediğini işaret etmektedir. İlk oniki gecikme uzunluğunda (n-q)×R² ve olasılık değerleri Tablo 4.4'te raporlanmıştır.

Tablo 4.4 Breush-Godfrey LM Testi (Model 4.2)

Gecikme Uzunluğu	(n-q)×R ²	Olasılık değeri	Gecikme Uzunluğu	(n-q)×R ²	Olasılık değeri
1	8.5384	0.0034	7	17.047	0.0170
2	9.4885	0.0087	8	17.868	0.0222
3	9.6661	0.0216	9	19.007	0.0251

4	14.771	0.0052	10	19.079	0.0392
5	15.344	0.0089	11	19.134	0.0587
6	16.903	0.0096	12	19.923	0.0685

Modelde yer alan serisel korelasyon problem Newey-West HAC prosedürü ile düzeltilmiştir. Aşağıda bu prosedürle düzeltilen modelin sonuçları raporlanmıştır.

$$\% \Delta DOLY_t = -0.551 + 0.551 \% \Delta DOLY_{t-1} - 0.532 \% \Delta \text{trava}_t + 0.050 \% \Delta \text{fmgel}_t + 0.001 \% \Delta \text{kr}_t \quad (4.2)$$

s.h (0.3892) (0.1452) (0.1857) (0.0287) (0.0085)

p değeri (0.1593) (0.0002) (0.0049) (0.0827) (0.9047)

R²=0.271460

F değeri= 12.10978

Düzeltilmiş R²=0.2490

Olasılık F değeri= 0.0000

D.W =2.4923

Model 4.2'de de Otoresif Koşullu Heteroskedastisite (Autoregressive Conditional Heteroscedasticity, ARCH) testi de yapılmış ve hataların varyansının ardışık bağımlı olup olmadığı test edilmiştir. İlk oniki gecikme uzunluğunda H₀ hipotezi %1 düzeyinde red edilmiştir. İlk oniki gecikme uzunluğunda n×R² değerleri ve olasılık değerleri Tablo 4.5'te raporlanmıştır.

Tablo 4.5 ARCH LM Testi (Model 4.2)

Gecikme Uzunluğu	n×R ²	Olasılık değeri	AIC	Gecikme Uzunluğu	n×R ²	Olasılık değeri	AIC
1	23.3525	0.0000	12.2000	7	28.7784	0.0001	12.2766

2	28.1970	0.0000	12.1758	8	29.0800	0.0003	12.2955
3	29.2218	0.0000	12.1869	9	29.0959	0.0006	12.3175
4	29.0256	0.0000	12.2098	10	28.8762	0.0013	12.3426
5	28.7943	0.0000	12.2332	11	28.6947	0.0025	12.3672
6	28.8861	0.0000	12.2538	12	28.5220	0.0046	12.3921

Model 4.2’de de uygulanan ARCH LM testi sonucunda ARCH etkisinin varlığı tespit edilmiştir. Model 4.2 ARCH tekniği kullanılarak yeniden tahmin edilmiştir. Model 4.2;

$$\widehat{\% \Delta DOLY}_t = -0.891 + 0.598\% \Delta DOLY_t - 0.458\% \Delta r_{green}_t + 0.032\% \Delta f_{ingel}_t + 0.003\% \Delta kr_t \quad (4.2)$$

s.h (0.3623) (0.1559) (0.1384) (0.0218) (0.0071)

p değeri (0.0139) (0.0001) (0.0009) (0.1422) (0.6667)

R²=0.2645

F değeri= 6.5259

Düzeltilmiş R²=0.2240

Olasılık F değeri= 0.0000

D.W =2.4839

Varyans denklemi ise;

$$\widehat{h}_t = 0.0791 + 1.9995h_{t-1} - 1.0025h_{t-2} \quad (4.9)$$

s.h (0.0294) (0.0021) (0.0021)

p değeri (0.0072) (0.0000) (0.0000)

olarak tahmin edilmiştir. Tahmin edilen modelde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü yaklaşık olarak %26'dır. Düzeltilmiş R^2 ise yaklaşık olarak %25'tir.

Ortaya konan tahmin sonuçlarına göre yükümlülük dolarizasyonunu açıklayan en güçlü değişken ise varlık dolarizasyonu *DOLV* olarak bulunmuştur. Varlık dolarizasyonunda yüzde 1'lik bir büyüme yükümlülük dolarizasyonunu yaklaşık olarak yüzde 0.6'lık büyüme ortaya çıkarmaktadır. Bunun altında yatan neden ise varlık dolarizasyonu arttıkça, yabancı para pozisyon açığına sahip olan bankaların yabancı para kredi şartlarını kolaylaştırmalarıdır. Dolayısıyla varlık dolarizasyonu büyüdükçe yükümlülük dolarizasyonu da büyümektedir. Bu sonuç teorik beklentilerimizle uyumlu bir sonuçtur. Türkiye'de bankalar varlık dolarizasyonu ile üstlendikleri riskleri yabancı para kredi vermeyi arttırarak kredi alan firmalara aktarmışlardır.

Modelde yer alan bir diğer açıklayıcı değişken *reer* ise istatistiksel olarak oldukça anlamlı olmasına rağmen teorik olarak beklentilerimizin tersine bir sonuç vermiştir. Finansal gelişimi ifade eden *finjel* değişkeni ve *kr* değişkeni ise istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç vermemiştir.

SONUÇ

Küreselleşme ile başlayan dolarizasyon son yıllarda; ortaya çıkardığı sonuçlar yüzünden oldukça tartışılan bir konu haline gelmiştir. Özellikle son dönem krizlerinde dolarizasyonun yarattığı finansal kırılganlıkların sorumlu gösterilmesi dikkatleri bu alanda yoğunlaştırmıştır.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, yaşanan istikrarsızlıklara paralel olarak gelişim gösteren dolarizasyon önemli sorunları da beraberinde getirmiştir. Dolarizasyonu önlemeye yönelik geliştirilen politikalar da politik ve finansal baskılar sebebiyle başarılı bir şekilde uygulanamamış ve dolarizasyon bu ülkelerde yüksek seviyesini korumuştur.

Türkiye de dolarizasyonun en yoğun olarak yaşandığı ülkelerden biridir. Türkiye ekonomisinin piyasalarının yeterince düzenlenmeden dışa açılması birçok problemi de beraberinde getirmiştir. Yüksek kamu kesimi borçlanma gereği ve orjinal günah gibi tüm gelişmekte olan ülkelerdeki ortak sorunlar da eklenince Türkiye’de yaşanan dolarizasyon süreci kaçınılmaz bir hal almıştır.

Yaşanan makroekonomik istikrarsızlık ortamı içinde ekonomik birimler; portföylerinin reel değerini koruyabilmek adına yabancı para ve yabancı para cinsinden mevduatlara yönelmişlerdir. Aynı zamanda yüksek bütçe açıkları sonucu uygulanan enflasyonist finansman politikaları da ekonomik birimlerin yabancı paraya geçişini hızlandırmıştır.

Yüksek kamu kesimi borçlanma gereği Türkiye’de bankacılık sisteminde kaynakların kamuyu fonlamaya yönelmesine sebep olmuştur. Bankalar çoğunlukla yurtdışından sağladıkları kredileri ülke içinde kamu kesiminin fonlanmasına yönlendirmişlerdir. Bu durumda bir kredi kısıtı altında kalan şirketler, öngörülebilir kur rejimlerinin de sağladığı bedava sigortayla birlikte yurtdışından aldıkları kredileri arttırmışlardır. Bunun yanında yüksek oranda yabancı para mevduat toplayan bankaların,

üstlendikleri kur riskinin bir kısmını yabancı para kredileri arttırarak, kredi alanlara aktarması da yükümlülük dolarizasyonun artışına katkı sağlamıştır.

Artan dolarizasyon seviyesiyle birlikte 2000-2001 krizi öncesi ekonominin tüm sektörlerinde açık pozisyonlar artmıştır. Önemli seviyede açık pozisyonu bulunan kesimler kriz döneminde yaşanan devalüasyonla önemli derecede zarar kaydetmişlerdir.

Türkiye ekonomisinde dolarizasyonun yol açtığı etkiler 2001 öncesi ve sonrası olarak iki dönemde incelenebilir. 2001 öncesi dönemde tüm sektörlerde önemli derecede kırılmalıklar olmasına rağmen bankacılık sektörünün kırılmalıklarının daha baskın olduğu görülmektedir. Bu dönemde gerek öngörülebilir kur rejimlerinin etkisi gerekse mevduat sigortası bankaların riski içselleştirmeden hareket etmesine neden olmuştur. Hükümetler tarafından kurtarılışın bir şekilde beklendiği bankacılık sektöründe ahlaki çöküntü problemleri ortaya çıkmış ve beraberinde açık pozisyonlar da artmıştır. Bankalarda açık pozisyonlar sonucu oluşan kur riski 2001 yılı öncesi en yüksek noktalara ulaşmıştır.

2000 ve 2001 krizlerinde önemli derecede zarar eden bankacılık sektörünü yeniden yapılandırmak üzere reform programları geliştirilmiş ve bu programlar çerçevesinde bankacılık sektöründe riskler kademeli olarak azaltılmıştır. Dalgalı kura geçilmesi bankaları risk yönetimi konusunda zorlamaktadır. Ayrıca reform programları sonucu bankaların sermaye arttırımına gitmeleri konusunda zorlanması da bankalara güçlü bir yapı kazandırmıştır. Bu dönemde bankacılık sektöründe risklerin azalmasıyla birlikte dikkatler şirketler kesiminin kırılmalıklarına dönmüştür. IMF(2007)'de raporunda bu duruma değinmiş ve Türkiye'de şirketler kesiminin yabancı para cinsinden borçlarının önemli bir kırılmalık oluşturduğunu vurgulamıştır. Şirketler kesimindeki kırılmalıkların, yabancı para geliri olmayanlara yabancı para cinsinden kredi verilmesinin yasaklanması gibi birtakım politikalarla önüne geçilmeye çalışılmıştır. Ancak gerek dövize endekli krediler gerekse offshore şubelerden kullanılan kredilerle bu yasaklar da delinmiştir

Bu çalışmada bu risklere dikkat çekilmektedir. Bu amaçla dolarizasyon olgusu, teorik olarak incelenmiş; belirleyicileri ve sonuçları ayrıntılı olarak ortaya konmuştur.

Teorik kısma ek olarak Türkiye’de yaşanan dolarizasyon süreci ve etkileri çeşitli endeks, analiz ve ekonometrik uygulamalarla incelenmiştir. Bu çalışma sonucunda beş önemli sonuca varılmıştır. Bunlardan ilki oluşturulan bileşik endeksten izlenebileceği gibi Türkiye’de dolarizasyon sürecinin uygulanan politikalar sonucu azalma gösterse de hala yüksek seviyesini korumakta olduğudur.

Türkiye üzerine yapılan uygulamalı çalışmalardan elde edilen ikinci önemli sonuç da varlık dolarizasyonu etkileyen en önemli etmenlerin enflasyon ve reel döviz kuru olduğudur. Enflasyon yükseldikçe ekonomik birimler yabancı para cinsinden varlıkları tercih etmektedirler. Ulusal para reel olarak değer kaybettiğinde ise değeri sabit kalan yabancı para cinsinden varlıklar tercih edilmektedir.

Ulaşılan üçüncü önemli sonuç ise Türkiye’de yükümlülük dolarizasyonunun en önemli belirleyicilerinden birinin varlık dolarizasyonu olduğudur. Bankalar topladıkları yabancı para mevduatlar arttıkça yabancı para kredileri artırma eğilimindedirler. Bu da bankaların üstelendikleri kur riskini firmalara aktardıklarını gösterir.

Çalışmada elde edilen bir diğer önemli sonuç ise bankacılık sektöründe risklerin azalmış olduğudur. Bankacılık kesiminde risklerin 2001 öncesine göre getirilen düzenlemelerle önemli ölçüde azaldığı görülmektedir. Hem Kiritçioğlu(2003) hem de TCMB’nın geliştirdiği endeksler de bu durumu işaret etmektedir. Ancak şirketler kesiminin yabancı para pozisyon açığının bulunmasıyla, bankaların firmalar aracılığıyla bir kırılanlıkla yüzleştiğini de gözden kaçırmamak gerekir.

Bu çalışmada elde edilen son önemli sonuç ise Türkiye’de şirketler kesiminin kırılanlıklarının hala devam ettiğiidir. Türkiye’de şirketler kesiminin risklerini ortaya koymak üzere yapılan analizde de 2006 yılında, 1999 yılına göre şirketler kesiminde riskelerin bir miktar azalmış olmasına rağmen hala çoğu sektörün açık pozisyonları sebebiyle riskli bölgede bulunduğu ortaya koyulmaktadır. Reel döviz kurunda yaşanabilecek bir değer kaybı, şirketlerin yabancı para cinsinden borçlarını geri çevirmede

zora sokabileceği ve bu durumunda Őirketlerden başlayarak tüm kesimleri etkileyebilecek bir krizi baŐlatabileceđi riski dikkat çekmektedir.

Bu bulgular ışığında Türkiye Ekonomisi'nde dolarizasyonun makroekonomik etkilerinin sınırlandırılabilmesi için öncelikle dolarizasyonu azaltmak üzere dedolarizasyon politikaları geliştirilmesi gerekmektedir. Uygulanan dedolarizasyon politikalarının öngörülü politikalar olmasının yanında bu politikaların etkinliğinin sağlanabilmesi adına makroekonomik istikrar sağlanmalı ve enflasyonla mücadele sürdürülmelidir. Varlık dolarizasyonu azaldığında yükümlülük dolarizasyonunun, dolayısıyla etkilerinin de azalacağı unutulmamalı ve varlık dolarizasyonunu azaltmak üzere ekonomik birimlerin güven içinde yatırım yapabileceği bir ortam oluŐturulmalıdır. Ekonomik birimlerin kendilerini koruyabilmeleri adına türev ürünlerinin kullanımı yaygınlaŐtırılmalıdır. Bu politikaların etkileri orta ve uzun vadede ortaya çıkacaktır. Kısa vadede ise özellikle Şirketler kesiminin risklerinin azaltılması adına dövize endeksli kredilere düzenlemeler getirilmelidir.

KAYNAKLAR

Acar Balaylar, Nilgün

2001 "Para İkamesi Olgusu ve Makroekonomik Etkileri" Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Basılmamış Doktora Tezi), İzmir.

Adam, Christopher- Goujon, Michael- Jeanneney, Guillaumont S.

2004 "The Transactions Demand for Money in the Presence of Currency Substitution: Evidence from Vietnam", *Applied Economics*, c.36, ss.1461-1470.

Agenor, Richard P. - Khan, Mohsin

1996 "Foreign Currency Deposits and the Demand for Money in Developing Countries" *Journal of Development Economics*, c.50, ss.792-807

Aghion, Philippe -Bachetta, Philippe- Benarjee, Abhijit

2000 "Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints", Studienzentrums Gerzensee Çalışma Tebliği, No:00/07

2004 "A Corporate Balance Sheet Approach to Currency Crises" *Journal of Economic Theory*, c.119, ss.6-30

Akçay, Cevdet O. - Alper, Emre C. - Karasulu, Meral

1997 "Currency Substitution and Exchange Rate Instability: The Turkish Case" *European Economic Review*, c. 41, ss. 827-835.

Akıncı, Özge- Özer, Yasemin - Usta, Bülent

2005 "Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye'deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler" TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Çalışma Tebliği No:05/17.

Akkan Adanur, Nejla

2001 "Para İkamesi Süreci ve Türkiye Örneği" *Yönetim ve Ekonomi*, Manisa, c.7, s.1, ss.197- 207.

2007 “Son Dönem Finansal Krizlerinin Bilanço Etkisi Yaklaşımı Kapsamında Bir Değerlendirmesi” *İktisat, İşletme ve Finans*, Mart, ss. 49-67.

Aktan, Can- Utkulu, Utku – Togay, Selahattin
1998 “Parasallaşma ve Senyoraj” Nasıl Bir Para Sistemi, İMKB Yayınları, İstanbul, Erişim: [www.canaktan.org/ ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/aktan-utkulu-parasallasma.htm](http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/aktan-utkulu-parasallasma.htm) Erişim Tarihi:20.11.2006.

Akyüz, Yılmaz- Boratav, Korkut
2002 “The Making of Turkish Financial Crises” Financialization of the Global Economy, Uluslararası Konferans, University of Massachusetts, Aralık 7-9 2002.

Alesina, Alberto- Barro, Robert
2001 “Dollarization” *The American Review*, c.91, s.2, ss.381-385.

Altinkemer, Melike
1996 “Para İkamesi, Hiperenflasyon ve İstirar Programları” TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, No:9629.

Antinolfi, Gaetano - Keister, Todd
2001 “Dollarization as a Monetary Arrangement for Emerging Market Economies” Federal Reserve Bank of St. Louis, Araştırma Tebliği c.83, s.6, ss.29-40.

Arias, Eduardo F.
2005 “Financial Dollarization and Dedollarization” Inter-American Development Bank, Çalışma Tebliği, No: RE1-05-004.

Arteta, O.Carlos
2002 “Are Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches?” *International Finance Discussion Papers*, No: 738.

2003 “Are Financially Dollarized Countries More Prone to Costly Crises?” *International Finance Discussion Papers*, No: 763.

Aslan, Hanifi

- 1997 Enflasyonist Finansman Politikası, Ak-Bil Yayıncılık, Bursa.
- Balino, Tomás J.T- Bennett, Adam - Borensztein, Eduardo
1999 “Monetary Policy in Dollarized Economies” IMF Occasional Paper no:171.
- BDDK, Kur Riski Değerlendirme Raporu- I (Haziran 2006)
- BDDK, Kur Riski Değerlendirme Raporu- II (Nisan 2007)
- BDDK, Kur Riski Değerlendirme Raporu- III Ocak 2006- Haziran 2007 (Ekim 2007)
- BDDK, Kur Riski Değerlendirme Raporu- IV Temmuz 2006-Aralık 2007 (Mayıs 2008)
- Berg, Adrew- Borensztein, Eduardo
2000a “The Pros and Cons of Full Dollarization” IMF Çalışma Tebliği, No:00/50.
- 2000b “The Choice of Exchnage Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies” *Journal of Applied Economics*, Buenos Aires, c.3, sy.2, ss.285-324.
- Bernanke, S. Ben
2005 “Monetary Policy in a World of Mobile Capital” *Cato Journal*, c.25, s.1, ss. 1-12.
- Bebczuk, Ricardo- Galindo, Arturo, Panizza, Ugo
2002 “An Evaluation of The Contractionary Devaluation Hypothesis”, Inter-American Development Bank, Çalışma Tebliği, No: 582.
- Billmeier, Andreas- Mathisen, Johan
2006 “Analyzing Balance Sheet Vulnerabilities in a Dollarized Economy: The Case of Georgia” IMF Çalışma Tebliği, No:06/173.
- Boyer, Roger S.
1996 “Currency Substitution Yield Curve and North American Monetary Policy”, *Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence*, ed. P. Mizen and E. Pentecost, Brookfield, ss.96-117.
- Brajas, Adolfo – Morales, Armando R.
2003 “Dollarization of Liabilities: Beyond The Usual Suspects” IMF Çalışma Tebliği, No: 03/11.

- Brittain, Bruce,
1980 "International Currency Substitution and The Apparent Instability of Velocity in Some Western European Economies and in The United States", Basel, BIS Çalışma Tebliği No:2
- Bordo, Michael D.
2006 "Sudden Stops, Financial Crises, and Original Sin in Emerging Countries: Déjà Vu?", NBER Çalışma Tebliği No: W12393.
- Bordo, Michael D. -Choudhri, Ehsan U.
1982 "Currency Substitution and The Demand for Money: Some Evidence for Canada" *Journal of Money, Credit and Banking*, c.14, s.1, ss. 48-57.
- Bordo, Michael D. - Meissner, Christopher- Reddish, Angela
2003 "How "Original Sin" Was Overcome The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions 1980-2000" NBER, Çalışma Tebliği, No: 9841.
- Broda, Christian- Levy Yeyati, Eduardo,
2002a "Dollarization and the Lender of Last Resort", Dollarization, ed. E. Levy Yeyati ve F. Sturzenegger: Cambridge, Mass.: MIT Press.
- 2002b "Endogeneous Deposit Dollarization" , Federal Reserve Bank of New York Staff Papers ,2002, No:160.
- Buiter, Willem H.
2007 "Seignorage" NBER Çalışma Tebliği, Cambridge, No:12919.
- Cabellero, Ricardo J. - Krishnamurthy, Arvind
2003 "Excessive Dolar Debt: Financial Development and Underinsurance" *The Journal of Finance*, c. 58, s.2, ss.867-893.
- Calvo, Guilermo A.
1999 "On Dollarization" www.bsos.umd.edu/econ/crecpcn5.pdf, Erişim Tarihi: 23 Kasım 2006.
- 2000 "Capital Markets and The Exchange Rate With Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America", <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>, Erişim Tarihi: 23 Kasım 2006.

- 2006 “Monetary Policy Challenges in Emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization, and the Lender of Last Resort” NBER, Çalışma Tebliği, No: 12788.
- 2008 “Learning from Recent Financial Turmoil”, The Challenge of Globalization, 15. Dünya Ekonomi Kongresi, İstanbul, 25-29 Haziran, 2008.
- Calvo, Guillermo A. –Vegh, Carlos A.
1992 “Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction” IMF Çalışma Tebliği, Washington, No:92/40.
1996 “From Currency Substitution to Dollarization” in Money, Exchange Rates and Output ed. Guillermo, A. Calvo, MIT Press, ss. 153-175.
- Calvo, Guillermo A. –Vegh, Carlos A.- Reinhart, Carmen M.
1995 “Targeting the Real Exchange Rate: Theory and Evidence”, *Journal of Development Economics*, c. 47, ss. 97-133.
- Calvo, Guillermo A. - Reinhart, Carmen M.
2001 “Reflections on Dollarization”, University Library of Munich, Germany, MPRA Çalışma Tebliği, No:8206.
2002 “Fear of Floating” *The Quarterly Journal of Economics*, c. 117 s.2, ss. 379-408.
- Calvo, Guillermo A. -Izquierdo, Alejandro – Meija, Luis-Fernando
2003 “On the Emprics of Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet-Sheet Effecs”, NBER Çalışma Tebliği, No:10520.
- Catao, Luis- Terrones, Marco
2000 “Determinants of Dollarization: The Banking Side” IMF Çalışma Tebliği, No: 00/146.
- Cespedes, Felipe L. - Chang, Roberto- Velasco, Andres
2001 “Dollarization of Liabilities, Net Worth Effects, and Optimal Monetary Policy”, Mimeo, NBER.
- Chang, Roberto
1994 “Endogeneous Currency Substitution, Inflationary Finance, and Welfare” *Journal of Money, Credit and Banking*, c. 26, s. 4, ss. 903-916.
- Chang, Roberto- Velasco, Andres
2001 “Monetary Policy in a Dollarized Economy Where Balance Sheet Matter” *Journal of Development Economics*, s.66, ss.445-464.

- 2005 “Endogenous Financial Dollarization and Exchange Rate Policy” *Journal of Policy Reform*, c. 8, s. 4, ss. 263-280.
- Choi, W. Gyu- Cook, David
2002 “Liability Dollarization and The Bank Balance Sheet” IMF Çalışma Tebliği, No: 02/141.
- Chue, K. Timothy- Cook, David
2004 “Sudden Stops and Liability Dollarization: Evidence from Asia’s Financial Intermediaries”, *Econometric Society 2004 Far Eastern Meetings*, 11 Ağustos 2004, No:646.
- Civcir, İrfan
2003 “Dollarization and Its Long-run Determinants in Turkey” *Middle East Economics Series*, c.30, s.5, ss.514-534.
- 2000 “Broad Money Demand, Financial Liberalization and Currency Substitution in Turkey” ERF 7. Uluslararası Konferansı, Amman, Ürdün, 26-29 Ekim 2000.
- Cowan, Kevin
2005 “Financial Dollarization” *Unlocking Credit : The Quest for Deep and Stable Bank Lending*, Inter-American Development Bank, New York, ss.49-66.
- Cowan, Kevin- H. Kamil, - Izquierdo, Alejandro.
2004 “Macroeconomic Determinants of Dollarization: A New Look at the Evidence” *Inter-American Development Bank*, Washington, D.C.
- Cuddington, John T.
1983 “Currency Substitution, Capital Mobility and Money Demand”, *Journal of International Money and Finance*, c.2, ss. 111-133.
- De la Torre, Augusto – Schmukler, Sergio L.
2004 “Coping Risk Through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies”, *World Bank*, Çalışma Tebliği, No:3212.
- De Nicolo, Gianni- Honohan, Patrick- Ize, Alain
2003 “Dollarization of The Banking System, Good or Bad?” *World Bank*, Çalışma Tebliği No:3116.
- Demirgüç-Kunt, Asli - Karacaovalı, Baybars-Laeven, Luc

- 2003 “Deposit Insurance Around the World: A Comprehensive Database” World Bank, Çalışma Tebliği, No:3628.
- DPT
1999 Mali Piyasalada Gelişmeler Raporu, www.ekutup.dpt.gov.tr , Ocak 1999, Erişim Tarihi: 25 Ocak 2008.
- 1999 Mali Piyasalada Gelişmeler Raporu, www.ekutup.dpt.gov.tr , Aralık 1999, Erişim Tarihi: 25 Ocak 2008.
- 2002 Mali Piyasalada Gelişmeler Raporu, 2002 Yıllık Raporu, www.ekutup.dpt.gov.tr , ss.18-37 Erişim Tarihi: 25 Ocak 2008.
- 2003 Mali Piyasalada Gelişmeler Raporu, www.ekutup.dpt.gov.tr , Ocak 2003, ss.17-25 Erişim Tarihi: 25 Ocak 2008.
- 2003 Mali Piyasalada Gelişmeler Raporu, www.ekutup.dpt.gov.tr , Şubat 2003, ss. 16-22 Erişim Tarihi: 25 Ocak 2008.
- 2003 Mali Piyasalada Gelişmeler Raporu, www.ekutup.dpt.gov.tr , Nisan 2003, ss.17-30 Erişim Tarihi: 25 Ocak 2008.
- 2003 Mali Piyasalada Gelişmeler Raporu, www.ekutup.dpt.gov.tr , Aralık 2003, ss. 22-35 Erişim Tarihi: 25 Ocak 2008.
- 2008 Mali Piyasalada Gelişmeler Raporu, www.ekutup.dpt.gov.tr , Şubat 2008, ss.17-30 Erişim Tarihi: 25 Ocak 2008.
- Dornbusch, Rudiger- Reynoso, Alejandro
1989 “Financial Factors in Economic Development” NBER, Çalışma Tebliği, No:2889.
- Edwards, Sebastian
2001 “Dollarization: Myths and Realities”, *Journal of Policy Modeling*, c.23, s.3, ss.249-265.
- Eichengreen, Barry
2002 “When to Dollarize” *Journal of Money, Credit and Banking*, c. 34, sy.1, ss.1-24.
- Eichengreen, Barry – Hausmann, Ricardo

- 1999 "Exchange Rates and Financial Fragility" NBER, Çalışma Tebliği, No:7418.
- Eichengreen, Barry – Hausmann, Ricardo- Panizza, Ugo
2002 "The Pain of Original Sin" **Hata! Köprü başvurusu geçerli değil.**, Erişim Tarihi: 28 Şubat 2008.
- Enders, Walter
2004 "Applied Econometric Time Series" Wiley and Sons Inc., Hoboken, ss.108-155
- Ertürk, Emin
1991 Türkiye İktisatında Yeni bir Boyut : Para İkamesi Kavram, Teori, Oluşum Süreci ve Sonuçları, Bursa, Uludağ Yayınları.
- Fasano-Filho, Ugo
1986 Currency Substitution and Liberalization: The Case of Argentina. Gower Publishing , Vermont.
- Feige, Edgar L.
2003 "Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De facto Dollarization and Euroization in Transition Countries" *Comparative Economic Studies*, c.45, ss.358-383.
- Feige, Edgar L. - Dean, James W.
2002 "Dollarization and Euroization in transition Countries: Currency Substitution, Asset Substitution, Network Externalities and Irreversibility" Euro and Dollarization: Forms of Monetary Union in Integrating Regions, Uluslararası Konferans, Nisan 5-6 2002, New York.
- Feige, Edgar L. - Feige, Faulend M.- Sonje V.- Sosic, V.
2003 "Unofficial Dollarization in Latin America: Currency Substitution, Network Externalities and Irreversibility", The Dollarization Debate, ed. Dominick; Dean, James W.; Willett, Thomas D. Oxford and New York: Oxford University Salvatore, ss. 46-72.
- Fischer, Stanley
1982 "Seignorage and The Case For a National Money" *Journal of Political Economy*, c. 90, s. 2, ss.295-313.
- 2006 "Dollarization" TCMB Dollarization: Consequences and Policy Options" Uluslararası Konferans, İstanbul, 14 Aralık 2006.

- Freitas, Lebre M.
2003 "Revisiting the Dollarization Hysteresis: Evidence From Bolivia, Turkey and Indonesia", NIPE Çalışma Tebliği, No: 12/2003.
- Gale, Douglas- Vives, Xavier
2002 "Dollarization, Bailouts and The Stability of The Banking System" *The Quarterly Journal of Economics*, c.117, s.2, ss. 467-502.
- Galindo, Arturo - Liederman, Leonardo
2005 "Living with Dollarization and the Route to Dedollarization" Inter-American Development Bank, New York, Çalışma Tebliği, No:526.
- Galindo, Arturo- Panizza, Ugo- Schiantarelli, Fabio
2003 "Debt Composition and Balance Sheet Effects of Currency Depreciation: Empirical Evidence", Federal Reserve Bank of Atlanta, *Rethinking Structural Reform in Latin America*, Uluslararası Konferans, Atlanta, 23-24 Ekim 2003.
- Giovanni, Alberto- Turtelboom, Bart
1992 "Currency Substitution" NBER, Çalışma Tebliği No:4232.
- Guidotti, E. Pablo
1993 "Currency Substitution and Financial Innovation" *Journal of Money, Credit and Banking*, c.25, s.1, ss.109-124.
- Guidotti, E. Pablo - Rodriguez, C.Alfredo
1993 "Dollarization in Latin America: The Gresham's Law in Reverse" IMF Staff Papers, No: 39/3.
- Gujarati, Damodar, N.
2006 "Temel Ekonometri" çev. Şenesen, Ümit-Şenesen Günlük, Gülay, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Gulde, Anne-Marie- Hoelscher, David- Ize, Alain- Marston, David- Nicolo, Gianni De.
2004 "Financial Stability in Dollarized Economies", IMF, Washington, Occasional Paper, No:230.
- Hanson, A. James- Honohan, Patrick- Majnoni, Giovanni
2003 "Globalization and National Financial Systems: Issues of Integration and Size" *Globalization and National Financial Systems* ed. Hanson, A. James, Honohan, Patrick, Majnoni Giovanni, Oxford University Press, NewYork.
- Hausmann, Ricardo- Panizza, Ugo- Stein, Ernesto

“Why Do Countries Flow The Way They Float” *Journal of Development Economies*, No: 66, s. 387-414.

Havrylyshin - Beddies

2003 “Dollarization in Former Soviet Union: From Hysteria to Hysteresis” *Comparative Economic Studies*, No: 45, ss. 329-358.

Honohan, Patrick

2006 “Dollarization and Exchange Rate Fluctuations” TCMB Dollarization: Consequences and Policy Options, Uluslararası Konferans, İstanbul, 14 Aralık 2006.

Honohan, Patrick- Shi, Anqing,

2001 “Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Market Economies” World Bank, Araştırma Tebliği, No: 2748.

IMF

2005 Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues, Washington D.C.

2007 Turkey: Financial System Stability Assessment, IMF Country Report, No:07/361.

Ize, Alain

2005 “Financial Dollarization Equilibria: A Framework for Policy Analysis”, IMF Çalışma Tebliği, No. WP/05/186.

Ize, Alain - Parrado Eric

2002 “Dollarization, Monetary Policy, and the Pass-Through” , IMF Çalışma Tebliği, No:02/188.

Ize, Alain - Powell Andrew

2004 “Prudentia Responses to De Facto Dollarization,” , IMF Çalışma Tebliği, Nisan, No:04/66.

Ize, Alain - Levy-Yeyati, Eduardo

1998 “Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications” IMF Çalışma Tebliği, No:28.

2003 “Financial Dollarization”, *Journal of International Economics*, c.59, ss.323-347.

- 2005 "Financial De-Dollarization: Is it For Real?" IMF, Çalışma Tebliği, No:05/187.
- İmrohoroğlu, Selahattin
1994 "GMM Estimates of Currency Substitution between the Canadian Dollar and the U.S. Dollar", *Journal of Money, Credit and Banking*, c.26, s.4, ss.792-807.
- 1996 "International Currency Substitution and Seigniorage in a Simple Model of Money" *Economic Inquiry*, c.34, sy. 3, ss. 568-578.
- Kamin, Steven B. - Ericsson, Neil R.
1993 "Dollarization in Argentina", *International Finance Discussion Papers*, 1993, No:460.
- 2003 "Dollarization in Post-Hyperinflationary Argentina", *Journal of International Money And Finance*, 2003, c. 22, ss. 185-211.
- Kaplan, Cafer
2002 "Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği" Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Ankara, No:1.
- Kepenek, Yakup -Yentürk, Nurhan
2005 "Türkiye Ekonomisi", Remzi Kitapevi, 18. Basım, İstanbul.
- Kesriyeli, Mehtap - Özmen, Erdal- Yiğit, Serkan
2005 "Corporate Sector Debt Composition and Exchange Rate Balance Sheet Effect in Turkey" TCMB Araştırma ve Para Politikası Departmanı, Ankara, Çalışma Tebliği no:05/16.
- Kibritçioğlu, Aykut,
2003 "Monitoring Banking Sector Fragility" *Arab Bank Review*, c.5, s.2, ss. 51-66.
- Janot, Marcio M. - Garcia, Marcio G.P. - Noaves, Walter
2008 "Balance Sheet Effects in Currency Crises: Evidence from Brazil", The Challenge of Globalization, 15. Dünya Ekonomi Kongresi, İstanbul, 25-29 Haziran, 2008.
- LeBaron, Blake- McCulloch Rachel

- 2000 “One Country, One Currency? Dollarization and the Case for Monetary Outsourcing” International Finance in the New Millennium. Uluslararası Konferans, The Gleacher Center Graduate School of Business, University of Chicago, Ekim 2000.
- Levy Yeyati, Eduardo
2003 “Financial DeDollarization: A Carrot and Stick Approach” *CIF*, Çalışma Tebliği, No:08/2003.
- 2004 “Financial Dollarization: Evaluating Consequences” 2004 Latin American Meetings, No:184.
- 2005 “De jure Dollarization and Euroization”, in European Economic Integration and South-East Europe: Challenges and Prospects, K. Liebscher, J. Christ, P. Mooslechner and D. Ritzberger-Grunwald, eds., Edward Elgar.
- 2006 “Liquidity Insurance in a Financially Dollarized Economy” *CIF*, Çalışma Tebliği, No:08/2006.
- 2007 “Dollar, Debt, and International Financial Institutions: Dedollarizing Multilateral Lending” *The World Bank Economic Review*, c.21, s.1 ss. 21-47.
- Levy Yeyati, Eduardo- Sturzenegger, Federico- Reggio, Iliana,
2006 “On The Endogeneity of Exchange Rate Regimes” Harvard Üniversitesi, JF Kenedy Business School, Fakülte Çalışma Tebliği No:RWP06-047.
- Licandro Gerardo - Licandro, Jose Antonio
2003 “Building The Dedollarization Agenda: Lessons From The Uruguayan Case, Central Bank of Uruguay, Montecideo, Çalışma Tebliği, Eylül 2003.
- Luca, Alina – Petrova, Iva
2003 “Credit Dollarization in Transition Economies: Is it Firms’ or Banks’ Fault?” Drexel Üniversitesi, Basılmamış Çalışma, Tebliği <http://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/docu01/paper08.pdf> Erişim Tarihi: 27.03.2008.
- Mankiw, Gregory N.
2003 *Macroeconomics*, Worth Publishers, New York, ss.75-113.
- Macchiado, Gustavo C.
2004 “ A New Explanation for a Dollarized Banking System”, ITAM, Universidad de Chile, 12 Temmuz 2004.

- McKinnon, Ronald I.
1996 "Direct and Indirect Concepts of International Currency Substitution"
Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence, P.
Mizen and E. Pentecost, Brookfield.
- Melvin, Michael
1985 "Currency Substitution and Western European Unification" *Economica*,
c.52, ss.79-91.
- Melvin, Michael- Ladman, Jerry
1991 "Coca Dollars and the Dollarization of South America" *Journal of Money,
Credit and Banking*, c. 23, s.4, ss.752-763.
- Metin Özcan, Kıvılcım- Us, Vuslat
2006 "Dolarizasyon Sürecinde Son Gelişmeler: Türkiye Ekonomisi," *Tisk
Akademi*, c.1, s.2, ss. 98-115 .
- 2007 "Dedollarization in Turkey After Decades of Dollarization: A Myth or
Reality?," *Physica A*, No:385, ss. 292-306.
- Miles, Marc A.
1978 "Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary
Independence" *The American Economic Review*, c. 68, s.3, ss. 428-436
- Mongardini, Joannes - Mueller Johannes
2000 "Ratchet Effects in Currency Substitution: An Application to the Kyrgyz
Republic" IMF Staff Papers, c.47, s.2 ss. 218-237.
- Mourmouras, Alex- Russell, Steven, H.
2000 "Smuggling, Currency Substitution and Unofficial Dollarization: A Crime-
Theoretic Approach" IMF, Çalışma Tebliği, No: 00/176.
- Murray John – Powell, James
2002 "Dollarization in Canada: the Buck Stops There Bank of Canada Technical
Report, Kanada, No:90.
- Offenbacher, A. Edward
2002 "Dollarization and Indexation in Israel's Inflation and Disinflation: There's
More Than One Way to Skin a Cat" 8. Dubrovnik Ekonomi Konferansı,
Dubrovnik, Haziran 27-29 2002.
- Oomes, Nienke

- 2003 "Network Externalities and Dollarization Hysteresis: The Case of Russia"
IMF Çalışma Tebliği, No:WP/03/96.
- Ortiz, Guillermo
1983 "Currency Substitution in Mexico: The Dollarization Problem" *Journal of Money, Credit and Banking*, c.15, s.2, ss.174-185.
- Osakwe, N. Patrick
2002 "Currency Fluctuations, Liability Dollarization and The Choice of Exchange Rate Regimes in Emerging Markets", Bank of Canada, Çalışma Tebliği No:02-6.
- Oskee Bahmani, Mohsen- Domaç, İlker
2002 "On the Link Between Dollarization and Inflation: Evidence From Turkey"
TCMB, Tartışma Tebliği, No:02/07.
- Önder, Yusuf
2007 "Dalgalanma Korkusu ve Türkiye Örneği", TCMB, Ankara, Basılmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Özatay, Fatih
2000 "A quarterly Macroeconometric Model for a Highly Inflationary and Indebted Country:Turkey" *Economic Modelling*, c.17, ss.1-11.
- Özatay, Fatih- Sak, Güven
2003 "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crises" Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, Ankara, Ağustos 2003.
- Özdemir, K. Azim- Turner, Paul
2004 "The Demand for Base Money in Turkey: Implications for Inflation and Seigniorage" TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Çalışma Tebliği No:04/12.
- Özmen, Erdal-Yalçın, Cihan
2007 "Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye'de Reel Sektör Finansal Yapısı ve Borç Dolarizasyonu", Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Ankara, Çalışma Tebliği No:07/06.
- Parasız, İlker
2005 Para Banka ve Finansal Piyasalar, Ezgi Kitabevi, Bursa, ss.477-487.

- Paya, Merih
2002 Para Teorisi ve Para Politikası, Filiz Kitabevi, İstanbul, ss.146-175.
- Peiers, Bettina- Wrase, Jeffrey M.
1997 "Dollarization Hysteresis and Network Externalities: Theory and Evidence from an Informal Bolivian Credit Market", Federal Reserve Bank of Philadelphia, Çalışma Tebliği, No: 97/21.
- Ramirez-Rojas, Carlos L.
1985 "Currency Substitution in Argentina, Mexico and Uruguay" IMF Staff Papers, No: 35, ss.629-667.
- Reinhart, Carmen- Rogoff, Kenneth S.- Savastano, Miguel A.
2003 "Addicted to Dollars" NBER, Cambridge, Çalışma Tebliği No:10015.
- Rennhack, Robert – Nozaki, Masahiro
2006 "Financial Dollarization in Latin America" IMF Çalışma Tebliği, No:06/07.
- Rodriguez, Alfredo C.
1993 "Money and Credit Under Currency Substitution" IMF Staff Papers, c.40, s.2 ss.414-426.
- Rosenberg, Christoph- Halikias, Ioannis- House, Brett- Keller, Christian- Nystedt, Jens-Pitt, Alexander-Setser, Brad
2005 "Debt Related Vulnerabilities and Financial Crises, An Application to Balace Sheet Approach to Emerging Market Countries" IMF Occasional Paper, Washington, No:240.
- Sahay,Ratna. – Vegh, Carlos A.
1996 "Dollarization In Transition Economies: Evidence and Policy Implications" Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence, P. Mizen and E. Pentecost, Brookfield.
- Sargent, J. Thomas,
1981 "Dollarization, Seignorage and The Demand for Money" PACS File, Çalışma Tebliği No: 170.
- Sarı, İlker,
2007 "Makroekonomik Değişkenlerin Dolarizasyon Sürecine Etkisi : Ampirik Bir Yaklaşım" Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

- Savastano, Miguel A.
1996 “Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Policy Issues”
Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence, P.
Mizen and E. Pentecost, Brookfield.
- Seddighi, H.R ,Lawler K.A ve Katos A.V
2000 “Econometrics, Practical Approach” Routledge, Newyork.
- Selçuk, Faruk
1994 “Currency Substitution in Turkey” *Applied Economics*, c.26 ss. 509-518.
2003 “Currency Substitution: New Evidence from Emerging Economies”
Economic Letters, c.78, ss. 219-224.
- Serdengeçti, Süreyya
2005 “Dolarizasyon/Ters Dolarizasyon” Dolarizasyon/Ters Dolarizasyon,
Eskişehir, 3 Ekim 2005.
- Sevütekin, Mustafa. - Nargeleşkenler, Mehmet
2005 “Zaman Serileri Analizi” Nobel Yayın, Ankara, ss.199-321.
- Soydan, Aylin,
2003 “Financial Liberalization, Currency substitution and Seignorage, Evidence
from Turkey” Middlesex University Business School, London.
- Sturzenegger, Frederico A.
1992 “Inflation and Social Welfare in a Model with Endogenous Financial
Adaptation”, NBER Çalışma Tebliği No: 4103.
1994 “Hyperinflation with Currency Substitution: Introducing an Indexed
Currency” *Journal of Money, Credit and Banking*, c.26, s.3 ss. 377-395.
- Şahin, Hüseyin
1998 “Türkiye Ekonomisi” Ezgi Kitabevi, Bursa.
- TCMB
1996-2007 “Yıllık Raporlar”, 1996-2007 “www.tcmb.gov.tr” Erişim Tarihi: 25 temmuz
2007.
2005 “Finansal İstikrar Raporu”, Ağustos 2005, www.tcmb.gov.tr, s.1, ss. 47-135,
Erişim Tarihi: 21 Aralık 2007.

- 2006 “Finansal İstikrar Raporu”, Haziran 2006, www.tcmb.gov.tr, s.2, ss. 57-115, Erişim Tarihi: 21 Aralık 2007.
- 2006 “Finansal İstikrar Raporu”, Aralık 2006, www.tcmb.gov.tr, s.3, ss. 47-88, Erişim Tarihi: 21 Aralık 2007.
- 2007 “Finansal İstikrar Raporu”, Mayıs 2007, www.tcmb.gov.tr, s.4, ss. 37-60, Erişim Tarihi: 21 Aralık 2007.
- 2007 “Finansal İstikrar Raporu”, Kasım 2007, www.tcmb.gov.tr, s.5, ss. 39-60, Erişim Tarihi: 24 Şubat 2008.
- 2008 “Finansal İstikrar Raporu”, Mayıs 2008, www.tcmb.gov.tr, s.6, ss. 45-66, Erişim Tarihi: 2 Haziran 2008
- 2008 Risk Merkezi, Sektör Bilanço Verileri (1999-2007) www.tcmb.gov.tr, Erişim Tarihi: 24 Şubat 2008
- Thomas, R. Lee
1985 “Portfolio Theory and Currency Substitution” *Journal of Money, Credit and Banking*, c.17, s.3, ss.347-357.
- Uribe, Martin
1997 “Hysteresis in a Simple Model of Currency Substitution” *Journal of Monetary Economics*, 40, 185-202
- Us, Vuslat
2003 “Three Essays On Inflation and Monetary Policy in Turkey” Basılmamış Doktora Tezi, Bilkent Üniversitesi, Ankara.
- Uzun, Arzu
2005 “Financial Dollarization, Monetary Policy Stance and Institutional Structure: The Experience of Latin America and Turkey”, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Ortadoğu Teknik Üniversitesi, Ankara.
- Virtebo, Annamaria
2007 “Towards A Stronger Euro: EMU enlargement and Euroization (vs. Dollarization)” *European Union Studies Association - Tenth Biennial International Conference*, Montreal, Canada, Mayıs 17-19 2007.
- Yeldan, Erineç

- 2002 “İstikrar Kimin İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler”,
<http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Birikim2002Kasim.pdf>, Erişim Tarihi: 23
Kasım 2007.
- Yeldan, Erinç- Boratav, Korkut
2001 “Turkey 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)Stability,
and Patterns of Distribution” [http://www.bilkent.edu.tr/
~yeldane
/B&YCEPA2002.PDF](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.PDF), Erişim Tarihi: 23 Kasım 2007.
- Yılmaz, Durmuş
2006 “Dollarization: Consequences and Policy Options” TCMB Dollarization:
Consequences and Policy Options Uluslararası Konferans, 14 Aralık 2006.
- Yılmaz, Gökhan
2005 “Financial Dollarization, (De)Dollarization and the Turkish Experience”
Turkish Economic Association Discussion Paper, No: 2005/6.
- Zarazaga, Carlos E.J.
2002 “Comment on Stabilization Policy and the Costs of Dollarization” Journal
of Money Credit and Banking, c.33, s.2, ss.510-517.
- Zervoyanni, Athina
1987 “Currency Substitution, Flexible Exchange Rates and the International
Transmission of Disturbances” ed. Exchange Rates and The Open Economy,
Chrystal, K.A ve Sedgwick, Robert, Wheatsheaf Books, New York, ss.199-
227.

EK SEKTÖRLERİN RISK GÖSTERGELERİ

	1999		2006	
	Yurtdışı Satışlar/ Net Satışlar	Yabancı Para Kredi/ Toplam Krediler	Yurtdışı Satışlar/ Net Satışlar	Yabancı Para Kredi/ Toplam Krediler
SEKTÖRLER				
A-Tarım, Avcılık ve Ormanlık	0,06	0,23	0,12	0,55
B-Balıkçılık	0,75	0,65	0,62	0,24
C-Madencilik ve Taşocaklığı	0,07	0,88	0,11	0,62
E-Elektrik, Gaz, Buhar ve Sıcak Su Üretimi ve Dağıtım	0,002	0,9	0,01	0,97
F-İnşaat	0,06	0,77	0,11	0,59
G-Toplam ve Perakende Ticaret, Motorlu Taşıt, Motosiklet, Kişisel ve Ev Eşyalarının Onarımı	0,23	0,78	0,18	0,53
H-Oteller ve Lokantalar	0,15	0,92	0,21	0,82
I-Ulaştırma, Depolama ve Haberleşme	0,21	0,8	0,2	0,42
K-Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri	0,11	0,67	0,03	0,91
M-Eğitim	0,003	0,22	0	0,55
N-Sağlık İşleri ve Sosyal Hizmetler	0	0,75	0,004	0,65
O-Diğere Sosyal, Toplumsal ve Kişisel Hizmet Faaliyetleri	0,02	0,37	0,002	0,79
DA-Gıda Ürünleri, İçecek ve Tütün İmalatı	0,21	0,59	0,17	0,58
DB-Tekstil ve Tekstil Ürünleri İmalatı	0,45	0,86	0,39	0,76
DC-Deri ve Deri Ürünleri İmalatı	0,29	0,9	0,26	0,5
DD-Ağaç Ürünleri İmalatı	0,07	0,8	0,11	0,68
DE-Kağıt Hamuru, Kağıt ve Kağıt Ürünleri İmalatı, Basım ve Yayımlar	0,08	0,84	0,1	0,58
DF-Kök Kömürü, Rafine Edilmiş Petrol Ürünleri ve Nükleer Yakıt İmalatı	0,06	0,94	0,23	0,28
DG-Kimyasal Madde ve Ürünler İle Sumi Elyaf İmalatı	0,11	0,74	0,16	0,66
DH-Plastik ve Kauçuk Ürünleri İmalatı	0,28	0,85	0,32	0,66
DI-Metalik Olmayan Diğer Mineral Ürünlerin İmalatı	0,21	0,9	0,19	0,68

DI-Ana Metal ve Fabrikasyon Metal Ürünleri İmalatı	0,34	0,81	0,4	0,82
DK-Makine ve Teçhizat İmalatı	0,22	0,79	0,34	0,49
DL-Elektrik ve Optik Donanım İmalatı	0,38	0,88	0,5	0,56
DM-Ulaşım Araçları İmalatı	0,31	0,86	0,52	0,82
DN-Başka Yerde Sınıflandırılmamış İmalat	0,15	0,68	0,2	0,58

ÖZGEÇMİŞ

Doğum Yeri ve Yılı : BURSA 1983

Öğr.Gördüğü Kurumlar : **Başlama Yılı** **Bitirme Yılı** **Kurum Adı**

Lise : 1998 2001 BURSA ANADOLU LİSESİ

Lisans : 2001 2005 YEDİTEPE ÜNİVERSİTESİ

Yüksek Lisans : 2005 2008 ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

Doktora : - -

Medeni Durum : BEKAR

Bildiği Yabancı Diller ve Düzeyi: :İNGİLİZCE (İLERİ) İTALYANCA (BAŞLANGIÇ)

Yayımlanan Çalışmalar : PARA İKAMESİ HİSTERİSİ VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Tarih-İmza
19.08.2008
DERYA HEKİM