

Keyifli Okumalar Dileriz

Binlerce kategoride milyonlarca PDF e-kitap, ders kitapları, dergiler ve romanlara platformumuz üzerinden ücretsiz ulaşabilirsiniz.

RESMİ WEB SİTEMİZ

<https://rantey.org>

Yedek ve Duyuru Kanallarımız

Sitemize erişim engeli gelmesi veya adres değişikliği durumunda aşağıdaki kanallardan güncel giriş adresine erişebilirsiniz:

- Telegram: <https://t.me/birkitapbir>
- WhatsApp Kanalımız : <https://whatsapp.com/channel/0029VbDHv8uE50Us4lvMoc0Y>

TC
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

BANKACILIK SEKTÖRÜNDE KREDİ DOLARİZASYONU,
NEDENLERİ VE RİSKLERİ ÜZERİNE TÜRKİYE ÖRNEĞİNDE
GÖRGÜL BİR ÇALIŞMA

Doktora Tezi

Hazırlayan
Ayşegül ALAGÖZ

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Yalçın Karatepe

Ankara, 2009

İÇİNDEKİLER	I
TABLolar	II
GRAFİKLER	III
ŞEKİLLER	IV
GİRİŞ	1
BÖLÜM I: DOLARİZASYON ve NEDENLERİ	4
1.1 : DOLARİZASYON	4
1.1.1 Dolarizasyon ve Euroizasyon	4
1.1.2 Kısmi Dolarizasyon ve Tam Dolarizasyon	5
1.1.3 Para İkamesi, Varlık İkamesi ve Finansal Dolarizasyon	9
1.1.4 Yükümlülük Dolarizasyonu ve Reel Dolarizasyon	13
1.1.5. Simetrik ve Asimetrik Dolarizasyon	14
1.2 : DOLARİZASYONUN NEDENLERİ	15
1.2.1 Geleneksel Yaklaşımlar	15
1.2.2 ‘Orijinal Günah’ Durumunun Varlığı	17
1.2.3. Minimum Varyans Portföyü	18
1.2.4 Yeni Yaklaşımlar	29
BÖLÜM II: DOLARİZASYONUN EKONOMİYE ETKİLERİ	35
2.1. EKONOMİYE OLUMLU ETKİLERİ	36
2.2. EKONOMİYE OLUMSUZ ETKİLERİ	38
2.2.1. Para Politikalarının Kontrolde Tutulamaması	39
2.2.2: Geri Ödenmeme Riski Oluşturması	41
2.2.3. Sektörel Kur Uyumsuzlukları	44
2.2.4. Finansal Kriz Olasılığında Artış	53

BÖLÜM III: TÜRKİYE’DE DOLARİZASYON	64
3.1. YÜKLENİLEN KUR RİSKLERİNİN SEKTÖREL DURUMU	67
3.1.1: Kamu Kesimi	73
3.1.2: Bankacılık Kesimi	75
3.1.3: Reel Sektör	78
3.2. OLMASI GEREKEN TEORİK DÜZEY İÇİN MİNİMUM VARYANS PORTFÖYÜNÜN BULUNMASI	80
3.3 Nedensellik Analizi İle MVP ve Dolarizasyon İlişkisinin Tespiti	84
3.3.1. Serilerin Durağanlıklarının Tespiti	88
3.3.2. Seriler Arasındaki Eşbütünleşmenin Araştırılması	91
3.3.3. Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	93
3.3.4. Granger Nedensellik Testi Sonuçları	94
3.4. FİNANSAL KRİZ OLASILIĞININ TEST EDİLMESİ	96
3.4.1. Metodoloji	96
3.4.2 Veri seti	97
3.4.3 Logit Analizi	101
SONUÇ ve DEĞERLENDİRME	107
KAYNAKÇA	110

TABLO LİSTESİ

Tablo1: Enflasyon ve MVP Arasındaki İlişki	28
Tablo2: Kur Uyumsuzlukları Açısından Dolarizasyon Çeşitleri	47
Tablo3: Seçilmiş Ülkelerin Dolarizasyon İndeksleri ve Çeşitleri	48
Tablo 4:Tarihsel Süreçte Tüm Dünyayı Etkileyen Krizler	56
Tablo5: Değişkenlerin Birim Köklerine İlişkin Genişletilmiş Dickey-Fuller ve Philips-Perron Testleri	90
Tablo6: MVP ve Kredi Dolarizasyonu için Koentegrasyon Testleri	92
Tablo7: MVP ve Mevduat Dolarizasyonu için Koentegrasyon Testleri	92
Tablo8: Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi Testi	93
Tablo9: Kredi Dolarizasyonu, Mevduat Dolarizasyonu ve MVP Arasındaki Nedensellik İlişkisi	94
Tablo10: Logit Analizi Sonuçları	102
Tablo 11: Standartlaştırılmış Marjinal Etkiler	104

GRAFİK LİSTESİ

Grafik1: Toplam Dış Borcun Sektörel Dağılımı	69
Grafik2: Kısa Vadeli Dış Borç Stokunun Sektörel Dağılımı	70
Grafik3: Uzun Vadeli Dış Borç Stokunun Sektörel Dağılımı	70
Grafik 4:Kısa Vadeli Özel Sektör(Milyon\$)	71
Grafik5: Uzun Vadeli Özel Sektör(Milyon\$)	72
Grafik6: Kamu Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu(Milyon ABD Doları)	73
Grafik7: İç Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu(milyon YTL)	74
Grafik8: TCMB Brüt Döviz Rezervi(milyon \$)	75
Grafik9:Bankacılık Sektörü Net Pozisyonu(milyon \$)	76
Grafik10: Bankacılık Sektörü Alt Gruplar Bazında Net Pozisyonu(milyon \$)	77
Grafik11: Reel Kesim Net Döviz Pozisyonu(milyon\$)	78
Grafik12:Yurtiçi Bankalardan Alınan Döviz Ve Döviz Endeksli Kredi Ayrımı(milyon\$)	79
Grafik13: Yurt Dışından Sağlanan Döviz Kredilerin Vade Yapısı(milyon\$)	80
Grafik 14: Olması Gereken ve Gerçekleşen Dolarizasyonu	83
Grafik15: Bağımsız Değişkenlerin Zamansal Değişimi	99
Grafik 16: Eşik Değerlerin Belirlenmesi- Kurların Seyri	101

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil1: Döviz Kuru Rejimleri	12
Şekil 2: Portföy Varyansının Optimal Düzeyi	23
Şekil 3: Fon Piyasasında MVP	24
Şekil 4: Enflasyon Artışının Etkisi	25
Şekil 5 : Ekonomik Birimlerin Yabancı Para Bilanço Kalemleri	45
Şekil 6: Bilanço Kırılganlıklarının Analizi	52
Şekil 7: Kriz Modelleri	63

GİRİŞ

Dolarizasyon, paranın bir veya birkaç işlevinin yerli paradan yabancı paraya geçmesidir. Yerli paranın işlevlerinin yabancı paraya geçme derecesi ve nedenleri, ekonomiler arasında farklılık göstermektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde iktisadi birimler, makro istikrarsızlıkların bir sonucu olarak, finansal varlıklarının değer yitirmesi korkusu ile daha istikrarlı para biriminden varlıklara yönelebilmektedirler. Ekonomik birimler bu şekilde çeşitlendirme yaparak riski azaltma çabası içerisine girmektedirler. Ancak dolarizasyon, döviz kuru dalgalanmalarının ekonomiye intibakını artırdığı için ekonomik dengelerin tümünü etkileyen bir risk unsuru olarak da varlığını korumaktadır.

Çalışmalarda ekonomide dolarizasyonun varlığının tespiti ve gelişimi ile oluşturabileceği sıkıntılar üzerinde sıklıkla durulmuştur. Dolarizasyon konusu, ekonomiye yüklediği maliyetler nedeniyle nedenleri ve olası sonuçları açısından pek çok araştırmacının dikkatini çeken konular arasında gelmektedir. Ancak, mevcut dolarizasyon düzeylerinin kriz öncesi tehlikeyi işaret etmesi ya da var olan durumun bir sakınca yaratmayacağı üzerinde herhangi bir anlaşma sağlanabilmiş değildir. Çalışmanın çıkış noktasını da literatürdeki bu boşluk oluşturmaktadır. Finansal sistemi sıkıntıya sokacak bu durumun bir göstergesi başka bir deyişle, olması gereken optimal düzeyini veren bir mekanizması olmalıdır ki o nokta geçildikten sonra ekonomik birimler gerekli önlemleri alsınlar. Aksine optimum noktadan önceki kısıtlayıcı önlemler, birimlerin riski fiyatlandırma yeteneklerini kaybettirebilmekte, bu durumda risk-getiri ilişkisi bozulabilmektedir. Buradan hareketle, çalışmanın

temel amacı dolarizasyonun varlığını tespit etmek değil, var olan dolarizasyon düzeyinin risk yaratacak derecede olup olmadığının ortaya konması ve elde edilen bulguların finansal kriz olasılığına katkıda bulunup bulunmadığının araştırılmasıdır.

Dolarizasyon konusu literatürde oldukça geniş bir yer tutmaktadır. İlk yayınlar bu olgunun varlığını ve kalıcılığını test etmeye yönelikken son çalışmaların daha çok dolarizasyonun ekonomiye getirdiği riskler, makroekonomik politikalara etkileri üzerine olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra, dolarizasyonun, ekonomide finansal derinleşmeyi artırmaya katkıda bulunan olumlu bir gelişme olduğunu ortaya koyan çalışmalar da mevcuttur. Hangi etkinin üstün geleceği, dolarizasyonun ekonomi içindeki ağırlığına bağlıdır. Makroekonomik politikalar dolarizasyonun varlığını azaltmaya yönelik ya da tam tersi teşvik edici olabilmektedir. Politika yapıcılar açısından hangi yönde uygulama oluşturulacağına karar verilmesi için öncelikle o ekonominin kendi dinamikleri içinde belirlenen bir optimal dolarizasyon oranı olmalıdır.

Bu çalışmanın literatüre yaptığı katkı, dolarizasyon düzeyinin risk unsuru teşkil edecek kadar yüksek olup olmadığını CAPM teorisinden hareketle minimum varyans portföyü çerçevesinde araştırmaktır. Dolayısıyla, çalışmanın öncelikle belirlenmiş iki amacı bulunmaktadır. İlki, iktisat literatüründeki optimalite kavramından hareketle, Türkiye için optimal dolarizasyon düzeyinin bulunması, böylelikle bu alandaki boşluğun doldurulmasıdır. İkinci amaç da, elde edilen sonuca göre portföylerdeki mevcut düzeyler olması gereken dolarizasyon düzeyinden farklı ise, risk unsurunun beklenen finansal kriz olasılığına etki edecek düzeyde olup

olmadığını araştırmaktır. Böylelikle literatüre yapılan katkı, Türkiye için olması gereken teorik değerin bulunup, bu değerin bir ölçüt olarak kullanılmasının anlamlılığının ortaya konması ve gerçekleşen dolarizasyon düzeyinin risk oluşturacak düzeyde yüksek tespit edilmesi nedeniyle finansal kriz olasılığı ile dolarizasyonun varlığının ilişkilendirilmeye çalışılması şeklinde gerçekleşecektir.

Bu amaçla, çalışmanın 1. Bölüm'ünde dolarizasyonun tanımları ve ortaya çıkış nedenleri açıklanmış, 2. Bölüm'de ekonomiye etkileri olumlu ve olumsuz bakış açıları açısından verilmiştir. 3. Bölüm'de, Bölüm 1 ve 2'de sunulan teorik bilgiler ışığında dolarizasyonun Türkiye'deki durumu ampirik olarak analiz edilmiştir. Çalışmanın ampirik analiz kısmı üç alt bölüme ayrılmıştır. Bölüm 3.1'de, kur riski taşıyan sektörleri belirleyebilmek amacıyla açık pozisyonları ve dış borçlanma durumlarına yönelik bir değerlendirme yapılmıştır. Bölüm 3.2'de, ülkelerin makroekonomik koşulları içerisinde portföylerin para birimi bileşimini etkileyecek iki değişken olarak yerli paranın ve reel döviz kurunun varyansı kullanılarak en düşük varyanslı optimal portföy bileşimini veren minimum varyans portföyü (MVP) hesaplanmıştır. MVP ile, portföyde olması gereken yabancı para düzeyi bulunarak mevcut durum ile karşılaştırılması yapılmış yaratacağı sıkıntının boyutu belirlenmeye çalışılmıştır. MVP'nin doğru bir ölçüm aracı olduğundan emin olabilmek için nedensellik analizi yapılarak verilerin teoriyi destekleme gücü test edilmiştir. Son aşama olarak Bölüm 3.3'te ise finansal kriz olasılığına etki eden faktörler analiz edilmiştir.

BÖLÜM I

DOLARİZASYON VE NEDENLERİ

1.1 Dolarizasyonun Tanımı

Dolarizasyon, en geniş tanımıyla, ulusal para biriminin yerine veya ulusal para biriminin yanında, daha güvenilir ve durağan başka bir para biriminin işlem görüyor olmasıdır.

1.1.1 Dolarizasyon ve Euroizasyon

Literatürdeki yaygın kullanımı nedeniyle dolarizasyon denilse de euro bölgesinin oluşmasıyla gerçekleşen euroizasyon süreci de dolarizasyon başlığı altında incelenebilmektedir.

‘Tedavülde olan yabancı para biriminin çoğunlukla Amerikan doları olması sebebiyle söz konusu durum dolarizasyon olarak ifade edilse de yabancı para biriminin Japon Yeni veya geçmişte Alman Markı ve günümüzde Avrupa para birimi Euro olması durumunda da Amerikan doları kastedilmeksizin dolarizasyon ifadesine rastlanılmaktadır. Ancak tedavüldeki yabancı paranın ne olduğunun vurgulanmasının gerektiği durumlarda markizasyon ya da euroizasyon gibi ifadelerle de karşılaşılmaktadır (Özcan ve Us, 2006).’

Bergsten (1996), bir ülkenin parasının, dünya ekonomisinde rezerv para birimi durumunda olabilmesi için, o ülkenin politik olarak majör rolde bulunması

gerektiğini belirtmiştir. Rezerv para, anahtar paradır ve anahtar para biriminin en temel rolü, yabancı fonlar için güven duygusu uyandırmasıdır ve bu da politik üstünlüğün sağladığı bir durumdur. Daha derinde yatan nedenlerden biri, diğer ülkelerin ve özellikle güçlü olanlardan bir kaçının rezerv para olarak o ülkenin parasını kabul ederek kullanmaya başlamasıdır. Diğer neden, hiçbir ülkenin yeterince güce sahip olmadan sistemin bütünündeki riskleri gözetmeye güveni ve imkanı olmamasıdır. Dolayısıyla, tarihteki yerlerine bakıldığında I. Dünya Savaşı öncesi İngiltere, II. Dünya Savaşı sonrası ABD'nin para birimlerinin hegoman olduğu söylenebilir. İki savaş arası dönemde politik liderliğe sahip ülkenin olmayışı rezerv para biriminin varlığını da etkilemiştir. Kıta Avrupası'nda barış sağlandıktan sonra Almanya ve Fransa'nın bölgesel çapta anahtar para birimine sahip ülke konumuna geldikleri görülmüştür.

1.1.2. Kısmi Dolarizasyon ve Tam Dolarizasyon

Paranın geleneksel olarak üç işlevi bulunmaktadır. Bunlar; hesap birimi olma, değişim aracı olma ve tasarruf aracı olma. Bu işlevlerden bir yada birkaçının ulusal para yerine yabancı para birimine geçmesiyle sistemde farklı para birimleri aynı anda işlem görmeye başlamaktadır. Yabancı para biriminin yanında yerli paranın da halen yürürlükte olması, kısmi dolarizasyondur. Eğer resmi olarak yerli para birimi dolaşımdan kaldırılır ve yabancı bir para birimi yerli para biriminin tüm işlevlerini yerine getirmeye başlarsa bu duruma tam ya da resmi dolarizasyon denilmektedir.

Yüksek enflasyon düzeyleri süreklilik kazandıkça öncelikle yerli paranın değer saklama işlevi ortadan kalkmakta sonrasında değişim ve hesap birimi amaçlı kaçışlar başlamaktadır. Ancak, yerli para talebi tamamen ortadan kalkmadığından kısmi dolarizasyon olgusu oluşmaktadır. Literatürde kısmi dolarizasyonun de facto ya da gayri resmi dolarizasyon olarak tanımlandığı da görülmektedir. Nicola, Honohan ve Ize (2003), de facto dolarizasyonun, yerel para birimiyle birlikte yabancı para birimi, genellikle doların, paranın ödeme birimi, saklama ve hesap birimi olma işlevlerini yerine getirmesi olduğunu belirtmişlerdir.

Resmi olarak otoritelerin paranın geleneksel tüm işlevlerini bir başka yabancı para birimine aktarması ise tam ya da resmi dolarizasyondur. Tam dolarizasyon, Şekil 1’de görüldüğü üzere kur rejimlerinin bir çeşidi olarak tanımlanmaktadır. Tam dolarizasyon, bir ülkenin ulusal parasını tamamen terk ederek yabancı bir para birimini resmi para birimi olarak kullanmasıdır (Feige ve Dean, 2002).

Kısmi dolarizasyon, ekonomik birimlerin ulusal paraya olan güven kaybına ya da enflasyon ve devalüasyon süreçlerine rasyonel bir cevabıdır. Ayrıca kayıt dışı ekonominin büyümesi ile kısmen de olsa yabancı paranın bu işlemlerde kullanılmasının da kısmi dolarizasyonda rolü bulunmaktadır (Feige, 2002).

Panama ve Ekvator’da paranın yabancı parayla tam ikamesi yani yabancı paranın yerli para yerine tamamen yasal hesap birimi haline gelmesi söz konusuysen yerli ve yabancı para birimlerinin aynı anda dolaşımda olduğu Türkiye, Arjantin, Meksika, Peru, Bulgaristan gibi ülkeler kısmi dolarizasyon yaşamaktadırlar.

Yüksek enflasyon tarihi ve ulusal paraya güven eksikliği nedeniyle kısmi dolarizasyon 1980 ve 1990larda hızlı bir gelişme göstermiştir ancak önemi bilinmesine karşın, boyutlarını gerçekçi şekilde ortaya koymak mümkün olamamaktadır (Honig, 2006; Feige vd, 2000).

1980’lerde Meksika, İsrail, Peru ve daha bir çok ülkede hızla yükselen ve üç basamaklı rakamlara varan enflasyon nedeniyle kişiler kendilerini yerli paranın satın alma gücünü hızla kaybetmesinden korumayı portföylerini dolara geçirerek öğrenmişlerdir. Zamanla bu ülkelerdeki hükümetler yerleşiklerin dolar cinsinden mevduat hesapları açmalarını ve nakit dolar hesaplarının istatistiklerini tutmaya başlayarak kısmi dolarizasyonu onaylamışlardır. Ancak 1994 Meksika ve ardından 1997 Asya, Rusya ve Brezilya krizleri ile başlayan süreçte devalüasyonların yarattığı yüksek maliyetler görüldükçe yeni bir döviz kuru arayışına girilmiştir. Bu dönemde resmi dolarizasyon ilginç ve etkili bir alternatif olarak ortaya çıkmış ve konunun popülaritesi, 1999 yılı başında Arjantin Başkanı Carlos Menem’in ciddi şekilde dolarizasyon planı düşündüklerini açıklamasıyla artmıştır. Söz konusu dolarizasyon planının uygulaması iki basamaktan oluşmaktadır: Öncelikle yerli para tabanı, dolaşımdaki tüm ulusal paralar ve bankalardaki rezervler belirlenmiş bir orandan dolara çevrilecek ve imha edilecektir. İkinci olarak yerli para cinsinden tüm sözleşmeler yine önceden belirlenmiş bir orandan dolar cinsinden sözleşmelere dönüştürülecektir. Böylelikle bu plan ile artık o ülkenin bağımsız para politikası kalmayacak, ABD Merkez Bankası’nın para politikasını kabullenecektir¹. Bu uygulama, resmi dolarizasyondur ve ulusal para birimi elimine edilmektedir. Para

¹ Ekvator bu planı uygulamadan önce ABD’den herhangi bir onay almamıştır.

kurulu uygulamasında ise merkez bankasının arkasında durduğu tam ikamenin sağlandığı bir sistem mevcuttur. Burada ulusal para yok edilmemekte ancak tamamen dolara endekslenmektedir (Chang, 2000).

1 Ocak 2002’de euronun tanıtımı, Avrupa Birliği’nin mevcut sınırları dışında da etkiler yaratmıştır. Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin planlı ekonomiden pazar ekonomilerine geçişinde yeni kur rejimlerine geçiş çok önemli bir yer tutmaktadır. Ülkeler, Avrupa Para Birliği’ne (EMU) girerek resmi euroizasyon sürecini başlatmış olmaktadır. Resmi euroizasyon, Avrupa Para Birliği’ne girildiğinde, iki taraflı ya da Avrupa Para Birliği’ne üyeliği kontrol eden Brüksel ve Frankfurt’taki otoritelerin açık onayı olmadan tek taraflı olabilmektedir. Bu seçimi belirleyen önemli etken, bu ülkelerin kısmi dolarizasyon-euroizasyon dereceleri. Euroizasyon taraftarları güçlü yabancı para birimi uygulamasının enflasyonist etkileri, döviz ve ödemeler dengesi krizlerini engelleyeceğini, faiz oranlarının seviyesini ve dalgalanmasını azaltacağını, eninde sonunda da büyümeyi hızlandıracağını belirtmektedirler. Resmi euroizasyon karşıtları ise senyoraj gelirlerinin ve bağımsız para politikasının kaybolacağını öne sürmektedirler (Feige ve Dean, 2002).

Krugman (1997), Avrupa için tek para sisteminin mükemmel bir fikir olduğunu ancak Avrupa’nın tek para biriminden ekonomik fayda göremeyecek kadar az bütünleşmiş, farklı ve büyük olduğunu belirtmiş ve ekonomik verimliliğin herşey demek olmadığına, Avrupa’nın politik birliği açısından tek para birimi euronun kullanımının önemli bir gösterge olduğuna vurgu yapmıştır. Politik bütünleşme hiç kuşkusuz beraberinde mal ve hizmetler ile kişilerin tam dolaşımını getirmektedir.

Gerçek bir kimlik bütünleşmesinin yaşanması ekonomik ilişkilerin de bütünleşmesi en çok da aynı para biriminin kullanmasıyla olacağına göre euro, ekonomik faydanın ötesinde bir anlam taşımaktadır.

1.1.3. Para İkamesi, Varlık İkamesi ve Finansal Dolarizasyon

Kısmi dolarizasyon sürecinde birey ve firmaların kendi istekleriyle yabancı para birimini değişim işlemlerinde kullanmasıyla para ikamesi, değer saklama aracı olarak kullanmasıyla varlık ikamesi ortaya çıkmaktadır (Feige ve Dean, 2002.) Para ikamesi, değişim aracı olarak yerli piyasada yerli para ile birlikte yabancı paranın yoğun olarak kullanılmasıdır (Cuddigton, 1983).

Para ikamesi konusu ciddi bir problemle karşı karşıyadır. Bu problem, genelde bir ekonomide dolaşan yabancı para miktarına ilişkin verinin bulunamaması, dolayısıyla da para ikamesinin öneminin gözlemlenememesidir (Calvo ve Vegh, 1992).

Görgül çalışmalar, kabaca yüzde 50 civarında ABD dolarının dışarıda bulunduğunu göstermektedir. ABD Dolarının durağan olması güvenilir bir değer saklama aracı olmasını sağlamıştır. Pek çok ülkede rahatça bulunabilmekte, değişim aracı olarak genel kabul görmüş ve de yabancı kullanıcıları banka iflaslarına, enflasyona ve devalüasyonlara karşı koruma görevini üstlenmektedir. Son 20 yıldır, ABD Gümrük Ofisi ABD Dolarının uluslararası dolaşımına ilişkin sistematik bilgi toplamakla görevlendirilmiştir. The Currency and Foreign Transactions Reporting Act ("Bank Secrecy Act"), 10.000\$'ı geçen para veya diğer parasal varlıkları

ihraç/ithal eden kişi veya kurumların rapor doldurmasını zorunlu tutmuştur (CMIR, Report of International Transportation of Currency or Monetary Instruments). Gizli bilgiler içeren milyonlarca CMIR raporu toplulaştırılmakta, farklı kaynaklardan gelen ABD Dolarına ilişkin toplam akışlar ve çıkışlar olmak üzere zaman serileri oluşturulmaktadır. Bu raporlardan her bir destinasyona akan net dolarlar ile toplam ne kadar doların dolaşımda ve nerede olduğu hakkında bilgimiz olmaktadır. Kişibaşı nakit dolar miktarını ölçmede diğer bir kaynak da, merkez bankası ve hazine görevlilerince yürütülen informel görüşme ve anketlerdir. Bazı ülkelerde çok farklı sonuç verseler de her iki kaynak da kişi başı nakit dolar sahipliğinin en fazla olduğu ülkeleri Rusya, Letonya, Türkiye ve Bulgaristan olarak vermektedir (Feige ve Dean, 2002).

Özellikle Latin Amerika ülkeleri için yapılan araştırmalarda para ikamesi yerine dolarizasyon kavramının kullanıldığı görülmektedir. Ancak dolarizasyon, yabancı para biriminin hesap birimi ve değer saklama aracı olma işlevlerini içerirken, değişim aracı olma işlevini kapsamamaktadır. Yüksek enflasyonlu ülkelerde yabancı para birimi, öncelikle değer saklama ya da hesap birimi işlevlerini yerine getirmekte ardından değişim aracı olarak kullanılmaya başlanmaktadır. Bu farktan dolayı para ikamesi, dolarizasyon sürecinin son aşaması olmaktadır. Ancak dolaşımdaki yabancı para miktarının tam bilinmemesi dolayısıyla dolarizasyon oranları para ikamesinin göstergesi olarak kabullenilmektedir (Calvo ve Vegh, 1992).

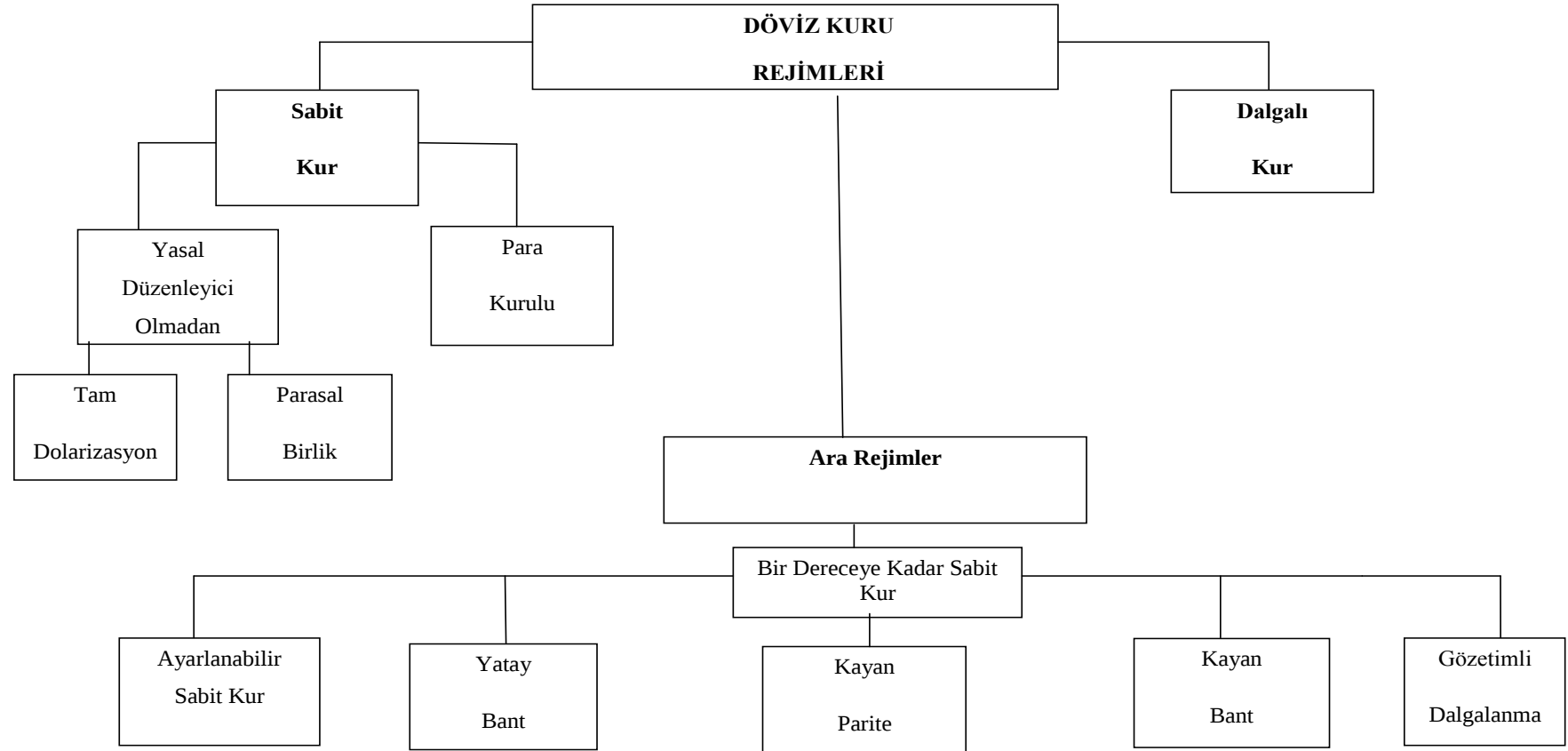
Ize ve Yeyati (2003), para ikamesinin, farklı para birimlerinden faiz getirili varlıklar tutmanın beklenen reel getirilerle ilişkili olmasının aksine beklenen nominal getirilerle ilişkili olduğunu vurgulamışlar, bunun sonucunda da literatürün ağırlıklı

olarak para talebi dinamikleri, özellikle de dolarizasyon ve enflasyon ilişkisi ve histeresis² kaynağı olarak değişim amaçlı işlemlerde para birimi değiştirmenin maliyeti üzerinde durduğunu belirtmişlerdir.

McKinnon (1982), para ikamesini, doğrudan ve dolaylı olarak ikiye ayırmıştır. Doğrudan para ikamesinde iki veya daha fazla para birimi ödeme aracı olarak işlem görmektedir. Dolaylı para ikamesi ise yatırımcılar tarafından, iki veya daha fazla para birimi cinsinden finansal varlık tutulmasıdır.

² Literatürde dolarizasyon olgusunun varlığını koruma adına direnç göstermesi, yabancı para kullanma alışkanlığının geriye döndürülememesi olarak tanımlanmaktadır.

Şekil : Döviz Kuru Rejimleri



Kaynak: Yörükoğlu, M., ., 2006, 'Economic Convergence And Exchange Rate Regimes', International Conference On Dollarization: Consequences And Policy Options, İstanbul

1.1.4. Yüklölölük Dolarizasyonu ve Reel Dolarizasyon

Yüklölölük dolarizasyonu, özel sektör ve kamunun yabancı para cinsinden borçlanmasıdır. Gelişmekte olan ülke piyasalarını kırılgan hale getiren ve makroekonomik değışkenlerin yönetimini zorlaştıran bir kavram olarak ortaya çıkmıştır (Reinhart vd., 2003).

Reel dolarizasyon ise, resmi ya da de facto olarak ücret ve fiyatların yabancı paraya endekslenmesidir (Nicolo vd, 2005). Luca ve Petrova (2003) da reel dolarizasyonu, nihai mal ihraç eden ve/veya nihai mal üretiminde ithal aramalları kullanan firmaların getiri ve üretim maliyetlerinin yabancı para cinsinden gerçekleşmesi olarak tanımlamıştır.

Ize ve Parrado (2002) ise, ödemeler, finansal ve reel dolarizasyon şeklinde üçlü bir ayırım yapmıştır. Ödemeler dolarizasyonunun literatürde para ikamesi olarak tanındığını; finansal dolarizasyonun ise, yabancı para cinsinden mevduat, kredi ve diğer finansal sözleşmelerin varlığı durumu yani varlık ikamesi olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıntılı olarak ele aldıkları ise reel dolarizasyondur. Reel dolarizasyon ücret ve fiyatların yabancı paraya endekslenmesidir. Ödemeler dolarizasyonunda belirleyici etken enflasyon farkları iken finansal dolarizasyonda finansal sözleşmeler sistematik enflasyon vergisine tabi olduklarından daha farklı sebepler aranmalıdır. Faiz oranı paritesi geçerli iken en azından yaklaşık olarak faiz oranları farkları, tahmin edilen enflasyon oranları farklarını kapatmakta ve farklı para

birimlerinden varlıkların beklenen getirilerini eşitlemektedir. Dolayısıyla, finansal dolarizasyonda enflasyon düzeyinden ziyade dalgalanması daha önemlidir.

Reel dolarizasyon, resmi ya da de facto olarak ücret ve fiyatların yabancı paraya endekslenmesidir yani nihai mal ihraç eden ve/veya nihai mal üretiminde ithal aramaları kullanan firmaların getiri ve üretim maliyetlerinin yabancı para cinsinden gerçekleşmesidir. Dolayısıyla, finansal dolarizasyon yerleşiklerin veya yerleşik olmayanların varlıklarına göre yerel veya dışsal olabilir (Nicolo vd., 2005; Luca ve Petrova, 2003).

1.1.5. Simetrik ve Asimetrik Dolarizasyon

Gelişmiş ülkelerdeki dolarizasyon simetriktir; yerleşik ve yabancılar yerli ve yabancı para cinsinden nakit ve varlık tutmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerde ve geçiş ekonomilerinde ise dolarizasyon süreci asimetriktir; yerleşikler, yerli ve yabancı parayı kullanırken, yabancılar yerli parayı tercih etmemektedirler. Bu ülkelerde tercih edilen para çoğunlukla ABD Doları'dır ve paranın neredeyse üç işlevini de görmektedir. İlk olarak dolar, değer saklama aracı olarak kullanılmaya başlar, süreç ilerledikçe mal fiyatları özellikle de dayanıklı mallar, kiralar ve yüksek maliyetli dolara endekslenir ve dolar ödeme aracına dönüşür. Dolarizasyon üzerine yapılan neredeyse tüm çalışmalar konuyu asimetrik açıdan ele almaktadır (Yinusa, 2008)

1.2 Dolarizasyonun Nedenleri

Dolarizasyon olgusuna yol açan nedenler içerisinde enflasyon karşısında değer yitirme korkusu, faiz ya da vergi oranları farkına bağlı olarak beklenen getirilerin değişmesi ve portföyde çeşitlendirme yapılarak riskin azaltılması gibi nedenler ilk akla gelenlerdir. Ancak literatürde bu nedenler farklı paradigmalara ayrılarak incelenmiş, yazarlar tarafından farklı yaklaşımlar sergilenmiştir. Bu yaklaşımlar da, dolarizasyonun hangi evrede olduğuyla ilgili olarak geliştirilmiştir. 1980lerde para ikamesinin nedenleri üzerinde durulurken günümüz literatüründe finansal dolarizasyon kavramı üzerinde durulduğu görülmektedir.

1.2.1 Geleneksel Yaklaşımlar

İlk olarak Thomas (1985), para ikamesi modeli kullanarak dolarizasyon düzeyinin portföydeki varlıkların görece getirilerine ve risklerine bağlı olduğunu ortaya koymuştur. Akçay'a (1997) göre, para ikamesi modelleri iki farklı yaklaşımla başlamıştır. Bunlardan ilki, Miles (1978), Joines (1985) ve Thomas (1985) tarafından geliştirilen iki aşamalı portföy seçim sürecidir. İlk aşamada kişiler para ve diğer varlıklar arasında servetlerini bölüştürüp ikinci aşamada servetin parasal kısmını paranın türevleri arasında paylaştırmaktadırlar. İkinci yaklaşım ise Cuddington (1983) tarafından geliştirilmiştir. Bu yaklaşımın farkı, kişilerin servetlerini para ve diğer varlıklara arasında eşanlı paylaştırmalarıdır.

Yeyati (2006), konuyla ilgili ilk çalışmalarda dolarizasyonun, para ikamesi olarak yorumlandığını, para ikamesine ilişkin standart modelde, yerli ve yabancı

paraya ilişkin nominal dengelerin , her bir para biriminin nominal faiz oranının bir fonksiyonu olduğunu belirtmiştir. Enflasyonun, nominal kurda karşılığını bulduğunu ve beklenen enflasyonun para ikamesini artırdığını Yeyati (2006) çalışmasında şu şekilde ifade edilmiştir:

$$c=f(i,i^*) \quad (1)$$

$$f'_1 < 0 \text{ ve } f'_2 > 0$$

c: yerli ve yabancı para büyüklüklerin birbirine oranı

i: yerli para faiz oranı

i*: dolar faiz oranı olmak üzere

Faiz oranı paritesi varsayımı altında, $E(\Delta e)$: beklenen devalüasyon oranı iken

$$i = i^* + E(\Delta e) \text{ ve} \quad (2)$$

$$c = f(i^*, E(\Delta e)) \text{ olmaktadır.} \quad (3)$$

Ancak bu görüş, 1990 sonrası dolarize ekonomilerde enflasyonun belirgin şekilde düşmesine karşın dolarizasyonun direnç göstermesiyle eleştiri almaya başlamıştır. Fiyat istikrarı sağlansa bile, geçmiş enflasyon, yüksek enflasyon beklentilerini sürdürecektir, bir nevi hafızada tutacaktır (Savastano, 1996). Böylelikle, dolarizasyon günümüz enflasyonundan ziyade geçmiş enflasyonun bir sonucu olmaktadır. Morales (2003) de benzer şekilde, Bolivya için dolarizasyonun nedenini, geçmiş hiperenflasyon yaşanan döneme ait verilerin o zamana ait enflasyon verilerine göre daha iyi açıkladığı sonucuna ulaşmıştır.

Yeni çalışmalar daha çok finansal dolarizasyon sonucu döviz kuru dalgalanmalarına olan duyarlılığa bağlı ortaya çıkan finansal kırılganlık, para ve kur

politikaları üzerindeki hükümet gücünün azalması konuları üzerinde durmaktadır (Ize ve Yeyati, 2003).

1.2.2 ‘Orijinal Günah’ Durumunun Varlığı

‘Orijinal Günah’ kavramı, bir ülkenin kendi ulusal parası cinsinden dış borçlanma yapamaması durumudur. Geniş kapsamlı ‘Orijinal Günah’ kavramı yerli para cinsinden dış borçlanmanın yapılamaması yanında, yurt içinde uzun vadeli borçlanmada da zorlanmasıdır. Ancak son çalışmalarda dar kapsamlı olarak yurtdışı borçlanmanın imkansızlığı üzerinde durulduğu görülmektedir. Bu kavram açıklanırken yerleşiklerin yurt içindeki dolarizasyon eğilimleri yerine yurt dışı borçlanmalarında kullandıkları para birimi üzerinde durulmaktadır. Şili, Macaristan, Hindistan ve Tayland’da yurt içi borçlanma tahvillerini dövize endekslemeden hükümetin uzun süreli borçlanabilmesine karşılık yurt dışı kendi paraları cinsinden borçlanmada bir aşama kaydedemedikleri görülmektedir (Eichengreen vd. 2003).

Yurt içi (yerel) dolarizasyonun nedenleri, dış yükümlülük dolarizasyonunun nedenlerinden farklı olmalıdır. Örneğin, süregelen yüksek enflasyonun varlığı yerel dolarizasyona neden olacakken, dış borçlarla ilişkilendirilmemektedir (Reinhart vd, 2003; Honig, 2009). Yerel dolarizasyonun geri döndürülebilirliği söz konusu iken gelişmekte olan ülkelerin dış yükümlülüklerinde ‘Orijinal Günah’ varlığı nedeniyle dolarizasyon devam etmek zorundadır (Eichengreen vd., 2002, Honig, 2009).

1.2.3 Minimum Varyans Portföyü

Ize ve Yeyati (1998), makroekonomik belirsizliklere bağlı olarak kur seçiminin yapıldığı bir portföy modeli geliştirmişlerdir. Bu modelde belirlenen portföy içindeki dolar miktarı, portföyde ‘olması gereken’ dolar miktarını vermektedir. Dolayısıyla modelin belirlediği minimum varyans portföyü, ekonomideki dinamiklere bağlı olarak şekillenmekte ve dolarizasyon için doğal bir kıstas oluşturmaktadır.

Minimum varyans portföyü şu şekilde belirlenmektedir (a.g.e.):

Yerli mevduat sahiplerinin portföyleri üç unsurdan oluşmaktadır:

- yerli para cinsinden yurt içinde tutulan mevduatlar (domestically held home currency deposits (HCD))
- yabancı para cinsinden yurt içinde tutulan mevduatlar (domestically held foreign currency deposits (FCD))
- yurtdışında sahip olunan yabancı para cinsinden mevduatlar (cross-border foreign currency deposits (CBD)).

Sayılan mevduatların reel getirileri de sırasıyla; r_D^H , r_D^F ve r^C ’ dir.

Kur riski dolayısıyla, dolar mevduat ya da krediler, yerli para mevduat ya da kredilerin tam ikamesi değildirler. Ülke riski nedeniyle yurt içinde tutulan mevduatlar da yurt dışında tutulanların tam ikamesi değildir.

μ_π , μ_s ve μ_c sırasıyla enflasyon, reel döviz kuru ve ülke riskine bağlı sıfır ortalamalı hata terimi, varyans kovaryans matrisi S_{ij} ve E beklenen değer operatörü iken:

$$r_D^H = E(r_D^H) + \mu_\pi + \mu_c \quad (4)$$

$$r_D^F = E(r_D^F) + \mu_s + \mu_c \quad (5)$$

$$r_D^C = E(r_D^C) + \mu_s \quad (6)$$

$$S_{sc} = S_{\pi c} = 0 \quad (8)$$

Mevduat sahiplerinin tercihleri:

$$U_D = E(r_D) - c_D \text{Var}(r_D)/2 \quad (9)$$

r_D : mevduat portföyünün ortalama reel getirisi

c_D : mevduat sahiplerinin riske karşı tutumları ($c_D > 0$)

$$\lambda_D = \lambda^* - \delta_D^I / h_D \quad (10)$$

$$\gamma = 1 - \delta^x / h_c \quad (11)$$

δ_D^I ve δ^x beklenen iç ve dış mevduat faiz diferansiyelleri olmak üzere:

$$\delta_D^I = E(r_D^H - r_D^F) \quad (12)$$

$$\delta^x = E(r_D^F - r^C) \quad (13)$$

h_D ve h_c volatilitesi düzeltilmiş riskten kaçınma davranışlarını göstermek üzere:

$$h_D = c_D V(r_D^H - r_D^F) = c_D (S_{ss} - 2S_{s\pi} + S_{\pi\pi}) \quad (14)$$

$$h_c = c_D V(r_D^F - r^C) = c_D \sigma_{cc} \quad (15)$$

λ^* , minimum varyans portföyü içinde belirlenen dolar oranını göstermek üzere:

$$\lambda^* = [V(r_D^H) - \text{Cov}(r_D^H, r_D^F)] / V(r_D^H - r_D^F) \quad (16)$$

Dolayısıyla, dolar mevduatların oranı olarak kendini gösteren kur seçimi, sadece iç faiz oranları diferansiyellerinin varyansı olarak ölçülen kur riskine bağlı olarak şekillenmektedir.

Nominal faizlerin sözleşme süresince sabit kaldığı varsayıldığında, reel getirilerdeki belirsizlik, fiyat ve kur düzeyinin volatilitelerinden kaynaklanmaktadır.

R_D^H ve R_D^F , yerli ve yabancı para cinsinden nominal mevduat oranları, π enflasyon oranı, e ve s nominal ve reel kurdaki değişim oranı olmak üzere minimum varyans portföyünün getirdiği dolar düzeyi enflasyon ve reel kurun volatilitelerinin bir fonksiyonu olarak tanımlanabilmektedir.

$$r_D^H \simeq R_D^H - \pi \quad (17)$$

$$r_D^F \simeq R_D^F + s \quad (18)$$

$$s = e - \pi \quad (19)$$

$$\lambda^* = \frac{V(\pi) + \text{Cov}(\pi, s)}{V(\pi) + V(s) + 2\text{Cov}(\pi, s)} \quad (20)$$

λ^* , portföyde bulunması gereken MVP'nin işaret ettiği dolar düzeyini vermektedir. 20 numaralı eşitlikten görüldüğü gibi, portföyde bulunması gereken

dolar miktarı enflasyon ve reel kurun varyans ve kovaryansları ile ilişkilidir. Bir başka deyişle, kişilerin dolar tercihi, enflasyon ve reel kurun düzey değerlerinden değil dalgalanmalarından etkilenmektedir.

Ize ve Yeyati (1998), MVP'nin gösterdiği dolarizasyon düzeyinin gerçekleşen dolarizasyonu belirlediğini ortaya koymuştur. Mevduat ve kredilerin dolarizasyonu ödünç verilebilir fonlar piyasasında karşılıklı ilişki içersindedir. Bu ilişki MVP çevresinde dengeye ulaşmaktadır. MVP, olması gereken dolarizasyonunun enflasyonun varyansı ile pozitif fakat kurdaki aşınmanın varyansı ile negatif ilişki içersinde olduğunu göstererek makroekonomik politikalar ile bağlantı kurmaktadır. Temel çıkış noktası, kişilerin portföy oluştururken yerli para ve kur dalgalanmalarına bakmaları, enflasyon ve kur riskini minimize edecek belirli ağırlıkları seçmeleridir.

Görece dalgalanmaların önemine bağlı olarak, bu yaklaşım, başarılı stabilizasyon programlarının varlığına rağmen yüksek ve kalıcı finansal dolarizasyonun varlığını açıklama şansı vermektedir. Bu programlar döviz kuru şoklarını yok edici politika önerileri içermedikleri takdirde MVP değişmeyecektir (a.g.e.).

Dolarize ekonomilerde sıklıkla görülen bir başka durum da döviz kuru riski ile geri ödenmeme riskinin arasındaki yüksek korelasyondur. Bu nedenle, reel döviz kuru dalgalanmaları, geri ödenmeme riskinin varlığına bağlı olarak yerli para cinsinden portföylerin görece dalgalanmalarını da etkilemektedir. Böylelikle, her iki yaklaşıma da dayanan bir argüman geliştirilebilir. Özellikle portföy tercihleri, dolar cinsinden varlıkların hedge amaçlı kullanılmasındaki görece çekiciliği modellemeye

çerçeve sağlamaktadır. Diğer yandan, reel kur şoklarına bağlı geri ödenmeme senaryosunun ve kurları dikkate almayan düzenlemelerin varlığı bu ‘görece çekiciliklerin’ etkilerini arttırmakta ve MVP’nin dolar kompozisyonuna yeni anlamlar yüklemektedir (a.g.e.).

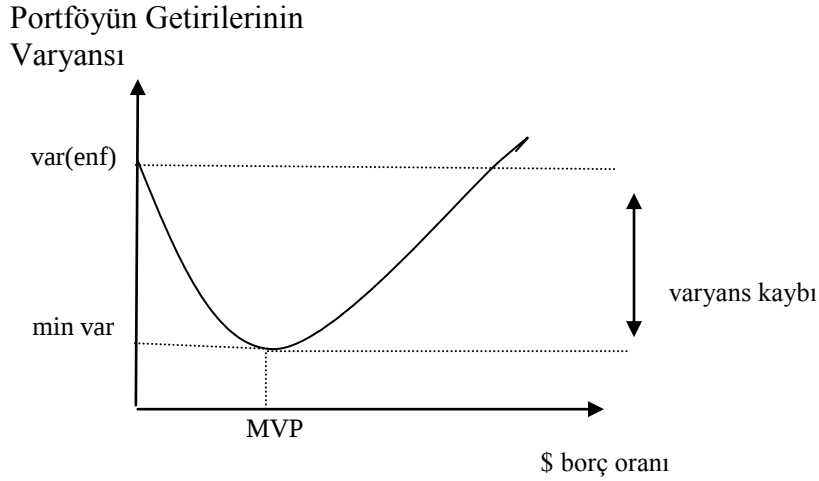
Bu tartışmaların odağında birbiriyle çelişen iki temel nokta bulunmaktadır: Enflasyon hedeflemesi ve kurun dalgalanma korkusu. Birincisinin etkin şekilde uygulanması finansal dolarizasyonu azaltabilir. Dalgalanma korkusu ise, dolar varlıkları daha çekici hale getirerek ters yönde etkide bulunabilir.

Pek çok çalışmada dolarizasyonun nedenlerini açıklayıcı farklı teoriler geliştirilmiş olsa da ana faktörün yerli paradaki beklenen değer kaybının olduğu açıktır. Yüksek düzeyde döviz açık pozisyonu pek çok ülkenin finansal istikrarsızlığına neden olarak gösterilmektedir. Makroekonomik kırılganlıklar, varlık ve yükümlülükler arasındaki vade uyumsuzlukları, sermaye yapısı uyumsuzlukları (borç ve özsermaye) ve kredi riski ortaya çıkartan zayıf varlık kalitesi içinde kendini gösterebilir. Bu etkenlerin yaratacağı sıkıntılara karşı önlem almak kuşkusuz politika yapıcıların temel amaçlarından. Alınacak önlemlerin etkinliği için ise dolarizasyonu ortaya çıkartan temel faktörler bilinmelidir.

İze ve Yeyati (2003) Arjantin, Bolivya, Peru, Meksika ve Uruguay’ı inceledikleri çalışmalarında MVP ile belirlenen dolar oranının gerçekleşen dolarizasyonu iyi derecede tahmin ettiğini ortaya koymuşlardır. Buna göre, serbest dalgalanan kur rejimi ile birlikte uygulanan enflasyon hedeflemesinin fiyatların

volatilitesine oranla reel kur dalgalanmasını arttırarak finansal dolarizasyonun azalmasına yol açacağını belirtmişlerdir.

Şekil 2: Portföy Varyansının Optimal Düzeyi



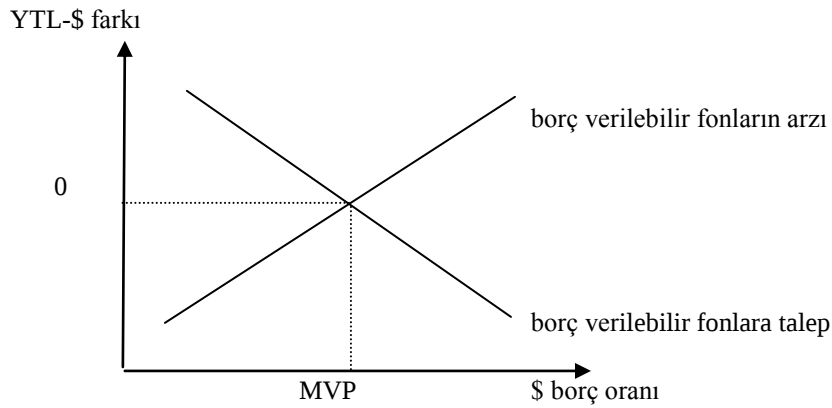
Kaynak: Inter-American Development Bank, 2004, 'Unlocking Credit: The Quest For Deep And Stable Bank Lending', <http://books.google.com.tr/books?id=5IMTxWGjn6gC>

Şekil 2’de görüldüğü gibi, dolarizasyonu kısıtlamanın finansal gelişmeye etkisinin optimal portföyde yalnızca yerli para varlıklara hareket etmenin getirdiği daha fazla varyans ile açıklanmaya çalışılmıştır. Buradaki kayıp, enflasyonun varyansı ile MVP’nin işaret ettiği varyans arasındaki farktır. Finansal gelişme üzerinde dolarizasyon kısıtlamasının etkisi, mevduat sahiplerinin optimum portföyden sadece yerli para cinsi varlıklara ne kadar kayacağına, başka deyişle daha yüksek varyansa sahip olacaklarına bağlıdır.

Eğer dolar borç oranı sıfır bise, portföy getirisinin varyansı enflasyon varyansına eşit olur. Dolar borç oranı arttıkça belli bir düzeye kadar portföy varyansı düşer ki o düzey MVP’dir. Eğer dolarizasyon kısıtlanırsa bu durumda portföyden

dolar oranının azaldığı derecede portföyün varyansı artacaktır. Dolayısıyla fiyat belirsizliklerinin olduğu durumda dolarizasyon, borç alanlar ve verenler arasında optimal risk dağılımını sağlamaktadır. Dolarizasyon oranının fazla olması durumunda da risk artar, şekilden de görüldüğü üzere varyans kaybı artar. Böylelikle hükümet garantilerinin, kamunun çeşitli riskleri üstlenmesinin riskin optimal dağılımını bozmaktadır. Aynı şekilde, borç verenlerin portföy tercihlerine limit koyarak dolarizasyonu kısıtlamak da kredilerin reel getirilerinin varyansını artırarak finansal sektörün gelişimine ket vurmaktadır.

Şekil 3: Fon Piyasasında MVP

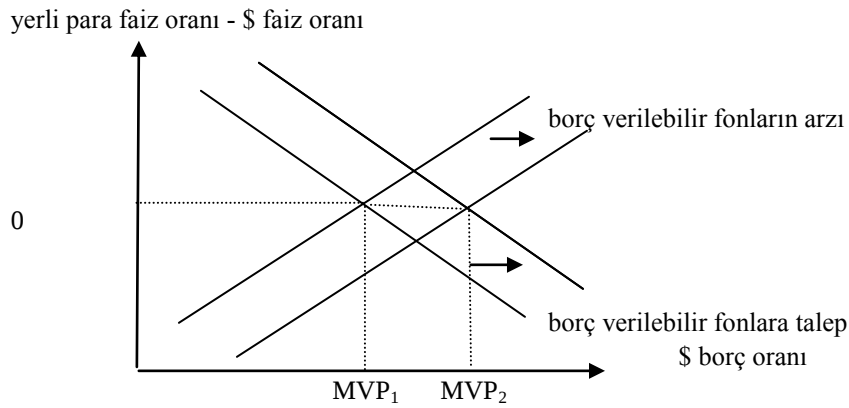


Kaynak: Inter-American Development Bank, 2004, 'Unlocking Credit: The Quest For Deep And Stable Bank Lending', <http://books.google.com.tr/books?id=5IMTxWGjn6gC>

Eğer ki dolar kredilerin getirisinin yerli para kredi getirilerine göre artacağı bekleniyorsa kredi verenlerin portföyünde daha fazla dolar bulunur. Borç alanlar ise tam aksi yönde, dolar görece pahalı olduğundan portföylerindeki payını azaltırlar. Eğer faiz oranı farkının (spread) sıfır olması beklentisi var ise, borcun optimal oranı sadece enflasyon ve reel döviz kurunun görece varyanslarına göre belirlenir. Bu da Şekil 3'teki MVP düzeyidir. Borç alan ve veren aynı tercihlere, dolayısıyla aynı

MVP'ye sahip olur ve denge MVP'sinde fon arz ve talebinde dengesizlik olmaz böylelikle pazar temizlenir. Bundan dolayı MVP, olması gereken dolarizasyon düzeyi için ölçüt oluşturmakta ve makroekonomik denge ile bağlantı kurmaktadır. Olması gereken dolarizasyon, enflasyonun varyansı ile pozitif fakat kurun varyansı ile negatif ilişki içerisindedir.

Şekil 4: Enflasyon Artışının Etkisi



Kaynak: Inter-American Development Bank, 2004, 'Unlocking Credit: The Quest For Deep And Stable Bank Lending', <http://books.google.com.tr/books?id=5IMTxWGjn6gC>

Herşey sabitken enflasyonun varyansındaki artış eğrileri sağa kaydırır, denge MVP düzeyi de değişmiş olur. Yerli para krediler riskli hale geleceğinden tercihler güvenli dolar kredilerden yana kullanılır. Fiyatlardaki belirsizliğe karşı bir güvence vermesinden dolayı, parasal istikrarsızlık içindeki ülkelerde dolarizasyonu kısıtlayıcı müdahaleler mevduatların ülke dışına çıkmasına ve finansal araçların azalmasına neden olabilir. Kur uyumsuzluğundan kaynaklanan potansiyel tehlikeler ile küçük yerel yatırımcıların sistemde yaratacağı maliyet yüklerinin dengesi dedolarizasyon tartışmalarındaki temel noktadır.

Riskten kaçınmanın olmadığı durumda yatırımcılar ve borç alanlar için sadece beklenen getiriler önemlidir. Yatırımcı riskten kaçınmıyor ise getirisini en düşük risk ile en yüksek düzeye çıkaran portföyü tercih edecektir. Portföy tercihi MVP'nin belirlediği dolar cinsinden varlıkların oranı kadar olacaktır. Bu düzey de λ^* dır.

Denge durumu λ^* dan farklı bir noktada oluşmuş, diğer bir deyişle gerçekleşen dolarizasyon MVP'den farklılaşmış ise kredi ve mevduatların dolarizasyonları faiz değişikliklerine farklı cevaplar vereceklerdir. Şöyle ki, yerli paranın lehine faizlerde bir değişim olursa yerli para mevduatlar yabancı para mevduatlara göre, dolar krediler de yerli para kredilere göre daha cazip hale gelmektedir. Dolayısıyla mevduat dolarizasyonu MVP'nin altına düşerken kredi dolarizasyonu MVP'nin üzerine çıkmaktadır. Faiz farkları haricinde MVP'den sapmalar başka nedenlerden de kaynaklanmaktadır. Hükümetler makroekonomik politika değişiklikleri yaparak, portföy dağılımlarının altında yatan belirsizlik ve dalgalanmaları değiştirebilmektedir (Yeyati ve Ize, 2003). Dışsal bir şok sonucu kurda büyük bir devalüasyon olduğunda bu durum genelde çıktı düzeyinde de büyük bir düşüşle beraber gerçekleşmektedir. Reel gelirlerin düştüğü bir ortamda, yüksek getiri oranına sahipse dolar, mevduat sahipleri için güvenli bir liman olacaktır (Nicolo vd., 2003). Böylelikle MVP'nin çok ötesinde bir dolarizasyon gerçekleşebilmektedir.

Portföy tercihi ve dolarizasyon oranları CAPM modelinin bir versiyonudur. CAPM yaklaşımından hareketle MVP'nin dolarizasyonun güçlü bir açıklayıcısı

olduğunu fark edilmektedir. Aynı zamanda bu model, bir çok denge durumunu ve hükümet politikasının Pareto iyileştirmesi yapacağını ima etmektedir. Ancak, finansal dolarizasyonu açıklamada MVP'nin kullanılması, riskin paylaşılması karşısında eksik pazar hipotezlerine dair hiç ya da çok az bilgi sunmaktadır. Bunun nedeni, iki hipotezin birbiriyle uyumsuzluğu ve CAPM benzeri teorilerin bireysel portföy tercihleri üzerine kurulurken, eksik pazar varlığının bireysel tercihlerden farklı olarak 'sistemik' gerçekleşmesidir (Adrian vd., 2006)

λ^* , enflasyon volatilitesi ile yükselip reel döviz kurunun volatilitesi ile düşmesinden dolayı enflasyon hedeflemesi ve dalgalı kur politikası düşük dolarizasyon düzeyini getirmektedir. Ancak enflasyonu düşürürken uygulanan kur politikası daha hızlı bir stabilizeyi getirmekteyse dolarizasyon sürecinin tersine çevrilmesi başarısız olur. Parasal kontrolün kaybedilmesiyle döviz krizinin birlikte oluşması gibi, parasal kontrolün hükümetçe tekrar düzeltilmesiyle birlikte reel döviz kurunda da bir denge durumu söz konusu olmaktadır. Dahası, otoriteler para politikalarının düzenlenebilmesi için kurun denge bozucu etkilerinden arınabilmek amacıyla kur hedeflemesine gidebilmektedirler. Latin Amerika ülkeleri, stabilizasyon dönemleri sonrası enflasyon volatilitesindeki düşüşün yararlarının reel kurdaki düşüş sonucu silinmesinin iyi birer örnekleridir. Tablo 1'de enflasyondaki düşüşe rağmen dolarizasyonun düşmediği ülkeler sunulmuştur.

Tablo 1: Enflasyon ve MVP Arasındaki İlişki

	Dönem	Enflasyon	MVP	Dolarizasyon
Arjantin	1986-1990	88.75	89.15	78.37
	1991-1995	5.20	78.48	71.65
Bolivya	1985-1989	58.45	94.88	88.02
	1990-1995	2.94	89.90	90.81
Macaristan	1988-1992	5.67	37.67	23.96
	1993-1995	5.44	43.21	39.95
Meksika	1983-1987	17.45	49.46	44.62
	1988-1995	5.95	28.72	33.30
Peru	1986-1990	110.29	91.99	84.79
	1991-1995	11.24	78.94	80.48
Uruguay	1986-1990	16.16	91.86	90.99
	1991-1995	11.58	89.46	86.33

Kaynak: Ize,A., Yeyati,E.L., 2003, Journal Of International Economics, 59

Tablo 1’den görüleceği gibi enflasyon düşmesine rağmen finansal dolarizasyon MVP’ ye bağlı olarak yüksek seyretmeye devam etmektedir. Bu da para ikamesi görüşünün sunduğu enflasyon nominal değerinin dolarizasyon üzerindeki etkisi görüşünü çürütmektedir.

Morales (2003), Bolivya’daki MVP ölçümlerinde, enflasyon olmayan son 10 yıla göre hiperenflasyona ilişkin eski verilere ait dönemlerin analize dahil edilmesiyle, mevcut dolarizasyon düzeylerinin daha iyi tahmin edildiğini ortaya koymuştur.

Rennhack ve Nozaki (2006) dedolarizasyonun , enflasyon belirsizliğine karşı geliştirilen rasyonel bir tepki olduğunu belirtmiştir.

Sermaye akımları, vergi politikaları ve kamu borçlanması da gerçekleşen dolarizasyon ile MVP'nin farklı olmasına yol açmaktadır. Sermaye akımları ve kamu borçlanmasının dolarizasyon üzerindeki etkisi dolarizasyonun çeşidine göre farklılaşmaktadır. Para politikasına bağımlı ya da bağımsız olarak sermaye akımları, dolar bolluğu yaratarak kredi dolarizasyonunu artırırken yerli para cinsinden faizlerin artmasıyla mevduat dolarizasyonunu düşürür. Dolayısıyla mevduat dolarizasyonundaki azalış her zaman risk algısındaki farklılaşmadan kaynaklanmayabilir. Kamunun borçlanmasını dolarizasyonu düşürme amaçlı yerli paraya kaydırması, banka bilançolarının simetrik yapısı nedeniyle başarısız olacaktır. Yerli para faiz oranlarının dolara görece aratması, mevduat dolarizasyonunu düşürürken, kredi dolarizasyonunu artırır. Yerli para varlıklar üzerindeki verginin düşürülmesi banka bilançosunun her iki yanındaki dolar varlıkları düşürücü etki yapar ancak yurt dışı faiz oranları daha cazip hale gelerek sermaye çıkışları başlar ve finansal aracılık azalır. Aynı etkiler dolar mevduat ve kredilerin yasaklanmasıyla da ortaya çıkabilir. Meksika(1982), Peru (1985) ve Bolivya (1982) 'de dolar varlıkların yerli paraya zorunlu dönüşümü aynı sonuçları vermiştir. Aksine, yerli para üzerindeki verginin veya faiz oranlarındaki tavanın kaldırılması, her iki dolarizasyonu düşürürken finansal aracılığı da artırıcı etki yapmaktadır (Morales, 2003).

1.2.4. Yeni Yaklaşımlar

İze ve Yeyati (2005), finansal dolarizasyon literatürünü üç paradigmaya ayırmaktadır: Portföy seçim yaklaşımı, kredi riski, finansal çevre. Portföy seçim yaklaşımına göre, finansal dolarizasyon, kişilerin portföy getirilerinin varyansını

minimize ettikleri portföy tercihlerinin bir sonucudur. Bu yaklaşımda, yerli para cinsinden varlıkların getirileri yerel enflasyona bağlı olarak dolar varlıkların getirileri ise reel döviz kuru riskine bağlı olarak belirsizdir. Kredi riski yaklaşımında ise, risk nötr iktisadi birimlerin, ahlaki çöküntü ve asimetric bilgi ile artan geri ödememe riski karşısında takındıkları tutum sonucu ortaya çıkmaktadır. Üçüncü yaklaşımda ise, finansal dolarizasyon, yerli pazar ve yasal eksikliklerin sonucunda oluşmaktadır. Yatırımcı/hane halkı sektörleri MVP yaklaşımına göre mevduatlarını değerlendirirken, risk nötr firmalar borçlanmalarını ikinci yaklaşıma göre şekillendirmektedirler. Dolayısıyla bu yaklaşım, mevduat ve kredi dolarizasyonun nedenlerini farklı açıklamaktadır. Yatırımcı ve firmaların farklı tutumları da bankaların sadece iki grup arasında aracı olduğunu, son çıktı üzerinde etkisi olmadığını ve faizlerin iki grup arasındaki etkileşimin sonucu olduğunu ortaya koymaktadır (Ize, 2005).

Broda ve Yeyati (2003), finansal dolarizasyonun nedenlerini anlamak için iki yaklaşım geliştirmiştir. İlk yaklaşım düzenleyici otoritenin altını çizmektedir Eğer, mevduat garantisi altında, yüksek mevduat garanti oranı var ve dolar mevduatlara karşı herhangi bir farklı uygulama yok ise, bankacılık sistemi döviz kuru riskini fiyatlama kararlarını içselleştiremeyecektir ve yanlış fiyatlama yapacaktır. Döviz kuru riski ile bankaların ödeme gücü arasındaki korelasyonun yüksek olduğu bir ekonomik çevrede, ki bu durum yükümlülükleri dolarize olmuş ekonomilerde belirgindir. Bankalar yerli para mevduatlar karşısında yüksek maliyet taşıyan dolar mevduatların maliyetini yüklenmede yerli paranın değer kaybı durumunda zorlukla karşılaşacaklardır. Risk nötr mudiler, yerli para-dolar faiz farkı talep ettikçe fonları

dolar cinsinden dağıtmak bankalar açısından daha karlı olacaktır bu da mevduat dolarizasyonunu destekleyecektir. Bu durum, kurlar arası ayrımı imkansızlaştıran mevduat sigortası garantisi arttıkça daha da güçlenecektir. Mevduat sigortası, kapsama alınan dolar mevduatların oranı yükseldikçe yatırımcıların talep ettiği yerli para-dolar faiz farkını genişletecek ancak bankalar hala kötü senaryoda dolar fonlamanın yüksek maliyetini içselleştiremiyor olacaklardır. Aslında, mevduat garanti fonunca sağlanan açık garanti, hükümetin sistematik riskten korunmak için sağladığı örtülü garantidir. Bu argüman açıkça hükümetin, finansal krizlerden korunmak için borç yapılandırma ve sermaye güçlendirme programları aracılığıyla mutlaka ekonomiye müdahale edeceği düşüncesine dayanmaktadır.

Ayrıca, bilançonun öbür yanında örtülü veya açık mevduat sigortasının varlığı, finansal araçların yerli para cinsinden projelerde tüm kur riskini kreditoörlere aktarmalarından kaçınmayı teşvik etmektedir. Bu durum, banka ve firmaların bilançolarındaki kur uyumsuzluklarını arttırmakta ve döviz kuru riski ile ödenmeme riski arasındaki korelasyonu yükseltmektedir. Sonuç olarak, bankalar dolar fonlamanın maliyetlerini yüklenmede isteksiz davranacaklarından mudiler açısından dolar varlıklar daha cazip hale gelecektir.

Dolarizasyonun nedenlerini inceleyen ikinci yaklaşım portföy yaklaşımıdır. Bu yaklaşıma göre, finansal dolarizasyonun anahtar elementi enflasyon ile paranın reel değer kaybındaki görece dalgalanmadır. Ize ve Yeyati (1998) varlık ikame modeli kullanarak geliştirdikleri minimum varyansı sağlayan portföy, mevduat ve kredi dolarizasyonunun derecesini tahmin etmektedir. Bu portföy, enflasyon ve

paranın reel değer kaybındaki dalgalanmaların bir fonksiyonudur. Böylelikle MVP, finansal dolarizasyonun derecesini ölçmede ve politika kararlarından etkilenen makro ekonomik değişkenlerle ilişkilendirmede doğal kıstas olmaktadır.

Barajas ve Morales (2003), dolarizasyonun nedenleri  grup altında toplamışlardır. Bunlar; finansal gelişmişlik, makro ve bankacılıkla ilişkili açıklamalardır.

Finansal gelişmişlik açıklamalarında, finansal piyasaların düşük derecede gelişmişliği ve eksik rekabet yapısı borçlananların daha fazla yabancı para kredi talebine neden olmaktadır. Ekonomik birimlerin dolar borçlanma eğiliminin, yerli finansal piyasaların gelişmemişliği sonucu oluştuğu ileri sürlmüşür. Cabellero ve Krishnamurthy (2000) de yerli finansal piyasaların gelişmemişliği durumunda ekonomik birimlerin dolar kredilere yöneldiklerini göstermiştir. Bir firmanın yerli para cinsinden borçlanması bir ‘put-option’ satın alması ile aynı karakterdedir. Kötü durum senaryosu gerçekleştiğinde yani büyük bir devalüasyon olduğunda, yerli para cinsinden aynı miktar borç ödenir. Firmanın ödediği opsiyon primi, yerli para ile yabancı para cinsinden borçlanma arasındaki faiz oranı farkıdır. Yerli finansal kısıtlar sonucu primin düşük değerlenmesi, neden dolar cinsinden borlanıldığını açıklamaktadır. Bu şekilde borçlanmanın boyutu finansal gelişmişliğin derecesi ile ilişkilidir.

Makro ilişkili açıklamalar, ahlaki çöküntüden kaynaklanan pazar ya da borçlananların kararlarını etkileyen kredibilite eksikliklerine dayanmaktadır. Burnside vd. (1999), döviz kurunun sabitlenmesinin, dolar borlananlara açık sigorta

sunarak ahlaki çöküntü oluşturduğunu göstermişlerdir. Hükümetlerin yerli şirketlerin finansal sıkıntıdan kurtulmalarını sağlamaya yönelik işlemleri ile örtülü sigorta oluşmaktadır. Hükümet garantisinin varlığı, devalüasyona karşı kur riskini hedge etme gerekliliğini elimine etmekte ve bankaları kur açık pozisyonlarını büyütme konusunda cesaretlendirmektedir. Daha fazla kazanabilmek için açık pozisyonları büyürken, kredilerin kalitesinde bir düşüş yaşanmaktadır. Jeanne (2002), yerli paranın kredibilitesinin olmayışının yerli firmaları yabancı para cinsinden borçlanmaya ittiğini, bunun da borcu geri ödeyememe durumunda büyük kayıplara yol açtığını göstermiştir.

Bankacılıkla ilişkili açıklamalar, bankaların optimizasyon çerçevesini kullanarak varlık ve yükümlülüklerin dolar cinsinden tutulduğunu açıklamaya çalışmaktadırlar. Bu açıklamaların temeli, Ize ve Yeyati (1998)'nin kur seçiminin banka bilançolarının her iki tarafınca belirlendiği CAPM üzerine inşa edilmiş varlık ikame modelidir. Bu modele göre, tam rekabetin ve aracılık maliyetlerinin olmadığı durumda kar maksimizasyonu için bankalar, kredi ve mevduatların dolarizasyon derecesini belirleyen MVP düzeyini gerçekleştirmelidir. Minimum varyans portföyüne belirlenen dolarizasyon düzeyi, enflasyon ve reel döviz kuru değişimlerinin görece volatilitelerine bağlıdır. Döviz kuru varyansındaki artış, dolar varlıkların hedging yararlarını azalttığı için dolarizasyonu düşürücü etki yapmaktadır. Kredi ve mevduat dolarizasyonundaki farklılıklar, sermaye girişlerinden, vergilendirme ve mevzuattan kaynaklanmaktadır.

Barajas ve Morales(2003), Morales (2003), Yeyati (2006), Ize ve Yeyati (2005), Nicolo vd. (2003), Cowan (2006), Bacha vd.(2007), Honig (2009) MVP'yi ölçüm aracı olarak kullanan çalışmalardan bazılarıdır.

Catao ve Terrones (2000)'e göre dolar krediler, devalüasyon riski yükseldikçe, yabancı para faiz oranları düştükçe, karşılıklı ticaret imkanları arttıkça, bankalar için daha çekici hale gelmektedirler. Yönünü ve büyüklüğünü tam tahmin etmek güç olsa da dolarizasyonu belirleyen unsurların dolarizasyonun başlangıç düzeyi, kredi pazar yapısı, geri dönen kredilerin oranı ve aracılık maliyetleri olduğu belirtilmiştir. Eğer tüm riskler uygun şekilde faiz oranları içinde fiyatlandıysa dolar cinsinden 'fazla' borçlanmanın hedge edilmiş olsun olmasın endişeye yer bırakmamaktadır. Yazarlara göre, gelişmiş piyasalarda dahi kur dalgalanmasının, zamanlamasının ve büyüklüğünün tahmin edilmesinin zorluğuna rağmen, kur belirsizliği tek başına dolarizasyon aleyhinde veya tarafında tavır göstermeye yeterli değildir.

BÖLÜM II

DOLARİZASYONUN EKONOMİYE ETKİLERİ

Dolarizasyon, ortaya çıktığı ülkenin makroekonomik koşullarına göre farklı etkilere yol açmaktadır. Gelişmiş ülkelerde entegrasyona da bağlı olarak mevcut araçların şekillenmesi olarak ortaya çıkarken, gelişmekte olan ekonomilerde enflasyon nedeniyle yerli paranın sürekli değer yitirmesi sonucu portföy düzenlemelerinin yabancı para birimi lehine değişmesi sonucunu doğurmaktadır. Gelişmiş ülkelerin gelişmiş finans piyasaları düzenlemeleriyle birbirinin alternatifi pekçok finansal varlık oluşturmuştur ki bunlar da paranın ikamesidir, para tanımını flulaşmıştır.

Gresham yasasına göre kötü para iyi parayı dolaşımdan kovarken günümüzde tersi geçerli olmaktadır. Yüksek enflasyona maruz kalmış ülke parası yerine daha istikrarlı bir para biriminin kullanılması uluslararası finansal ilişkilerde rasyonel bir davranış olarak görülmeye başlanmıştır. Günümüzde başlangıçta düşük güvene sahip ülke parası, rezerv para olarak adlandırılan paralara yönelik talebin artmasına yol açmaktadır. Bu da, yerli para üzerinden yüksek kazançların elde edilmesine olanak sağlayan bir ortam yaratır ve yurt içi ve dışına çıkışları özendirerek rezerv para birikimlerinin artmasına yol açar. Bu ise Gresham Yasası olarak adlandırılan oluşumun tersine dönmesi ve yeni ekonomik sistemin oluşumuna ortam yaratması demektir (Mourmouas ve Russel, 2000).

2.1 Dolarizasyonun Ekonomiye Olumlu Etkileri

Yaşanan krizler sonrası dolarizasyonun zararları üzerinde durulduğundan yararları genelde göz ardı edilmiştir ancak, pek çok taraftarı da bulunmaktadır. Dolarizasyonun ekonomiye taşıdığı riskler kadar faydaları da literatürde tartışılmakta olduğundan bir karşıtlık veya taraftarlıktan söz edilebilmektedir. Karşı olanlar finansal kırılganlığın getirdiği sonuçlar, kur uyumsuzluğunun ters bilanço etkisi nedeniyle krizlere yol açması ve senyoraj gelirlerinin kaybı üzerinde dururken taraf olanlar finansal derinleşmeyi sağlaması ve dolarizasyon sürecinin globalizasyonun doğal bir sonucu olduğu üzerine vurgu yapmaktadırlar. Özellikle tam dolarizasyona geçiş ya da para kurulu uygulamasını savunanlar konuyla ilgili pek çok neden ortaya koymaktadırlar.

Tam dolarizasyon, döviz ve ödemeler bilançosu krizlerinden kaçınmayı mümkün hale getirebilmektedir. Ulusal para olmadığında, hızlı bir değer kaybı olasılığı olmadığı gibi, devalüasyon korkusunun motive ettiği ani sermaye kaçışları da bertaraf edilmektedir. Dolarizasyon ayrıca, düşük işlem maliyetleri ile desteklenen, ABD ve global ekonomi ile daha yakın entegrasyon ve dolar cinsinden fiyat istikrarının sağlanması gibi faydalar da sağlamaktadır. Üstelik enflasyonist finansman olasılığını kesinlikle göz ardı edilirse dolarizasyon, kurumları güçlendirebilmekte ve yatırımları arttırabilmektedir (Berg ve Borensztein, 2000).

Chang (2000), ‘Dolarizasyonun temel iki yararı; ülkenin yabancı para kredi maliyetlerini azaltması ve hükümet politikalarının güvenilirliğini artırmasıdır. Ancak

bu yaralar getirdiği maliyetlerine değecek midir? Bu sorunun cevabı net değildir’ şeklinde tereddütlerini belirtmektedir.

Arteta’ya (2003) göre ise, dolar mevduat ve kredilerin varlığı, geçmişte yüksek istikrarsızlık ortamında bulunmuş finansal araçlara yardımcı olmakta ve demonatize³ olmalarını engellemektedir. Makroekonomik istikrarsızlık yaşayan ülkelerde dolar hesaplara izin verilmez ise mevduat sahipleri, tasarruflarını yerli bankacılık sisteminde tutmaya yanaşmayacaklardır. Bu durumda bankaların kredi arzı da düşecektir. Bu bağlamda, finansal dolarizasyon ile finansal sıkıntı zamanlarında mevduat ve kredi arzına müdahaleler azaltılabilmektedir. İkinci olarak finansal dolarizasyon, krizlerin toplam çıktı üzerindeki etkisini azaltabilmektedir. Mevduatların çoğunlukla yerli para cinsinden olması durumunda kurların yukarı hareket etmesi, yatırımcıları ciddi etkileyecektir. Tersine, mevduatların dolar cinsinden olması durumunda ve bankacılık krizlerini önleyici etkenlerin varlığında hanehalkı geliri ve dolayısıyla tüketimi üzerinde kriz, daha az bir etkiye sahip olacaktır.

Benzer şekilde kredi dolarizasyonu, kur riskinin stabilize edici şekilde dağıtılmasını sağlamaktadır. Dolar krediler, kur riskinin bankalardan firmalara aktarılmasına, böylelikle firmaların risk yönetim becerilerinin ve hedging faaliyetlerinin gelişmesine neden olmaktadır. Ancak bankalar, çoğunlukla gelirleri dolar cinsinden olan kredi değeri yüksek firmalara dolar kredi vermeye yoğunlaşırlarsa da geri ödenmeme riski var olmaya devam edecektir. Finansal

³ Paranın dolaşımdan ayrılması, çekilmesi

dolarizasyon, uluslararası sermaye piyasalarına entegrasyon ve daha fazla finansal enstrüman olanağı sunarak aracılık faaliyetlerinde etkinliği arttıracaktır. Uluslararası sermaye piyasalarına daha fazla entegrasyon, aynı zamanda bankaların finansal sıkıntı durumlarında, aksaklıkları hafifletebilmede hayati olan yönetim becerilerini de geliştirmektedir (a.g.e.).

Mendoza (2001), Meksika verilerinin analizinden elde edilen sonuçlarda, politika belirsizliğinin giderilmesinin gelir üzerinde olumlu etkisi bulunmuş ve bu sonuçlar üzerinde, yükümlülük dolarizasyonun anahtar rol üstlendiği belirtilmiştir. Analiz sonuçlarına göre dolarizasyonun gelişmekte olan ekonomilere sağladığı iki büyük fayda bulunmaktadır. İlki, dolarizasyonun, ülke içinde uygulanan stabilizasyon politikalarının kredibilite eksikliğinden kaynaklanan fiyat ve gelir bozukluklarını engellemesidir. Dolarizasyonun ikinci yararı da, bili ve kurumsal fraksiyonlara ayrılmayı azaltarak finansal piyasaların etkinliğine katkı sağlamasıdır.

2.2 Dolarizasyonun Ekonomiye Olumsuz Etkileri

Dolarizasyon, genelde ülkedeki ekonomik birimlerin yüksek enflasyon ortamında ulusal paranın değer kaybından korunmak amacıyla, ulusal para yerine yabancı para cinsi mali varlıkları tercih etmeleri sonucu ortaya çıkmaktadır. Dolarizasyonun; makroekonomik belirsizlikten ya da finansal entegrasyondan kaynaklandığı düşünülmekte ancak oluşturduğu sıkıntılar nedeniyle de ekonomideki kırılganlıkların kaynağı olmaktadır. Hükümetin, bankacılık sisteminin, diğer finansal kurumların ve bankacılık dışı özel kesimin bilanço uyumsuzlukları, dolarizasyonun getirdiği ekonomik sıkıntıların temelini oluşturmaktadır.

Dolarizasyonun boyutunun tam olarak ölçülememesi de finansal sisteme yönelik tahminleri zorlaştırmaktadır. Ülkelerin ne derece dolarize olduklarının bulunmasının önündeki en büyük engel dolaşımdaki yabancı para miktarının bilinmemesidir. Varlık ve para ikameleri, geçmiş enflasyon düzeyi ve devalüasyonlardan etkilenmektedir. Kısmi dolarizasyon arttığında, efektif para arzı yerli para arzından daha geniş olmakta ve para otoritelerince daha zor kontrol edilebilir olmaktadır. Dolarizasyon, sadece yerli para politikasını daha az etkin yapmamakta aynı zamanda aktif kur müdahalelerini daha tehlikeli hale getirmekte ve mali sonuçlar da doğurmaktadır. Yabancı para değişimler, vergiden kaçınmanın maliyetlerini azaltıp kayıt dışı ekonomiyi geliştirmektedir (Feige ve Dean, 2002).

Dolarizasyon sürecinin ekonomiye olumsuz etkileri, para politikalarının kontrolünün zorlaşması, verilen dolar kredilerin geri ödenmeme riski oluşturması, sektörel kur uyumsuzluklarının varlığının tüm ekonomiye bulaşabilme ihtimali ve finansal kırılganlığın artarak finansal krizlere uygun bir ortamın oluşması olarak tanımlanabilmektedir.

2.2.1: Para Politikalarının Kontrolde Tutulamaması

Bir ülkenin bağımsız para politikasının temel faktörü ulusal parasıdır. Ancak para otoritelerinin açık ekonomilerde kişileri tek bir para birimi kullanmaya zorlamaya güçleri yetmemektedir. Geleneksel olarak dolarizasyonun temel nedeni, ulusal paranın devalüasyonu ve buna bağlı enflasyondur. Ulusal para değer yitirdikçe kişiler bir ikamesini aramaya başlarlar. Bu ikame değerli eşyalar, metaller de olabilir ancak en yaygını diğer ülkelerin durağan para birimleridir. Bir başka deyişle, ulusal

paranın satın alma gücü yabancı paraya görece düştükçe finansal işlemlerde yabancı paranın payı artma eğilimi göstermektedir.

Makroekonomik açıdan bakıldığında dolarizasyonun varlığı, hedeflerin uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Yabancı bir para birimi, ekonomik sisteme dışsal bir değişken olarak girdiği için politika düzenleyicilerin doğrudan yetki alanı dışında kalmaktadır.

Dolarizasyonun varlığında ilk olarak bütçe açığı finansmanı her şey sabitken daha enflasyonist olur çünkü yabancı para yerlinin yerini almıştır. Sonuç olarak mali açığın kapatılması daha yüksek bir para tabanı büyümesi gerektirir. İkinci olarak varlık ve yükümlülüklerin uyumsuzluğu ve gelirini iç piyasadan yerli para cinsinden elde edenlerin yabancı para borçlarını geri ödeme gücünün azalmasıyla ortaya çıkan bankacılık krizinin ortaya çıkma olasılığı artar. Üçüncü olarak para veya varlık ikamesinden hangisinin daha çok olduğuna bağlı olarak dolarizasyonun yapısı, döviz kuru seçimini ve parasal büyüklüklerin belirlenmesini, para politikası araçları olarak zorlaştırır.

Para otoriteleri, ulusal para güçlü bir şekilde varlığını koruduğu müddetçe reel sektöre yönelik sürpriz uygulamalar yapabilme olanağını elinde bulundurmaktadır. Dolarizasyon yerli parayı yabancı parayla değiştirerek para otoritesinin elinden aldığı bu gücü yabancı bir otoriteye devretmektedir. Yabancı otorite de aldığı kararlarda o ülkenin ve yerleşiklerinin refah açısından faydasını gözetmeme lüksüne sahip olabilmektedir (Mendoza, 2001).

2.2.2 Geri Ödenmeme Riski Oluşturması

1989 yılında Türkiye’de döviz işlemleri ve sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır. Ancak döviz kredisi kullanma yetkisi kazancı döviz cinsinden olanlar ile sınırlandırılmış, kazancı döviz cinsinden olmayanlara ise dövizde endeksli kredi kullanma imkanı oluşturulmuştur. Dolar kredilere literatürde özel önem verilmesinin nedeni dolar kredilerin örtülü olarak farklı riskler taşımasıdır.

Yerleşiklere ait dolar mevduatları kabul eden bankalar kur riski üstlenmiş olmaktadır. Kazancı yerli para cinsinden olanlara dolar kredi verdiği zaman banka, kur riskini hedge edememekte kur riskinin yerini dolar kredilerin geri ödenmeme riski almaktadır. Dolayısıyla, döviz kurunda büyük bir dalgalanma olması bankaların dağıttıkları kredileri geri toplayamamaları sonucu parasını çekmek isteyen mevduat sahibinin istediğini de karşılayamayarak para kanallarının tıkanmasına neden olabilmektedir.

Döviz kurundaki bir sıçrama doğrudan kredilerin reel değerini etkilemektedir. Özel kesimin aldığı kredileri geri ödeyememe durumu bankacılık sistemine de yansımakta, bankaların aktif pasiflerinin uyumsuzluğu kendilerini krize sürüklemektedir. Literatürde döviz kurları ve bankacılık krizlerinin bir arada yaşanması, çifte krizler olarak adlandırılmaktadır. Bankalara uygulanan sıkı düzenleyici kontrollerin, özellikle açık kur pozisyonları ile ilgili olarak, rapor edilmeyen türev işlemleri nedeniyle etkin olamadığı gözlemlenmektedir. Yurt içi dolar yükümlülükleri yüksek olan bankalar yabancı para pozisyonlarını dolar kredi vererek ya da yurtdışında dolar varlık edinerek dengelemektedirler. Karlılıklarını ve

risk düzeylerini koruyabilmek yurt içi kredi vermeyi, kredi riski yaratmamak adına bankalar belli bir noktada son vermelidir.

Bankaların fonları üretim, yatırım olanaklarına aktarma-dağıtma işlevinden ötürü sistemdeki bir bozulma; kredi, tüketim, yatırım ve üretimde büyük düşüşlere yol açabilmekte, iflaslara neden olabilmektedir. Bankalar kredi riskini değerlendirmede uzmanlaşarak asimetrik bilgi problemlerini çözmektedirler. Bankalar borç ödeme güçlüğüne olduklarında bu bilgi sermayesi kaybolur. Yerleşiklerden dolar mevduat kabul ettiklerinde döviz kuru riskini de kabul ederler. Bankalar gelirlerini yerli para cinsinden kazanan firmalara dolar kredi verdiklerinde kur risklerini hedge etmez sadece dolar kredilerin geri dönmeme riskiyle yer değiştirmiş olurlar. Başka bir deyişle, yerli firmalara dolar kredi vermek geri dönmeyen kredilerin kaynağı olmakta, potansiyel bankacılık krizlerine yol açmaktadır. Dolayısıyla hem mevduatların hem de kredilerin dolarizasyonu, gelişmekte olan ülkelerde bankacılık krizlerinde rol üstlenmektedirler (Honig, 2006).

Sistemik risk, mudilerin bankaların bir döviz krizi çıkması durumunda yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini düşünmeleri nedeniyle, yerli bankacılık sistemindeki dolar mevduatların risk primlerini yükseltecektir. Bu durum yerli bankalarda mevduat şeklinde tutulan ‘yerli dolarlar’ için geçerlidir. Döviz kurunun aşırı yükselmesi karşısında varlık fiyatlandırma ayarlamaları mümkün değilse ve likit dolar yükümlülükler dışarıdaki likit dolar varlıklarla desteklenmemişse sürdürülebilir konvertibilite imkansızlaşır. Bunun yanı sıra likit dolar rezervleri de tükenmiş olursa merkez bankasının likidite desteği gerekebilir. Dalgalı döviz kuru rejimlerinde merkez bankaları yerli para cinsinden likit desteği bankalardan dolar mevduatların

bozdurulması sırasında sağlayabilir. Ancak sabit bir kurdan çevrim yok ise bu desteğin döviz kuru üzerindeki etkisi durumu şiddetlendirici olabilmektedir.

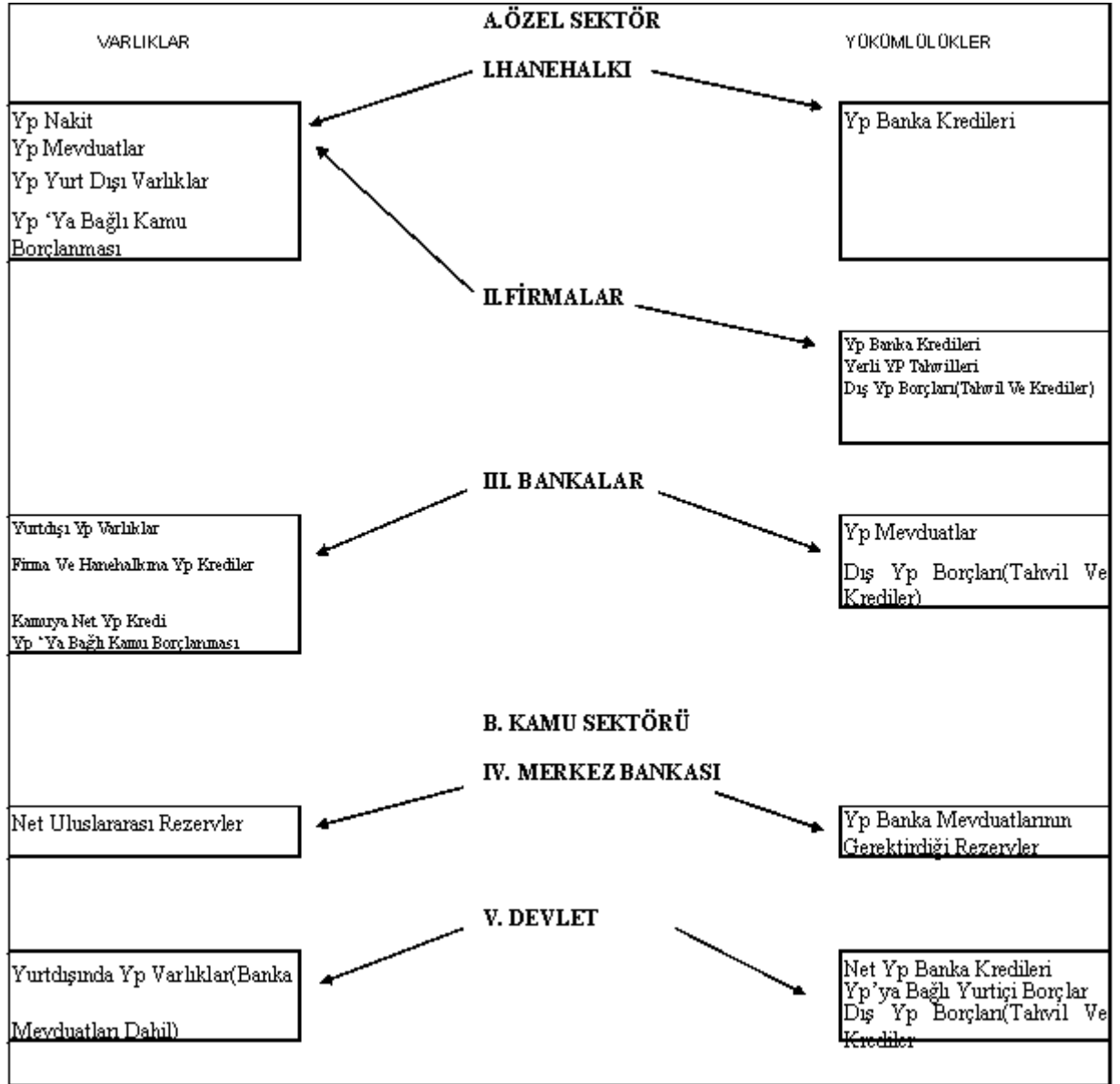
1982 Meksika krizi, genişleyen mali bütçe açığı ve kamu borçları, zayıf ve net olmayan para ve kur politikaları sonucu makroekonomik kontrolün kaybedilmesi ile başlamıştır. Ticari bankaların kamudan alacakları, mali krizin bankacılığa yayılmasında doğrudan transfer kanalı oluşturmuştur. Benzer süreç 2001 Arjantin krizinde de yaşanmıştır. Her iki durumda da dolar mevduatları zorunlu olarak tezgah üstü piyasa kurlarından çevrilmişlerdir. Açıkça likidite ve borç ödeyememe krizleri yakın ilişkilidir. Borç alanların ve bankaların ödeme kabiliyetlerinin azalması ile kredi riski, kur dalgalanmaları ile mudilerin mevduatlarını çekme risklerinin artması ve devalüasyon birbiriyle iç içedir. Mevduat garantisi her ne kadar panik kaçıışları engellese de ahlaki çöküntüye neden olan bir uygulamadır. Çünkü, bankaların riskleri ayırt etme yeteneklerini köreltmekte ve varlık portföyünün riskini yansıtmayacak ölçüde borçlanmasına neden olmaktadır. Ancak Ize ve Yeyati (2003), bankaların sadece düzenleyici kuralların gereği olarak kur pozisyonlarını düzenlemediklerini aynı zamanda, riski doğrudan üstlenmekten kaçındıkları için çabaladıklarını belirterek bir nevi bankaların geri dönmeyen kredileri kur riskine tercih ettiklerini ortaya koymuş olmaktadır.

Dolayısıyla, kredilerin geri ödenmeme riskine karşılık Türkiye'deki yasal düzenlemeler gereği bankaların yurt içi teşkilatları ancak döviz kazandırıcı faaliyetleri bulunan kişi ve kurumlara döviz kredisi kullanılabilmektedir.

2.2.3 Sektörel Kur Uyumsuzlukları

Reinhart vd. (2003), yükümlölük dolarizasyonunun, özel sektör ve kamunun yabancı para cinsinden borçlanarak gelişmekte olan ölke piyasalarını kırılgan hale getirdiğini belirtmişler ve ekonomideki tüm birimlerin bilançolarında mevcut olabilen yabancı para kalemleri Şekil 5'te ortaya koymuşlardır. dolarizasyonun para politikasına ve döviz kurları üzerine etkilerini araştırmışlar ve beklenilenin aksine yüksek dolarizasyonun parasal kontrol ve dezenflasyon için bir engel oluşturmadığını bulmuşlardır. Yine de belli bir düzeydeki dolarizasyonun döviz kuru intibakını artırarak 'dalgalanma korkusu' yaratmasının ise daha büyük bir problem olduğunu belirtmişlerdir.

Şekil 5 : Ekonomik Birimlerin Yabancı Para Bilanço Kalemleri



Kaynak: Reinhart, C.M., Rogoff,K.S., Savastano, M.A., 2003, Addicted To Dollars, NBER Working Paper Series 10015

Sol üstteki dört kutu, firma ve hanehalkının sahip olduğu yabancı para varlıkları göstermekte ve geleneksel kısmi dolarizasyon literatürünün konusunu oluşturmaktadır. Aksine yeni literatür sağ sütunun içeriği ile özellikle de hanehalkı, firma ve kamunun dış yabancı para yükümlülükleriyle ilgilenmektedir. Farklı ekonomik aktörlerin yabancı para yükümlülüklerine ilişkin sektörel verileri ve bunlar

arası bilanço bağlantıları pek çok ülke için mevcut değildir. Az sayıda sayısal çalışma ise dış yabancı para yükümlülüklerin sayısal tahminleri yerine döviz kurunun fiyatlara intibakı gibi, indirekt ölçütler ile yapılmıştır.

Reinhart vd. (2003) çalışmalarında, dolarize ekonomileri dört gruba ayırmaktadırlar. Öncelikle kriter olarak her bir ülke için bileşik endeks oluşturmuşlardır. Yabancı para banka mevduatlarının geniş para arzına oranı, dış borçların gayri safi milli hasılaya oranı ve yabancı para cinsinden ya da yabancı paraya endeksli iç kamu borcunun tüm kamu borcuna oranlarının normalleştirilmiş toplamını kullanarak oluşturulmuş bir indekstir. Her bir oran için 0 ile 10 arasında bir puan verilerek her bir ülkenin 0 ile 30 arasında bir derecede kısmi dolarizasyon büyüklüğünü bulmak mümkün olabilmektedir. Ayrıca dolarizasyonun türlerine göre de bir ayrıma gidilmesi için, yerel dolarizasyon düzeyi ve özel sektörün dış borçlanma miktarı olarak iki kriter kullanılmıştır. Yerel dolarizasyon için yabancı para mevduatların geniş para arzına oranı ve yabancı para cinsinden ya da yabancı paraya endeksli iç kamu borcunun tüm kamu borcuna oranına bakılmış ve ülkeler her iki oranı da %10'un altında olanlar ve en az biri %10'u geçenler olarak ikiye ayrılmışlardır. Aynı şekilde, toplam dış borç içerisinde özel sektörün borç oranı %10'un altında olanlar ve %10'u geçenler olarak ikiye ayrılmışlardır. Bu iki kritere göre oluşturulmuş dolarizasyon çeşitleri Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2: Kur Uyumsuzlukları Açısından Dolarizasyon Çeşitleri

	Toplam dış borç içerisinde özel sektörün borç oranı %10'un üstünde olanlar	Toplam dış borç içerisinde özel sektörün borç oranı %10'un altında olanlar
Yabancı para mevduatların para arzına oranı ya da yabancı para cinsinden ya da yabancı paraya endeksli iç kamu borcunun tüm kamu borcuna oranı %10 ve üstünde olanlar	ÇEŞİT I	ÇEŞİT II
Yabancı para mevduatların geniş para arzına oranı ve yabancı para cinsinden ya da yabancı paraya endeksli iç kamu borcunun tüm kamu borcuna oranı %10 altında olanlar	ÇEŞİT III	ÇEŞİT IV

Kaynak: Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., Savastano, M.A., 2003, Addicted To Dollars, NBER Working Paper Series 10015

Tablo 2'den de görüleceği üzere, yerel ve dış yükümlülük dolarizasyonun birlikte varlığı Çeşit I'i; ağırlıklı olarak yerel dolarizasyonun bulunması Çeşit II'yi; dolarizasyonun ağırlıklı olarak dışsal yapıda olması Çeşit III'ü ve yerel dolarizasyonun düşük olması yanında dış borçların da ağırlıklı olarak kamuya ait olduğu dolarizasyon çeşiti de Çeşit IV'ü oluşturmaktadır. Tablo 3'te seçilmiş ülkelerin dolarizasyon indeksleri ve çeşitleri görülmektedir.

Tablo3: Seçilmiş Ülkelerin Dolarizasyon İndeksleri ve Çeşitleri

Çeşit I	
Arjantin	20
Azerbaycan	6
Bolivya	22
Brezilya	7
Hong Kong	7
Kazakistan	7
Kırgızistan	11
Macaristan	9
Lübnan	14
Peru	16
Polonya	6
Tacikistan	13
Türkiye	13
Çeşit II	
Bulgaristan	19
Ermenistan	9
Gürcistan	9
Mısır	8
Özbekistan	5
Pakistan	9
Rusya	11
Türkmenistan	9
Ukrayna	8
Vietnam	11
Çeşit III	
Çin	2
Malezya	7
Meksika	5
Singapur	2
Güney Afrika	2
Tayvan	1
Tayland	9
Çeşit IV*	
Hindistan	-
İran	-
Tunus	-

Kaynak: Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., Savastano, M.A., 2003, Addicted To Dollars, NBER Working Paper Series 10015

*Çok küçük miktarlarda dolarizasyon gerçekleştiğinden sunulmasına gerek duyulmamıştır.

Bilanço analizi, yükümlölük ve varlıkların yapısına baēlı uyumsuzlukların sektörel düzeyde ele alınıp olası kırılganlıkların analizini amaçlamaktadır. Uyumsuzluklar çeşitli şekillerde olabilir (Billmeier ve Mathisen,2006):

- Varlık ve yükümlölüklerin para birimlerine baēlı olarak kur riskine açık olmaları
- Varlık ve yükümlölüklerin vade uyumsuzluğu
- Sermaye yapısı uyumsuzlukları(borç-sermaye uyumsuzlukları)
- Zayıf varlık kalitesi (kredi riski)

Yakın tarihin pek çok finansal krizi, ekonominin çeşitli sektörlerindeki bilanço uyumsuzluklarından kaynaklanmaktadır. Bunlar; hükümetin, bankacılık sisteminin, diēer finansal kuruluşların veya bankacılık dışı özel sektörün bilançolarıdır. Kriz zamanlarında bu uyumsuzluklar faiz ve döndürülebilme riskleri ile etkilenir ve likidite ya da borçları çevirebilme problemlerine yol açabilirler. Bilanço analizinde önemli bir nokta da, sektörel bilançolarda yükümlölüklerin sektör içi varlıklarla uyuşmaması ve sektörlerarası bilanço bağlantıları aracılığıyla bu kırılganlıkların diēer sektörlerle de yayılmasıdır (a.g.e).

Dolarize finansal sistemler hem borç ödeyebilme hem de likidite krizleriyle karşı karşıyadırlar. Borç ödeyebilme açısından, temel risk büyük devalüasyonlarda kur uyumsuzluğunun varlığıdır. Kur uyumsuzluğu, bankaların bilançolarını doğrudan veya dolar kredi portföylerinin kalitesini bozarak dolaylı olarak etkileyebilmektedir.

Kur uyumsuzluğunun kapsamı, finansal ve reel dolarizasyon arasındaki makas ile daha da artmaktadır. Finansal dolarizasyon geniş çaplıyken çoğu fiyat ve ücretler yerli para cinsinden belirlenmeye devam ediyorsa reel ve finansal işlemler farklı para birimlerinden yapılıyor demektir. Bu durum özel sektörle sınırlı olsa bile büyük dalgalanmaların etkisi büyük olabilir. Bu durum, vergi gelirleri yerli para cinsinden olan fakat kısa dönemli borç servisini durağan bir paraya bağlamak istediğinden dolar borçlanan hükümetler için de geçerlidir. Eğer ki yerli bankacılık sisteminin kamudan alacağı çoksa, bu sektördeki borçları ödeme gücünü acilen bankacılığa sıçrayacaktır. Bu açıdan döviz kurunun intibak hızı⁴ çok önemlidir. Dolarizasyon, döviz kurunun intibakını arttırarak ‘dalgalanma korkusu’na neden olmaktadır (Reinhart vd, 2003). Döviz kurunun intibak hızının, nakit akımlarının çeşidine göre farklılaşmasından hareketle sektörler arası durum da incelenmiştir. Çünkü, döviz kazancı olmayanların yabancı para cinsinden borçlanmalarının kurdaki dalgalanmanın etkisiyle ters bilanço etkisine yol açarak bir kırılganlık kaynağı oluşturdukları da ortaya konmuştur.

Bankaların dolar toplayıp bu dolarları yerleşiklere dolar cinsinden borç vermelerinin sonucunda, dağıtılan kredilerin döviz riski değil, tüm kredilerin yol açtığı moral hazard problemi ile kalitenin düşmesi sonucu kredilerden kaynaklanan geri dönmeme riski bulunmaktadır. Kur uyumsuzluğu açısından özellikle döviz kazancı olmayanların açık pozisyonlarının⁵ ödenmeme riskinin bankalara kredi riski

⁴ Bir birim devalüasyon olduğunda ithal fiyatlarının artış derecesi kurların intibak hızıdır. Bu; =1 ise döviz kurlarındaki değişim tamamiyle ithal fiyatlarına yansıyor demektir.

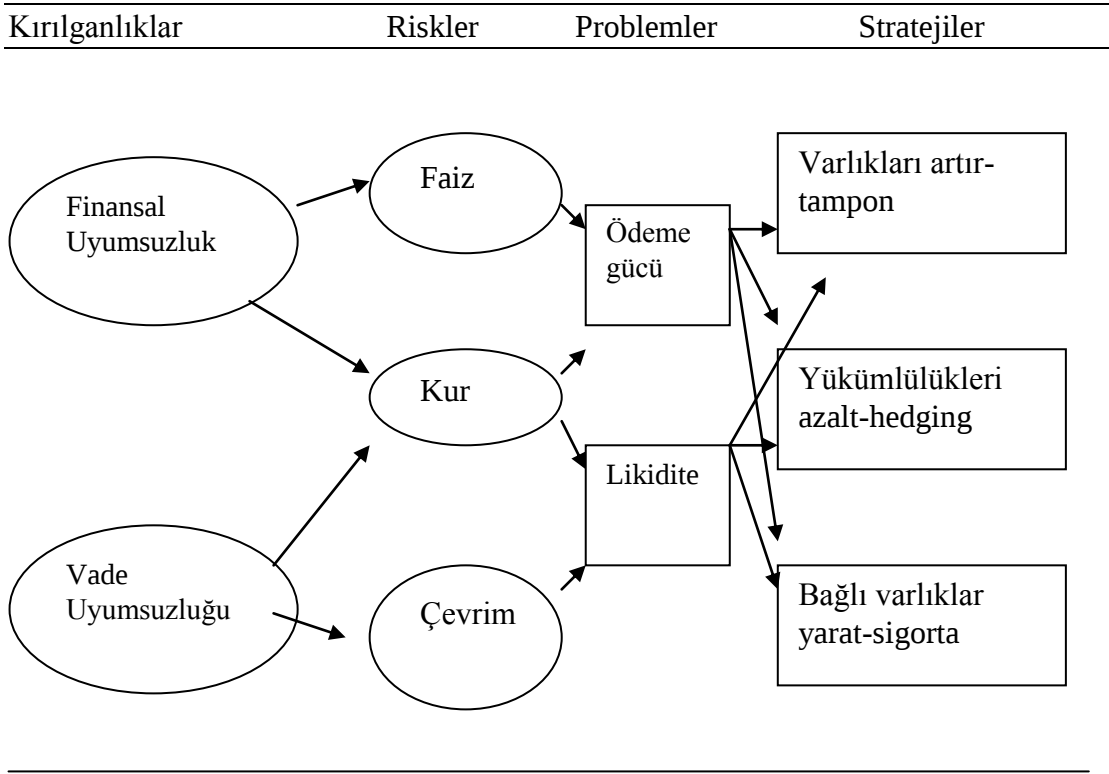
⁵ Döviz açık pozisyonu, genel anlamda firma değerinin kur değişimlerine duyarlılığı olarak tanımlanabilmektedir. Beklenmedik kur değişimi, yerli para cinsinden beklenen nakit akımlarını etkileyerek firmanın pazar değerini değiştirecektir.

olarak yansıması ile üstlenilen riskin tanımı değişmiş olmaktadır. Yatırımcı açısından ise Torre ve Schmukler'in (2004) belirttiği gibi; dolar cinsinden sözleşmeye giren yatırımcı, reel döviz kurlarında beklenmedik bir devalüasyona karşın ödeme gücünün zayıflaması pahasına hem reel faiz oranları (enflasyon) hem de reel faizlerin neden olduğu ödenmeme riskinden korunmuş olur. Böylelikle, dolar borçlanırken faiz riskini döviz kurları kaynaklı ödeyememe riski ile değiştirilmektedir.

Benzer şekilde, yerli para ile kısa dönemli borçlanırken yatırımcı, döviz kuru riskini reel faiz oranları kaynaklı geri ödeyememe riski ile değiştirmektedir. Bu bağlamda; doların çifte görev üstlendiği söylenebilmektedir. Şöyle ki; mevcut durumda reel faiz oranları reel döviz kurlarından daha volatil ise riskten kaçınan yatırımcılar portföy tercihlerini dolardan yana kaydıracaklardır. Böyle bir eğilim olduğunda, bir yandan reel faizlerdeki belirsizlikle mücadele gücü olan borç veren ve alanlar diğer yandan, borçlunun kapasitesinin beklenmedik reel faiz artışlarından yalıtıldığı, böylelikle borç verenin reel faiz kaynaklı ödenmeme riskinden korunduğu bir durum var olacaktır. Benzer nedenlerle, mevcut çevre koşulları tersine döndüğünde diğer bir deyişle, reel kurların varyansı, reel faizlerin varyansından yüksek olursa, portföy tercihleri yerli para cinsinden sözleşmelere yönelecektir.

Ekonomide kur uyumsuzluklarından kaynaklanan kırılganlıklar, kırılganlıkların getirdiği riskler ve bu risklerin oluşturduğu problemler ile ortaya çıkan bu problemleri azaltmaya yönelik üç strateji Şekil 6'da sunulmuştur (Billmeier ve Mathisen, 2006).

Şekil 6: Bilanço Kırılganlıklarının Analizi



Kaynak: Billmeier, A., Mathisen1, J., 2006, 'Analyzing Balance-Sheet Vulnerabilities in a Dollarized Economy: The Case of Georgia, Working Paper No:06/173, International Monetary Fund.

Varlıkları artırmak herhangi bir şok için tampon oluşturmaktır. Tampon olarak, likit varlıklar ve rezervler, sermaye ve pozitif yabancı para nakit akımı sağlanabilir.

Hedging, bir ekonominin ya da sektörün ters şoklara karşı duyarlılığını azaltmaya yarayan mekanizmadır. Hedge olanakları, prensip olarak simetrik sonuçlar getirerek kayıplar kadar kazançları da karşılamaktadırlar.

Sigortalar: belirli olaylara bağlı olan ve zamana bağlı bir maliyetle gelen varlıklardır. Sigorta mekanizması kompleks maliyet-yarar uygulamalarını barındırıp tampon oluşturma ve hedging olanakların mükemmel olmayan tamamlayıcılarıdır.

Üç stratejiden bir ya da birkaçını sağlayabilen ülkeler kendilerini korumaya alıp vade ve kur uyumsuzluklarının getirdiği olumsuz etkilerden kaçınabilmektedirler.

Adrian vd. (2006) ise, gelişmekte olan ülkelerde hedging pazarlarının gelişmemiş olmasından dolayı açık pozisyonu olanların kurdaki dalgalanmalar karşısında savunmasız kalacaklarına vurgu yapmıştır.

2.2.4. Finansal Kriz Olasılığında Artış

Kriz tanımı, birçok alanda kullanılmakla birlikte, herhangi bir alanda kullanılırsa kullanılsın ele alınan bir değişkenin ortalama değerinin üzerinde ve kabul edilebilir sınırların ötesinde bir değişim göstermesi durumudur. Dünyanın pek çok ekonomisinde farklı finansal krizler meydana gelmiştir. 1929 büyük buhranı, 1994 Meksika krizi, 1997 Asya krizi, 1998 Rusya krizi ve 2008 Amerika Mortgage piyasasında ortaya çıkan krizler tüm dünya ülkelerini etkilemiştir. Literatürde ekonomik veya finansal kriz olarak adlandırılan sürecin bulaşma⁶ etkisiyle diğer ülkelere de yayılması son zamanlarda üzerinde en fazla tartışılan konulardan biri haline gelmiştir.

Uluslararası Para Fonu'nun 1998 yılında yayınladığı raporunda finans krizini döviz krizi ve bankacılık krizi olarak farklı başlıklar altında toplamıştır. Buna göre, döviz krizi, paraya yapılan bir spekülasyonun devalüasyona veya merkez

⁶ Ülkeler arası bağları ve ilişkileri kapsayarak bir ülkedeki döviz krizinin diğer bir ülkenin ekonomisini etkilemesidir. (Eichengreen vd., 1996)

bankasının parayı savunmak için büyük rezervler harcadığında ya da faiz oranlarını büyük miktarda yükselttiğinde gerçekleşmekte, bankacılık krizi ise, banka paniğinde ya da paniğin olma ihtimalinde bankaların yükümlülüklerini çevirememesi sonucu devletin müdahaleye mecbur kalmasında oluşmaktadır (IMF, 1998) .

Aktan’a (2003) göre ekonomik kriz, ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarmasıdır.

Rosier’e (1994) göre kriz, ulusal ekonomide dışsal nedenlerle patlak veren ve etkileri içsel nedenlerle yayılan bir taşkınlıktır. Rosier bu çalışmasında krizlere kuramsal ve tarihsel bir yaklaşım sunmuştur. Neo-klasik analizin temeli olan genel ekonomik denge ile ilgili Walrasçı kuram, tüm iktisadi ajanların eksiksiz bilgiye sahip olduklarını, tam rekabet koşullarında ücretler de dahil olmak üzere tüm fiyatların esnekliğini öngörür. Öyle ki, arz ile talep arasındaki uyum her pazarda (mal pazarı ve işgücü pazarı) fiyat oynamalarıyla sağlanır. Borsalarda olduğu gibi, arz ile talebin tam olarak kesişmesi elyordamı süreci ile sağlanır. Ama dengenin oluşması için gerekli olan böyle bir arz/talep uyumu süreci, bilgileri toplayabilecek ve elyordamı sürecini yönlendirebilecek bir tellalın varlığını öngörmektedir. Böylece çelişkili şekilde serbest Pazar ekonomisinin modeli olan genel denge modeli, merkezi ve eşanlı hareket eden bir pazarı temsil etmektedir. Bu ise kapitalist sistem değildir. Dolayısıyla neoklasiklerin kabul ettiği etkin işleyen sistemde krizler tesadüfi-konjonktürel dalgalanmalardır.

Avusturyalı iktisatçı Von Hayek ve ardılları, Keynesci politikaların piyasa faiz oranını düşürerek ‘kredi enflasyonu’ yaratmalarını çağımızın krizinin bir nedeni olarak görüp eleştirirler: tasarruf alışkanlıklarını değiştirmeksizin kolay kredi olanakları sağlayarak , talebi destekleyerek, yatırım maliyetini düşürerek, bu nedenle sermayenin getirisini yapay olarak artırarak enflasyona neden oldular.

Monetaristler, Keynes okulunun etkisi altındaki para politikalarını eleştirmektedirler. Serbest pazar ekonomisinin doğal eğiliminin denge olduğunu, dolayısıyla krizin olanaksız olduğunu öne sürerek tek tutarlı para politikasının paranın istikrar bozucu ve karışıklık yaratıcı hale gelmesini engelleyici politikalar olduğunu kabul ederler (a.g.e.).

Tarihsel açıdan bakıldığında, krize ilk giren ülke diğer bir deyişle kılavuz ülke, her zaman değilse de genellikle dünya çapında ekonomisi egemen olan ülkedir (a.g.e.). Dolayısıyla 19. yüzyılın birçok krizi için İngiltere, 20. yüzyılın krizleri için ABD, 1907’den itibaren kılavuz ülkelerdir. Bu durum şimdiden yüzyıl boyunca batı dünyasında aşamalı olarak meydana gelen merkez ülkelerdeki değişikliği de göstermektedir. Demek ki, diğer ekonomileri krize sürükleyen egemen ekonominin etkinliğidir. 1866 krizine kadar krizine kadar, krizler daha çok İngiliz ve Fransız kökenliydi. 1870’den sonra ise işler değişti, o zamana kadar İngiliz ve Fransız merkezli olan sanayileşmenin gelişmesi Amerika ve Almanya’ya kaydı. Bir yandan krizlerin merkezi yer değiştirirken, diğer yandan da ABD ve Almanya’da, Fransa ve İngiltere’ye oranla daha yoğun hale gelme eğilimi taşımaktaydılar.

Tablo 4 :Tarihsel Süreçte Tüm Dünyayı Etkileyen Krizler

Krizin Tarihi	Kılavuz Ülke	Krizin Nitelikleri
1825	İngiltere	Borsa krizi
1836	İngiltere	Mali kriz
1847	İngiltere	Döviz krizi
1857	ABD	Borsa krizi
1866	İngiltere	Bankacılık krizi
1873	Almanya-Avusturya	Borsa krizi
1882	Fransa	Borsa krizi
1890	İngiltere	Mali kriz
1929	ABD	Mali kriz
1994	Meksika	Mali kriz
1997	Güneydoğu Asya	Mali kriz
1998	Rusya ve Brezilya	Mali kriz
2008	ABD	Mali kriz

Kaynak: Rosier, B.,1994, İktisadi Kriz Kuramları, İletişim Yayınları. 1890 sonrası veriler yazar tarafından genişletilmiştir.

Krizlerin dünya ekonomik tarihinde oldukça önem arz ettiği görülmektedir. Feldstein ve Martin' e göre (2002) finans krizi riskini düşürmenin temel yolları şunlardır:

- Dolar cinsinden büyük borçlardan özellikle de özel sektör borcundan kaçınmak
- Paranın dalgalanmasını sağlayarak aşırı değerlenmesinin önüne geçmek
- Döviz rezervlerini önemli ölçülerde tutmak
- Kısa vadeli döviz yükümlülüklerini düşük tutmak
- Sağlam bir bankacılık sistemi sürdürmek

Görüldüğü gibi kur politikalarının önemine değinen, temelinde kurdaki istikrar yatan krizi önleyici maddeler kur politikasının ülke ekonomisi içindeki yerini göstermektedir.

Finansal krizler, döviz ya da diğer adıyla para krizleri, bankacılık krizleri ve ikiz krizler olarak ayrılmaktadır.

Para krizi olarak tanımlandığı da görülen döviz krizleri, teorik ve görgül çalışmaların pek çoğuna araştırma konusu olmuş tartışılmaya devam edilen konulardan biridir. Krugman'ın (1997) söylediği gibi; hala çözülememiş pek çok nokta vardır ve her bir yeni kriz ile yeni yapı bozları ortaya çıkmaktadır.

Döviz krizlerini açıklamaya yönelik modeller geliştirilmiştir. Bu modeller birinci, ikinci ve üçüncü nesil olarak gruplanmaktadır. Krizlerin çıkma ve üretilen modellerin zamanlarına bakıldığında literatürde oluşan modellerin ihtiyaçlardan çıktığı görülmektedir.

Birinci nesil modeller aynı zamanda kanonik modeller olarak da anılmaktadır. Sürdürülmesi mümkün olmayan mali politikaların sabit döviz kuru sisteminin çökmesine neden olduklarına vurgu yapan modellerdir. Krugman(1979) ve Flood ve Garber (1984) ile başlar ve dayanağını Henderson ve Salant (1978) 'ın altın piyasasında spekülatif saldırıları konu aldıkları çalışma oluşturmaktadır.

1970 ve 1980lerdeki krizleri açıklamak için birinci nesil modeller geliştirilmiştir. 90lara kadar krizleri açıklamada başarılı olmuşlardır. 1970 ve 1980lerdeki modellerde kriz, uygulanan sabit döviz kuru rejiminin çöküşüyle başlamaktadır. Spekülatif saldırı ve rezervlerin önemi öne çıkmaktadır. Spekülatörler, merkez bankasının sabit kuru sürdüremeyeceğini gördükleri zaman kazançlarını artırıcı spekülatif saldırıya geçerler ve rezervleri erimiş olan merkez bankası kuru sabitlemekte zorlanır. Rezervi çok olanlar için bile kuru sabit tutmak

zor iken genişleyici politika uygulayan, bütçe açıkları olan ekonomilerde durum iyice zorlaşır ve kurun devalüasyonu ile krize girilmiş olunur.

İlk kriz modellerinde kriz, sabit kur uygulayan ülkelerde ülke parasına karşı spekülasyon saldırısı olmasıyla ortaya çıkan yüksek dereceli devalüasyon ile başlasa da yeni gelişmelere bakıldığında serbest dalgalanan ülke parasının büyük ölçüde devalüasyona uğramasıyla da makroekonomik dengelerin bozulması sonucu başlayan krizlere döviz krizi adı verildiği görülmektedir. Yeni krizlerde, sabit kur rejimini sürdürebilmek için gerekli olan merkez bankasının döviz rezervlerinin erimesi sonucu sabit kurun sürdürülemezlikte dalgalanmaya bırakılmasının yerini, paranın fazla dalgalanmasını önleyici politikaların uygulanamaması almaktadır ki bu da dolaylı olarak rezervler ile ilişkilidir.

Birinci nesil kriz modellerinde finansal krizlerin ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler ve döviz kurunu sabit tutma arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığı savunulmaktadır. Sabit kur rejiminde hükümetin bütçe açıklarının finansmanı üzerindeki kontrolü ortadan kalkmaktadır. Hükümet para arzını özel sektörün elinde tutmak istediği miktarın üzerine çıkarttığında, ülkedeki özel yatırımcılar yabancı paraya yönelerek döviz kuru üzerindeki etki ile merkez bankası rezervlerinin ciddi oranda azalmasına neden olmaktadır (Krugman, 1979).

Birinci nesil modeller (kanonik) Krugman (1979) ile başlarlar. Varsayımsal durum sabit döviz kurunun uygulandığı durumdur. Krizler, sabit kuru sürdürmeye olanak tanımayan politikaların ürünüdür. Uluslararası rezervleri yeteri kadar olmayan ülkede sabit kuru sürdürebilecek imkan kalmaz ve ulusal para dalgalanmaya

bırakılır. Paranın dalgalanmasıyla yeni bir denge kuru oluşur ve ileriye dönük beklentilerini sabit kura göre ayarlayanların riskleri artar. Krugman'ın kriz modelinden uluslar arası rezervlerin, döviz kuru ve ödemeler dengesi gibi temel ekonomik parametreler üzerine kurulu olduğu, spekülasyon saldırıları⁷ önleyecek kadar rezerv yok ise sabit kuru sürdürmenin olanaksızlığı, kuru dalgalanması sonrası yeniden sabitlenmesi planlanıyor ise uluslararası rezervlerin sürdürebileceği bir düzeyde karar kılınmalı yada uluslararası rezervler mümkün olabildiğince artırılmalıdır.

1990ların başında Avrupa Para Sistemi kriz ortaya çıkınca ilk nesil kriz modellerinin krizlere ilişkin pek çok noktayı kaçırdığı ve yetersiz oldukları ortaya çıkmış ve Obstfeld (1994) ile ikinci nesil modeller başlamaktadır. Birinci nesil modellerden farklı olarak rezerv düzeyinin spekülasyon atakları üzerindeki etkisinin az olduğu, kendi kendini besleyen spekülasyon atakları üzerine kuruludur. Burnside vd.'ne, (2007) göre; ilk nesil modellerde sabit kur uygulamak için hükümet dışsal belirlenmiş bir kurala bağlı kalmakta iken, ikinci nesil modellerde hükümet açık belirlenmiş bir amaç fonksiyonunu maksimize etmekte ve bu maksimizasyon problemi hükümete ne zaman sabit kur uygulaması gerektiğini sunmaktadır. İkinci nesil modellerde, hükümetin sabit kuru sürdürmek ya da vazgeçmek gibi iki seçeneği vardır. Karar alıcılar ise beklentilerinin şekillendirmesiyle hareket ederler. Hükümet söz verdiği kredibilitiyi korumak ve makropolitikaları daha rahat uygulayabilmek adına sabit kur sistemini korumayı tercih eder. Ancak kuru korumak zor olduğundan zamanla karar alıcıların bekleyişleri sabit kuru sürdürülemediği yönünde değişir.

⁷ Spekülasyonların fiyata yönelik hareketleri ve yetersiz resmi rezervler sonucu, altın fiyatlarının devlet tarafından kontrol edilmesini olanaksız kılan spekülasyon hareketleri (Salant Ve Henderson, 1978).

Yeni kararlarını bu algıya göre ayarlayarak alanlar zaten kurun sürdürülmesini imkansız hale getirmiş olmaktadır.

Bleaney vd. (2008), döviz krizleriyle ilgili ikinci nesil modele ait çalışmalarında bankacılık sisteminden kaçışların döviz krizine yol açacağını (veya tam tersi) belirtmişlerdir. Bir sabit kur rejiminde, bankanın varlıklarının durumu, ve/veya kur rejimiyle ilgili bilgiler ikiz krizlere yol açabilmektedir. İkiz krizlerin oluşup oluşmaması, diğer mevduat sahiplerinin kararlarına ilişkin beklentilere göre ortaya çıkmaktadır. Diğer mudilerin de paralarını çekecekleri beklentileri hakim ise banka borçlarını ödeyememe riskine girmeden parasını çekmek isteyenler banka paniklerini başlatacaklardır. Sabit kur rejimi altında, kura dair olumlu beklentiye sahip olanlar yerli para cinsinden varlıklara, görece kötümser beklentiye sahip olanlar da dolar varlıklara yöneleceklerdir. Eğer döviz piyasasında kötü bir sinyal oluşursa, dolar mevduat sahipleri develüasyona karşı etkin bir şekilde sigortalandıklarını düşünerek bankadan paralarını çekmeyi düşünmeyeceklerdir. Ancak yerli para mevduat sahipleri, paralarını bankada tutmaktan daha çok beklenen getiriyi paralarını dolara çevirdiklerinde elde edecekler ise mevduatlarını çekmek için halen bir nedenleri olacaktır. Bu durumda bankalar, yerli para mevduatları dolar mevduatlara çevirmeyi teklif etseler de kurun ne kabul edileceği bir sorundur. Her durumda mevduat sahipleri ilk başta dolar mevduat alanlardan daha az kazanacaklardır. Yerli para mevduat sahipleri tercihlerini, bankadan paralarını alıp piyasada dolara çevirmek ya da bankanın kendilerine sunduğu o anki kurdan dolar mevduata çevirmek arasından yapacaklardır.

Üçüncü Nesil Modeller, devalüasyonlara bağlı bilanço etkilerini dikkate alan, finansal sektöre ilişkin sıkıntıları döviz krizleriyle ilişkilendiren modellerdir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki bankalar ve firmalar, bilançolarında kur uyumsuzlukları yaşamaktadırlar. Çünkü, yabancı para cinsinden borçlanıp yerli para cinsinden borç vermektedirler. Bankalar ve firmalar, ithal edilmeyen sektörel üreticilerin geliri devalüasyonlar ile düşeceğinden kredi riski ile karşı karşıyadırlar. Ayrıca, bankalar ve firmalar, uzun dönem projelerini kısa dönem borçlanma ile finanse etme eğiliminde olduklarından likidite şoklarına da açık durumdadırlar (Burnside vd., 2007).

Krizlerin bulaşma etkisi üçüncü nesil modeller ile önem kazanmıştır. Bulaşma, farklı ülkelerdeki finansal değişkenlerin yüksek korelasyon derecesinde birlikte hareket etmeleri durumudur. Krizlerin pek çok ülkeyi etkilemesinin temel nedeni bulaşma etkisidir. Krizlerin bir arada toplanmasının nedenleri üç başlık altında da incelenebilmektedir. Krizler ortak bir nedenden kaynaklanıyor olabilirler. Muson etkisi de denilen gelişmiş ülke ekonomilerindeki kaymaların gelişmekte olan ülkelerdeki krizleri tetiklemesidir. 1980lerde ABD faiz oranlarının artması Latin Amerika'da borç krizinde etkindir. Dışarıdaki gelişmeler krizlere katkıda bulunurken, bir ülkeyi krize karşı kırılgan yapan tüketim için aşırı borçlanma, kırılgan bir finans sektörü, esnek olmayan döviz kuru sistemi gibi yurtiçi ekonomik koşullar ve politikalardır. Krizlerin zaman içerisinde neden bir araya toplandığını açıklayan ikinci neden; bir ülkede olan kriz, ticaret veya sermaye piyasası bağlarıyla veya kredi veren kuruluşların portföylerinin birbirlerine bağlı olmasıyla (örneğin

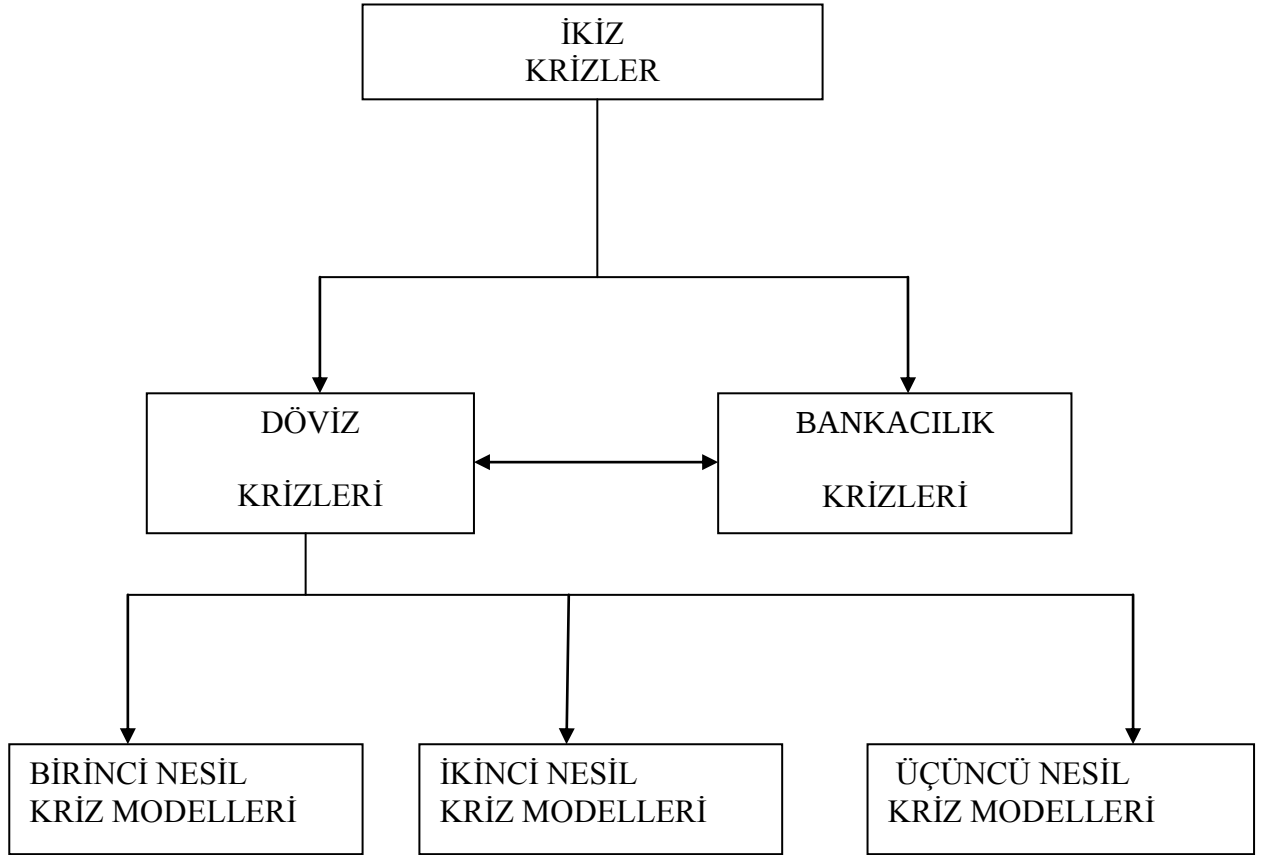
likidite sıkışıklığı sonucu finansal aracılardan diğer piyasalardaki likitleri aktif hale getirmesi) bir başka ekonomideki temel göstergeleri etkilemesidir. Karşılıklı bağımlılıktan kaynaklanan bu tür dışsallıkların Asya krizinin yayılmasında büyük etkisi olmuştur. Üçüncü neden; kredi veren kuruluşların, diğer ülkelerin temel göstergeleri değişmemiş olsa da veya bu kuruluşların portföy risklerini düşürmek için temel göstergeleri yeniden yorumlamasıdır. Bu etki, bulaşma diye anılmaktadır. (IMF, 1998).

Tarih, döviz krizlerinin bulaşma etkisine sahip olduğunu, sadece komşu ülkeleri değil, coğrafi açıdan çok uzak olsalar dahi krizlerin hızla yayılabildiğini göstermiştir. Bu durumun ilk akla gelen nedeni, ülkelerin temel zayıflıklarının aynı olduğu ya da aynı şok dalgası ile vurulmaları olabilir. Bulaşma üzerine bir başka varsayım ise bir ülkenin kriz yaşayarak parasını devalüe etmesinin ortak ve rakip ülkeleri de aynı şekilde etkileyeceğidir (Yılmazkuday, 2008).

Bankacılık krizleri, sistemin zayıf yönleri ile makroekonomik değişkenlerdeki dengesizliklerin birleşmesi sonucu oluşmaktadır. Aktif-pasif vade uyumsuzluğu, kur uyumsuzluğu, aktif kalitesindeki kötüleşme, operasyonel verimsizlik ile faiz oranları, döviz kuru gibi önemli değişkenlerdeki istikrarsızlık bankaları sıkıntıya düşüren etken faktörlerdir. Kişilerin beklentilerini değiştirerek mevduatlarını çekmek istemeleri de bankacılık krizini başlatan unsur olabilmektedir. Kamu bankalarının kaynaklarının kamu yararına kullanılması da sistemin krize sürüklenmesine yol açabilmektedir. Bankacılık krizleri ile döviz krizlerinin peş peşe gerçekleşmeleri sistemin bir ayağındaki bozukluğun diğer ayaklara da çok hızlı sıçradığının bir göstergesidir. Döviz ve bankacılık krizlerinin birbiriyle bağlantılı olmanın ötesinde

beraber ortaya çıktıklarını açıklayan kriz tanımı ikiz krizlerdir. Kaminsky ve Reinhart'ın (1999), krizler arası bağlantıyı açıkladıkları şekil aşağıda sunulmuştur.

Şekil 7: Kriz Modelleri



Kaynak: Kaminsky, G. L., Reinhart, M. (1999); “The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance-of-Payment Problems”, The American Economic Review 89, 3, p.473.

BÖLÜM III

TÜRKİYE’DE DOLARİZASYON

Dolarizasyon, finansal dengeye ve tüm ekonomik performansa olası olumsuz etkileri nedeniyle akademik yazında ve politika alanında sıklıkla tartışılan bir konudur. Bu bölümün amacı, dolarizasyonun ekonomi içerisindeki ağırlığının bulunması, mevcut düzeyinin olması gerekenden düşük veya yüksek olduğunun tespiti ve bu durumun finansal kriz çıkma olasılığına katkısının araştırılmasıdır. Bir başka ifadeyle, Bölüm 3'ün amacı, Bölüm 1 ve 2'de açıklanan teorik bilgilerin Türkiye özelinde test edilerek değerlendirmesinin yapılmasıdır.

Bölüm 3.1'de, kur riskinin göstergelerinden biri olan sektörel bilanço uyumsuzlukları kamu, bankacılık ve reel sektör bazında ortaya konmaya çalışılmış ve ekonomiye yükledikleri kur riskleri belirtilmiştir.

Bölüm 3.2'de, dolarizasyonun bir risk unsuru olup olmadığının belirlenmesi için mevcut ve olması gereken optimum düzeyi hesaplanmıştır. Olması gereken düzeyi temsil eden MVP , gerçekleşen dolarizasyon değerleri ile karşılaştırılmış ardından teoremin belirttiği gibi dolarizasyonun temel belirleyicisi olduğunun ispatı için dolarizasyona ilişkin diğer seriler ile arasındaki sebep sonuç ilişkisini irdelemek için Granger Nedensellik Analizi uygulanmıştır.

Bölüm 3.3'te ise, finansal kriz olasılığına etki eden makro ve finansal değişkenler yanında dolarizasyon verilerinin etkisinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Kriz konusu üzerinde çok çalışılan bir konu başlığı olsa da Türkiye'de henüz dolarizasyon ile ilişkilendirilmiş ampirik çalışmanın olmaması nedeniyle literatürdeki bu boşluğun doldurulması hedeflenmiştir. Veri seti olarak mümkün olan en uzun veri seti

kullanılmış, MVP verilerinde 2009:03 verisine kadar ulaşılabilirken Hazine Müsteşarlığı verilerinin 2007:12’de son bulması nedeniyle bazı grafikler bu dönem itibariyle gösterilmiştir.

Türkiye için yapılmış önceki çalışmalara bakıldığında, Selçuk (1994), para ikamesi modeli kullanarak temel ekonomik değişkenlerin 1986:01-1992:01 dönemi için para ikamesi düzeyi ile etkileşimini araştırmıştır. VAR modelini kullandığı bu çalışmasında, yurt içi faiz oranı, beklenen kurdaki değişim oranı ve para ikamesi arasında pozitif yönlü ilişkiler olduğunu ve yurt dışı diğer ülkelerdeki sonuçlar ile Türkiye’nin durumunun benzeştiğini belirtmiştir.

Selçuk (1997), İmrohoroglu’nun (1994) Kanada ve ABD arasında para ikamesi esnekliğini araştırdığı dinamik denge modeli kullanarak yurt içi portföylerde dolar mevduatların istatistiki olarak anlamlı ve TL-ABD doları ikame esnekliğinin yüksek olduğunu bulmuştur. 1985:02-1993:12 zaman aralığı kullanılmış ve Ocak 1984’te yabancı para mevduatların açılımına izin verilmesiyle ilk 12 aylık veri herhangi bir başlangıç etkisini elimine etmek amacıyla alınmamıştır. Düşük enflasyonlu Kanada gibi bir ülkede para ikamesi ikinci derecede önemli iken yüksek enflasyonlu ülkelerde farklı sonuçlar olabilmektedir. Para, kişilerin fayda fonksiyonuna maliyet düşürücü hizmet sağladığı için girmektedir. Para ikamesinin teorik modelleri, çok para birimli çevrelerde para talebi modellerinin basitçe genişletilmiştir. Para ikamesine ilişkin pek çok ampirik çalışma, tek denklemlilikli tek denklemlilikli para fonksiyonu tahminlerini kullanmaktadır. Bu çalışmada, dolar mevduatların TL mevduatlar için güçlü bir ikame olduğu bulunmuştur.

Ardıç ve Selçuk (2006), 2001 şubat krizi sonrası dalgalanmaya bırakılan kur dinamiklerini araştırmışlardır. TCMB döviz kuru dalgalanırken örtülü enflasyon hedeflemesi uyguladığı için diğer ülkeler açısından da önemli dersler içerecek derecede önemlidir. Pek çok gelişmekte olan ülke yüksek enflasyon ve yüksek derecede dolar borçluluk oranına sahip olduğu için döviz kurunun volatilitesi önemlidir. Bu çalışmada, olumlu dış faktörlerle birleştiğinde, görece kısa zamanda merkez bankasının kurun volatilitesi üzerinde etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Akçay vd. (1997), döviz kurundaki dalgalanma ile para ikamesi derecesinin birlikte artış gösterdiği teorik önermesini E-GARCH yöntemiyle test etmişler ve bu önermeyi destekleyen sonuçlara ulaşmışlardır.

Us ve Özcan (2005), para ikamesi direncini, 1994 kriz dönemini dikkate alarak kriz öncesi ve sonrası iki döneme ayırarak 1990-1999 dönemi için araştırmışlardır. Para ikamesinin direnci ampirik olarak her iki dönem için de doğrulanmıştır.

Civcir (2003), dolarizasyonun 1986:01-1999:12 zamanı için, genişletilmiş portföy modeliyle uzun dönemli değişkenlerini araştırmıştır. Yerli para ve dolar cinsinden varlıkların görece getirileri, beklenen döviz kuru değişimi, kur riski ve ekonomik politikaların kredibilitesi dolarizasyonun belirleyicileri olarak bulunmuştur.

Özcan ve Us (2007), dedolarizasyon sürecinin başlayıp başlamadığını vektör otoregresyon modeli kullanarak test etmişlerdir. Dolarizasyonun, döviz kurunun volatilitesi, enflasyonun volatilitesi ve beklentilerden oluşan makroekonomik dengesizliklerden kaynaklandığını ortaya koymuşlardır. 2001 sonrası başlayan dedolarizasyon sürecinin 2006 mayıs sonrası yavaşladığını ve dedolarizasyon oluştuğunu söylemek için çok erken olduğunu belirtmişlerdir.

3.1: Yüklenilen Kur Risklerinin Sektörel Durumu

Sektörlerin net yabancı para pozisyonlarının büyüklüğü kadar dış borçlarının büyüklüğü de ekonomi için kur riski içermektedir. Ülke parasının değer kaybetmesi dış borçların ödenmesini zorlaştırmaktadır. Dış borçların toplam büyüklüğü yanında hangi sektörün ne oranda dış borçlanmaya da gittiği de önemlidir. Örneğin gelirleri de yabancı para cinsinden olan bir sektörün kredi borcu olması halinde, devalüasyon ile borçlarının değeri arttığında aynı oranda gelirleri de artmış olacağından, bu sektörün kur riskinin, geliri yerli para cinsinden olan sektörlerle göre az olacağı açıktır.

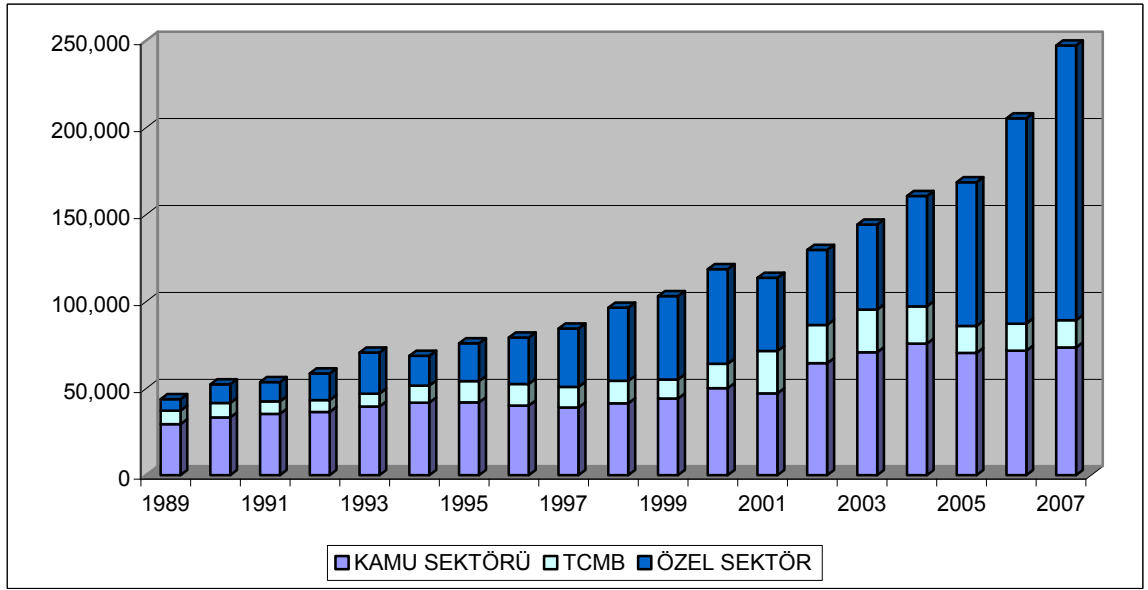
Özmen ve Yalçın'a (2007) göre de reel kur artışlarının, borçları ağırlıklı olarak yabancı para cinsinden olup da gelirleri ülke parası cinsinden olan sektörlerin temelde borç dinamiklerinin sürdürülebilirliğini ve genel olarak finansal durumlarını olumsuz etkilemesi kanalıyla ekonomi üzerinde daraltıcı etkisi olabilmektedir. Yazarlar ayrıca, ekonominin temel sektörlerindeki (kamu, reel, bankacılık ve hanehalkı) kırılganlıkların birbirlerinden bağımsız olmadığını; reel sektörün ve hanehalkının bilanço kırılganlıklarının, aynı zamanda kredi aldıkları bankacılık

sistemi için de bir risk unsuru olduğunu belirtmişlerdir. Diğer yandan, kamu kesimi bilanço riskleri, portföylerinde kamu borç araçları tutan sektörler için de bir kırılganlık kaynağıdır. Mevduat veya borç güvencesi gibi risk tercihini değiştiren ve risklerin gerçekleşmesinin maliyetini kamuya aktaran düzenlemeler olmasa dahi, bankacılık sistemi bilanço riskleri, gerek borç finansmanı aracılığıyla doğrudan, gerekse finansal istikrarı yeniden sağlamanın potansiyel maliyeti aracılığıyla dolaylı olarak, kamu kesimi bilançosu açısından da bir risk taşıdığını belirtmişlerdir. Bankacılık sisteminin kredi koşullarındaki gelişmelerin, şirketlerin ve hane halklarının finansal durumlarını, dolayısıyla yatırım ve tüketim kararlarını doğrudan etkileyebileceğini; küresel risklerin gerçekleşmesinin ilk doğrudan etkisi bu risklere en hassas sektörlerde gözlense de, sektörler arası finansal kırılganlık bağlantıları aracılığıyla bu etkinin tüm ekonomiyi kapsayarak çığ gibi büyümesi beklenebileceğini açıklamışlardır.

Grafik 1’de kamu, TCMB ve özel sektörün brüt dış borç içindeki payları verilmiştir. Bankacılık dışı özel sektörün borçları olası bir kur sıçramasında yaratacağı olumsuz sonuçlar nedeniyle üzerinde dikkatle durulması gereken bir konudur. Bankacılık sisteminin risk yönetme konusundaki tecrübelerinin reel sektörde olmayışı kaygıları haklı çıkarmaktadır. Basel süreci ile tüm dünyada risk alma açısından olumlu gelişmeler kaydeden bankacılık sistemi için oluşturulan düzenleme ve denetleme olanakları, reel sektör firmaları için de geliştirilmeye çalışılmaktadır. Kur riskinin ölçülebilirliği güçtür. Bu noktada, geliri yabancı para cinsinden olmayan, diğer deyişle ihracat yapmayan firmaların dış borçları ciddi kur riski taşımaktadır. Şöyle ki; geliri de yabancı para cinsinden olan firmaların kurdaki

ani yükselme sonucu artan borç yüküne karşın artan geliri finansal dengesini korumasına yardımcı olacaktır. Ancak geliri yerli para cinsinden olan firmalar için kur ile birlikte katlanan borçlarına karşın değer kaybeden reel geliri firmayı finansal sıkıntıya sürükleyecektir.

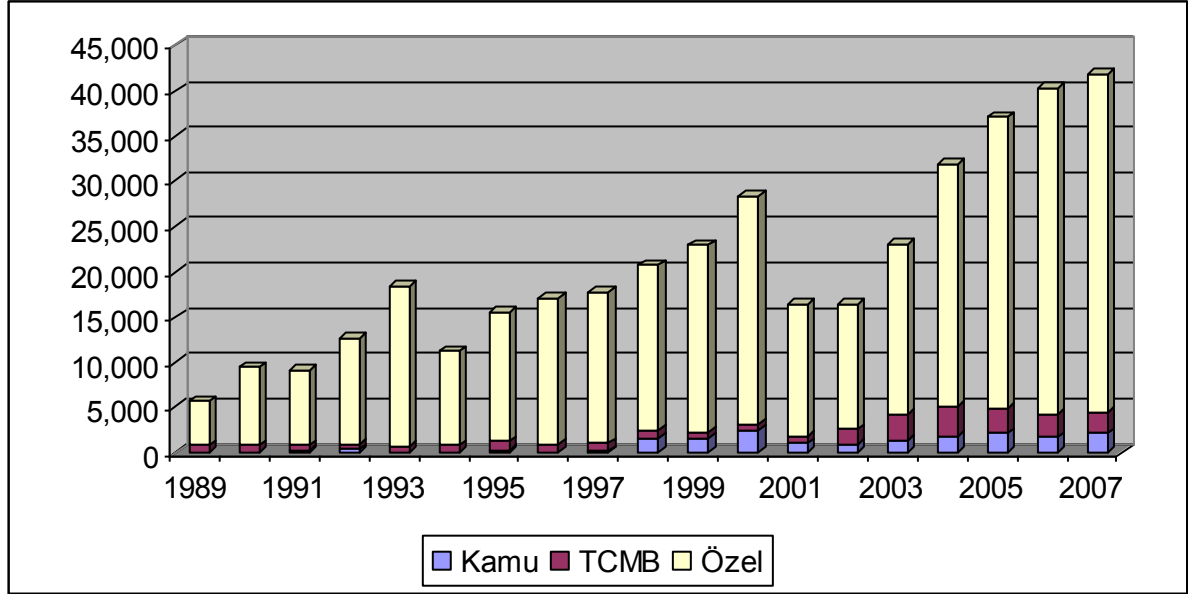
Grafik1: Toplam Dış Borcun Sektörel Dağılımı



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

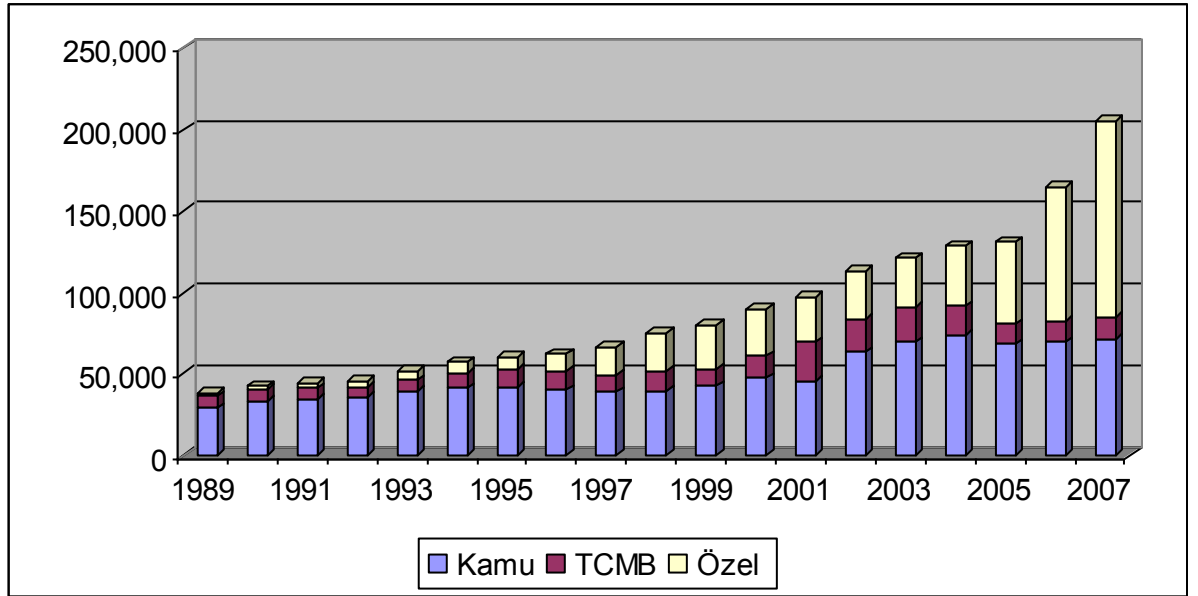
Kamu ve merkez bankasının yıllar içerisinde dış borçlanma miktarını artırsa da bu artışın çok düşük düzeyde ve durağan bir artış olduğu görülmektedir. Reel sektör ve bankacılık kesimini içeren özel sektör ise hızla borçlanmaktadır. Riskin büyüklüğünün tayini açısından borçlanılan tutarların vade yapısının bilinmesi gereklidir.

Grafik2: Kısa Vadeli Dış Borç Stokunun Sektörel Dağılımı(Milyon\$)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

Grafik3: Uzun Vadeli Dış Borç Stokunun Sektörel Dağılımı(Milyon\$)



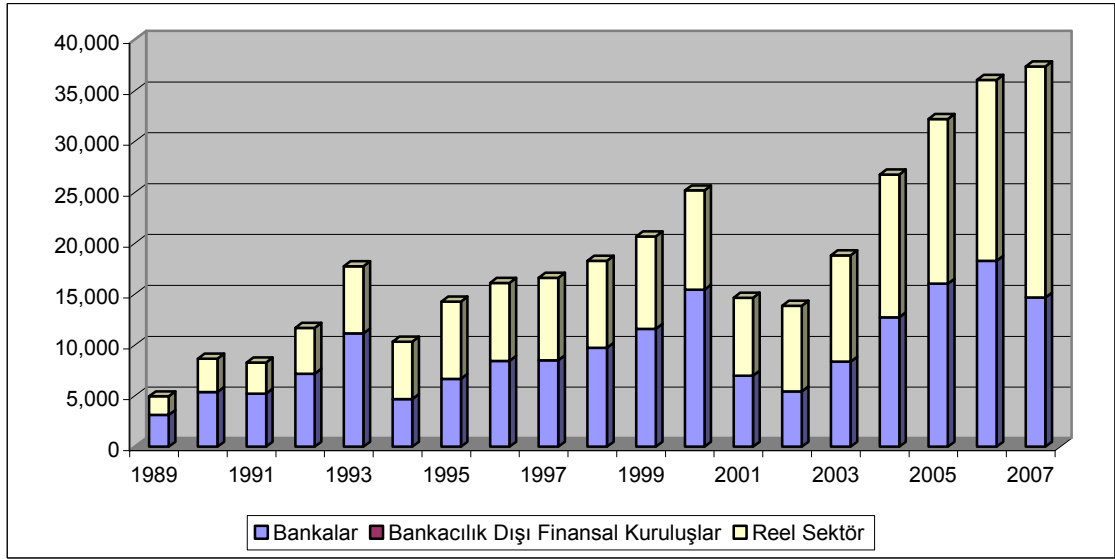
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

Özel sektörün çok büyük miktarlarda kısa vadeli borç içinde olduğu, kamu ve merkez bankasının ise son yıllarda artmış olsa da, yok denecek kadar düşük

düzeyde kısa vadeli borç kullandıkları görülmektedir. Uzun vadeli borç açısından ise toplam borçlarıyla uyumlu bir şekilde kamu ve merkez bankasının durağan artış, özel sektörün ise dikkate değer miktarda artış yaşadığı gözlenmektedir.

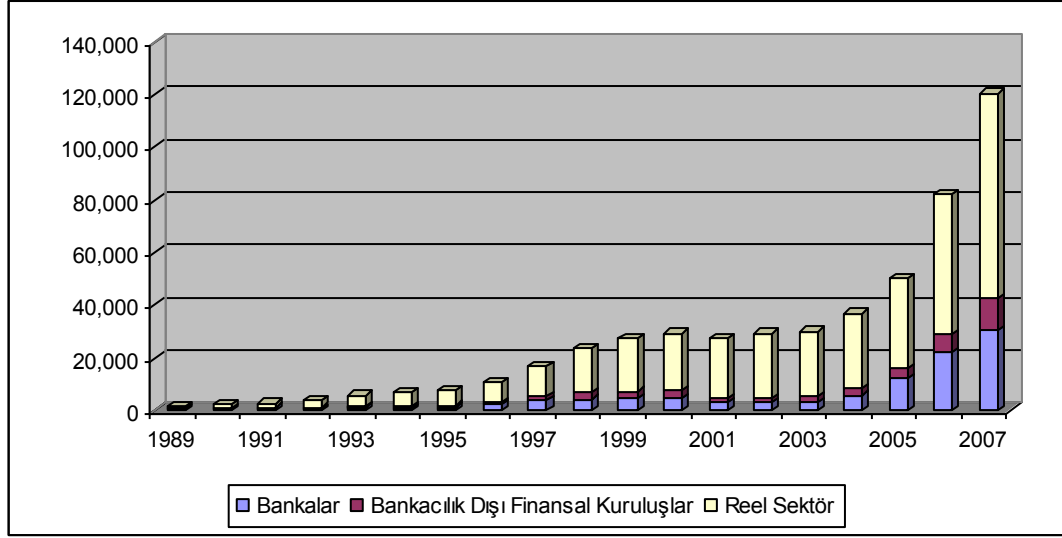
Grafik 4 ve Grafik 5'te, kısa ve uzun vadeli dış borçlar içerisindeki özel sektörün reel kesim ve bankacılık olarak detaylandırılmış verileri görülmektedir.

Grafik 4:Kısa Vadeli Özel Sektör(Milyon\$)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

Grafik5: Uzun Vadeli Özel Sektör(Milyon\$)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

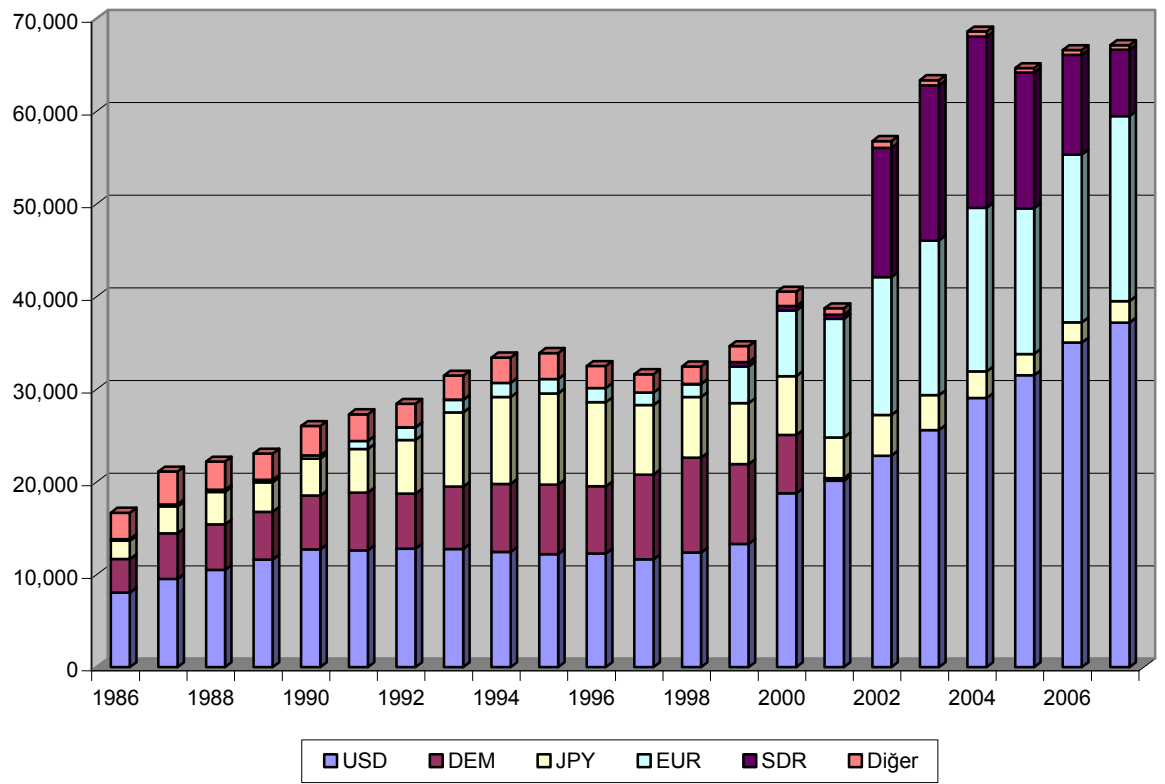
Finansal olmayan reel sektör kuruluşlarının toplam dış borçlar içerisinde gerek salt değer olarak gerekse toplamdaki yüzde paylarındaki artış dikkatleri çekmektedir. Reel sektör firmalarının dış finansmana yönelmesinin ardındaki dinamikler, yurt içi borçlanmanın maliyetinin görece pahalı olması, mevcut tasarrufların yetersizliği veya bunların reel sektöre aktarılıp aktarılamadığı gibi olgulardan biri veya birkaçı olabilmektedir.

Reel sektörün dış borçlanmayı büyük bir hızla artırdığı gözlemlense de uzun vadeli borç alabilme olanaklarının varlığı önemlidir. Yabancı kreditorlerin beklentilerinin olumlu olduğu göstergesinin yanı sıra reel kesimin varlıklarının olduğundan daha düşük hesaplandıklarının da bir göstergesi olabilirler. Şöyle ki; kredi verenler teminat talep etmekte ve reel kesim de bu teminatları gösterebilmekte ya da kredi verenlerin büyük bir risk iştahına sahip oldukları sonucuna varılabilir.

Dolarizasyon konusunda, daha önce belirtildiği gibi, dolaşımdaki nakit paranın tam bilinmemesi, yükümlülüklerin tam kayıt altındayken varlıkların kayıt dışında kalması gibi nedenler ile mevcut kur riski olduğundan daha yüksek hesaplanıyor da olabilir.

3.3.1 KAMU

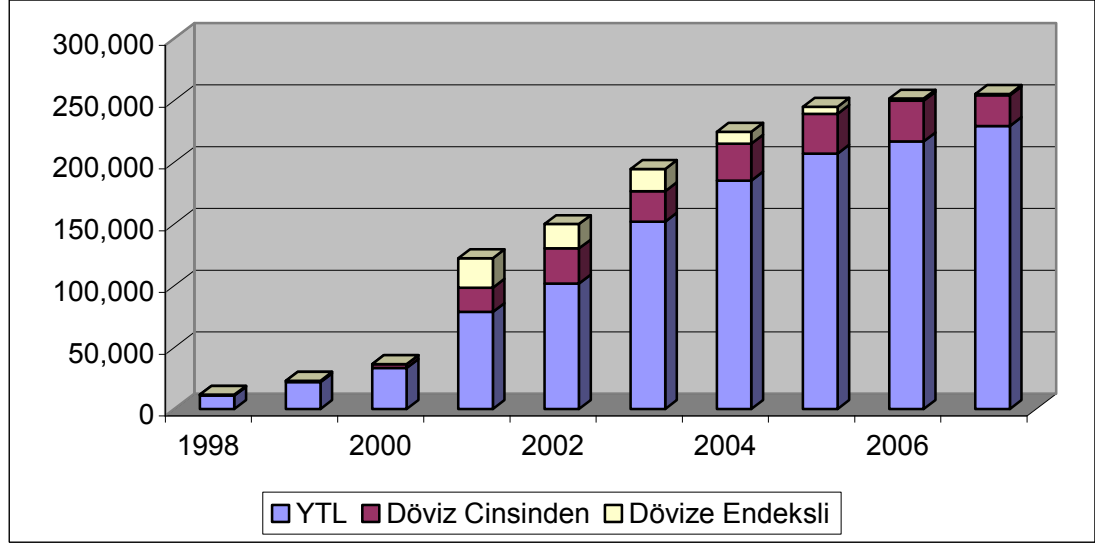
Grafik 6: Kamu Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu(Milyon ABD Doları)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

Grafik 6’da kamu toplam dış borcun artma eğiliminde olduğu görülmektedir. Günümüze kadar tüm yıllar içerisindeki payı itibariyle en çok borçlanılan para birimi ABD Doları olmaktadır. 2001 yılı itibariyle Alman Markı borçlanma sıfıra inmiş, yerine euro cinsi borçlanma ikame edilmiştir. Dikkat çeken diğer bir husus, 2001 krizi sonrası IMF’den borçlanılan tutarın belirgin şekilde artmasıdır.

Grafik 7: İç Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu (milyon YTL)



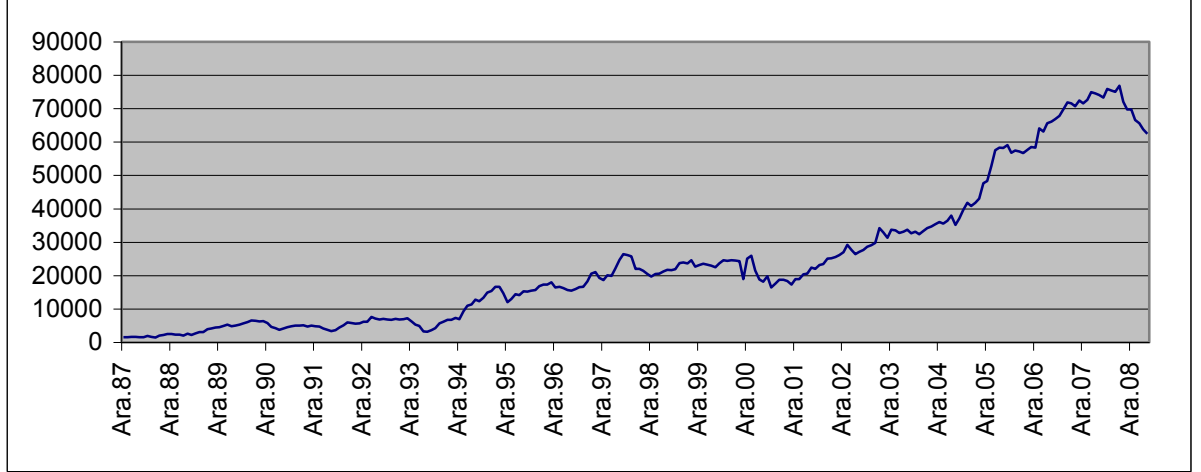
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

Ağırlıklı olarak yerli para cinsinden borçlanan Kamunun döviz endeksli borç kağıtları çıkardığı dönemin 2000 Kasım Krizi sonrasına denk gelmesi ve ekonominin stabilize olduğu 2004 yılı sonrasında azalması TL'ye duyulan güvenin azalıp artması ile ilişkilendirilebilir.

Kur rejimi tamamen dalgalı değil de sabit ya da yönetilen dalgalı kur şeklinde ise merkez bankalarının kurlara müdahale ederek istediği sonuca ulaşabilmesi için elinde yeterli miktarda döviz rezervinin olması gereklidir. Literatürde özellikle tam dolarizasyona geçişin temel negatif sonuçlarından biri olarak gösterilen merkez bankalarının güvenilen son liman olma durumunun kaybedilmesi olgusu bu konuyla ilişkilidir. Çünkü ülkede tam ya da kısmi dolarizasyon yaşıyor ise merkez bankasının yabancı para basma olanağı olmadığı için yerli para basarak sağlayacağı imkanları likidite krizleri sırasında ekonomik birimler aşamamaktadırlar. Dolayısıyla

merkez bankalarının yetkileri ellerindeki döviz rezervlerinin miktarı ile sınırlandırılmaktadır.

Grafik 8: TCMB Brüt Döviz Rezervi(milyon \$)



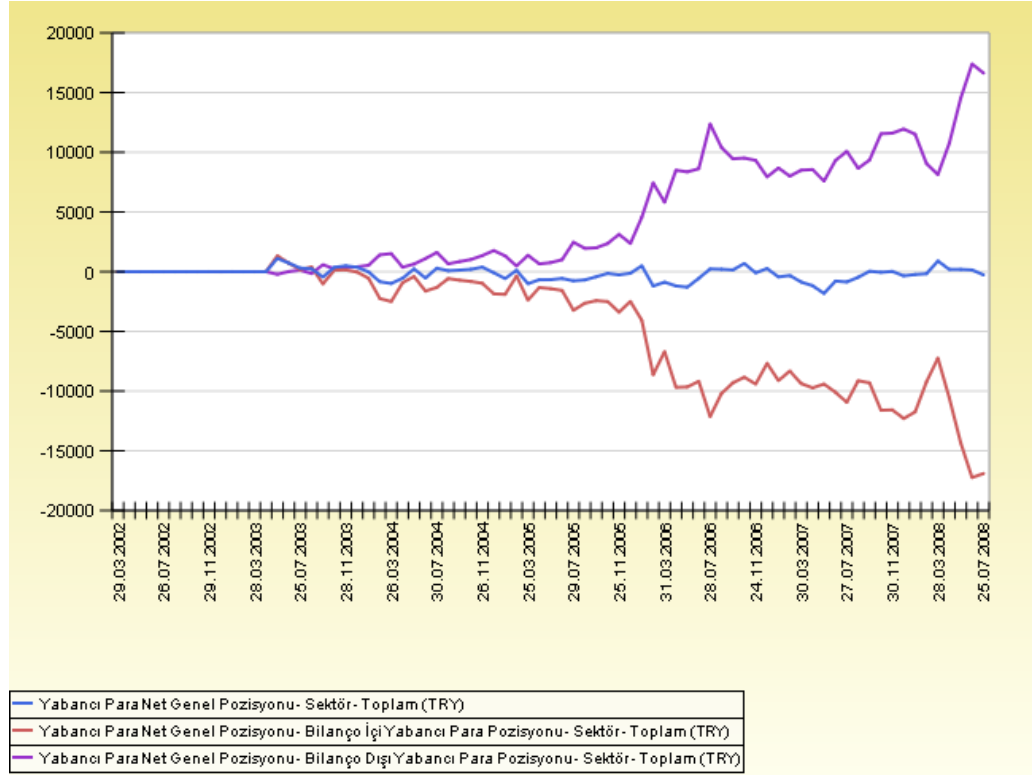
Kaynak: TCMB verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

Grafik8’de TCMB’nin döviz rezervlerini 1994 krizinden itibaren önemli ölçüde artırdığı görülmektedir.

3.1.2 BANKACILIK

Bankacılık sisteminin dış borçlarının durumu Grafik 6 ve Grafik 7’de gösterilmektedir. Kısa ve uzun vadede reel sektör kadar hızlı olmasa da dış borçların artma eğilimi dikkati çekmektedir. Dikkati çeken bir husus da kriz sonrası dönemde mevcut durumlarını korumaları, 2003 yılı sonrasında belirgin bir şekilde dış borçlanmaya gitmeleridir.

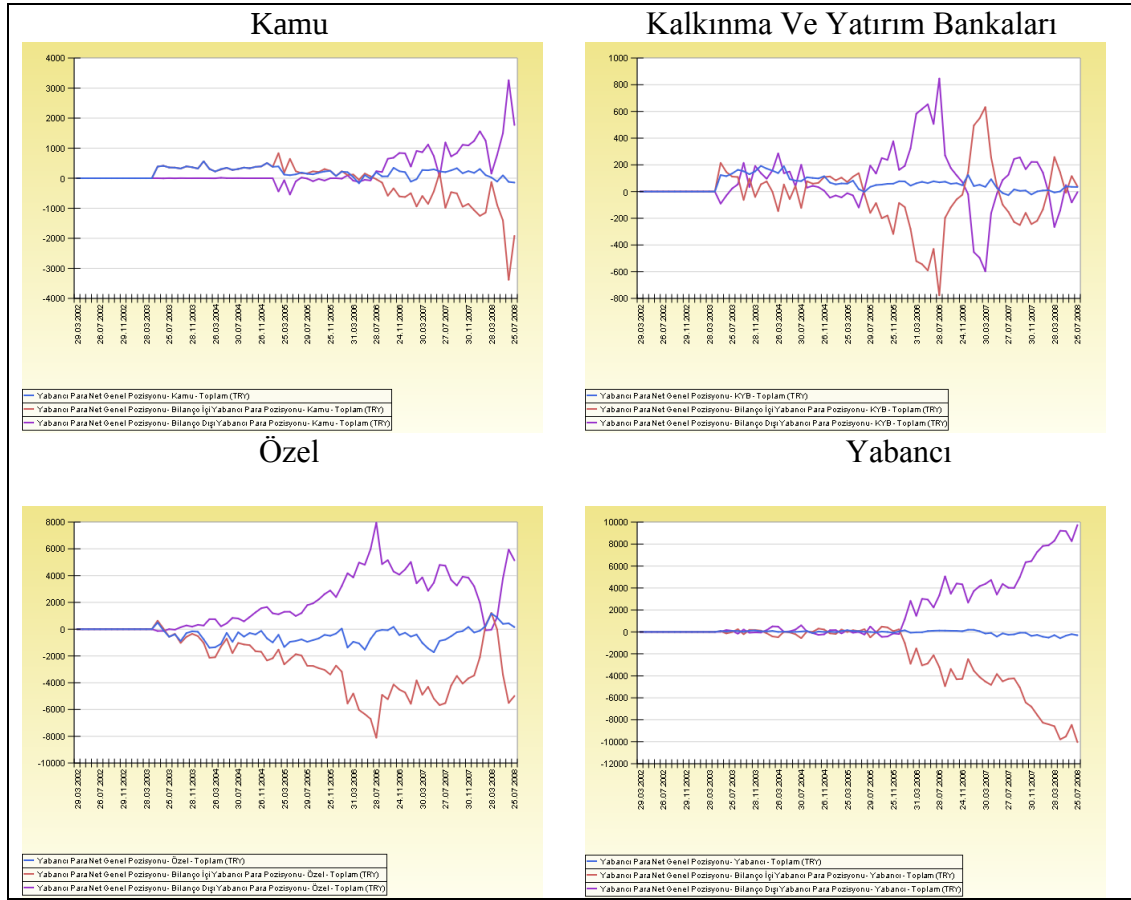
Grafik 9: Bankacılık Sektörü Net Pozisyonu(milyon \$)



Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

Bankacılık sektörünün 2001 krizi sonrası temkinli hareket ettiği, bilanço içi açık pozisyonlarının bilanço dışı işlemler ile kapatıldığı görülmektedir. 2006 yılından itibaren daha fazla bilanço içi açık pozisyon buna karşılık daha fazla türev işlem yaptıkları görülmektedir.

Grafik 10: Bankacılık Sektörü Alt Gruplar Bazında Net Pozisyonu(milyon \$)



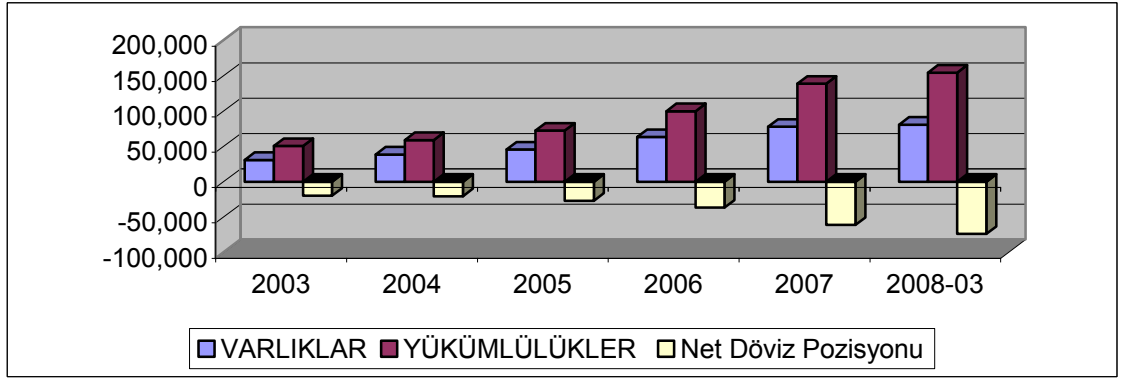
Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

Bankacılık sektörünü oluşturan Kamu bankaları, Kalkınma ve Yatırım Bankaları, özel ve yabancı bankalar arasında net açık pozisyonu bulunduran banka türü olmadığı görülmektedir. Tamamı, bilanço içi açıklarını bilanço dışı fazlalarla kapatmaktadır. Net açık pozisyonları kapalı da olsa farklı davranış kalıplarına sahip oldukları görülmektedir. Kalkınma ve yatırım bankalarının diğerlerinden farklı olarak dönem dönem bilanço içi fazla verdiği ancak bu fazlalıkları bilanço dışı açıklar ile sıfır net değerinde tuttukları görülmektedir.

3.1.3 REEL SEKTÖR

Bankacılık dışı özel sektörün borçları olası bir kur sıçramasında yaratacağı olumsuz sonuçlar nedeniyle üzerinde dikkatle durulması gereken bir konudur. Bankacılık sisteminin risk yönetme konusundaki tecrübelerinin reel sektörde olmayışı kur riskinin ölçülebilirliğini zorlaştırmaktadır.

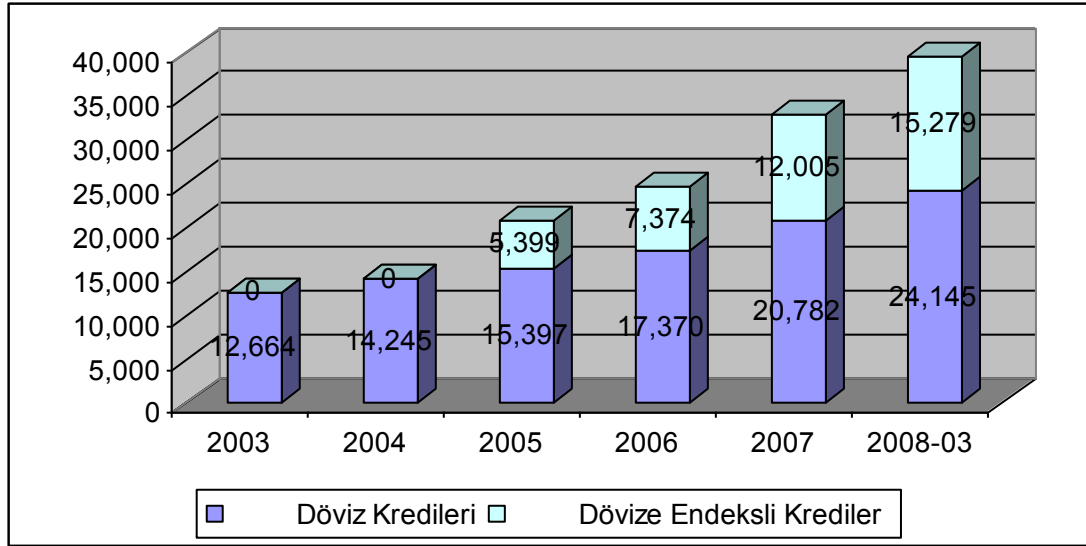
Grafik 11: Reel Kesim Net Döviz Pozisyonu (milyon\$)



Kaynak: TCMB verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

Reel kesimin varlık ve yükümlülüklerinin her ikisinde artış olmakta ancak yükümlülüklerindeki artışın daha fazla olması nedeniyle açık döviz pozisyonunun arttığı görülmektedir.

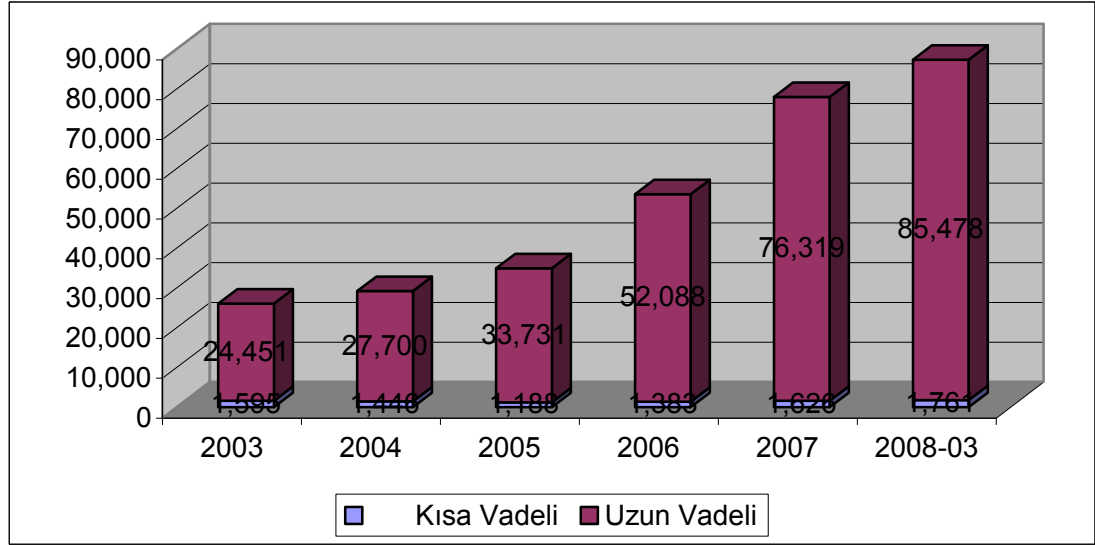
Grafik 12:Yurtiçi Bankalardan Alınan Döviz Ve Döviz Endeksli Kredi Ayrımı (milyon\$)



Kaynak: TCMB verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

Türkiye’deki yasal düzenlemeler gereği bankaların yurt içi teşkilatları ancak döviz kazandırıcı faaliyetleri bulunan kişi ve kurumlara döviz kredisi kullanılabilmektedir. Döviz yükümlülükleri içerisinde döviz kredileri ve döviz endeksli kredileri ayrıştırılarak incelendiğinde döviz geliri olmadan kur riski taşıyan reel sektör firmalarının oranı hakkında bir fikir sahibi olunabilir. Grafik14’te döviz endeksli kredilerin 2005 yılından itibaren hızla artması, döviz geliri olmadığı halde yurt içi bankalardan kur riskine rağmen döviz kredi alan firmaların varlığına işaret etmektedir.

Grafik 13: Yurt Dışından Sağlanan Döviz Kredilerin Vade Yapısı (milyon\$)



Kaynak: TCMB verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

Firmaların yurt dışından sağlanan döviz kredilerin tamamına yakınında uzun vadeyi bulabilmeleri sistemin kırılma eğilimini azaltıcı bir unsurdur.

3. 2 Olması Gereken Teorik Düzey İçin Minimum Varyans Portföyünün Bulunması

Ekonominin temel dinamiklerince belirlenen MVP tarafından gösterilen dolar düzeyi, portföyde tutulması gereken optimum dolar düzeyidir. Teorinin belirttiği gibi MVP, dolarizasyonun temel belirleyicisi ise nedensellik analizi sonuçlarında da mevduat ve kredi dolarizasyonunun nedeni olarak görülmelidir. Böylece, dolarizasyon düzeyine ilişkin kanaatin sağlam bir temele dayanıp dayanmadığı ortaya konmuş olacaktır.

Bu bölümde öncelikle minimum varyans portföyünün belirlediği dolar düzeyi bulunarak gerçekleşen dolarizasyon düzeyleri ile kıyaslanmış, buna bağlı olarak da ülke içindeki dolarizasyonun risk boyutu tartışılmıştır. Ölçüm kıstası olarak belirlenen MVP'nin teoride olduğu gibi verilerle de dolarizasyonun nedeni olduğunun belirlenmesi, ölçüm kıstasının gücünü ortaya koyacağı için Granger Nedensellik Analizi uygulanmıştır. Uygulanmış olan Granger Nedensellik Analizinden beklenen, değişkenler arası ilişkilerin teoride belirtildiği yönde çıkmasıdır.

Türkiye'de olması gereken düzey, Yeyati (2006) yöntemi uygulanarak hesaplanmıştır. Logaritmik farkı alınan TCMB dolar alış kurundan logaritmik farkı alınan tüketici fiyat endeksi çıkarılarak reel döviz kuruna ilişkin seri bulunmuş ve formülde bu seriler yerine konarak MVP düzeyi 1996:07 -2009:03 dönemi için hesaplanmıştır.

$$MVP = (\text{var}(\Delta p) - \text{cov}(\Delta p, \Delta \text{rer})) / (\text{var}(\Delta p) + \text{var}(\Delta \text{rer}) - 2\text{cov}(\Delta p, \Delta \text{rer})) \quad (21)$$

Δp = TEFE'nin logaritmik farkı alınmış serisi

Δer = TCMB ABD Dolar alış kurunun logaritmik farkı alınmış serisi

$$\Delta \text{rer} = \Delta \text{er} - \Delta p \quad (22)$$

Gerçekleşen dolarizasyon göstergeleri olarak kredi ve mevduat dolarizasyonu kullanılmıştır. Mevduat dolarizasyonu, yerleşiklerin yabancı para

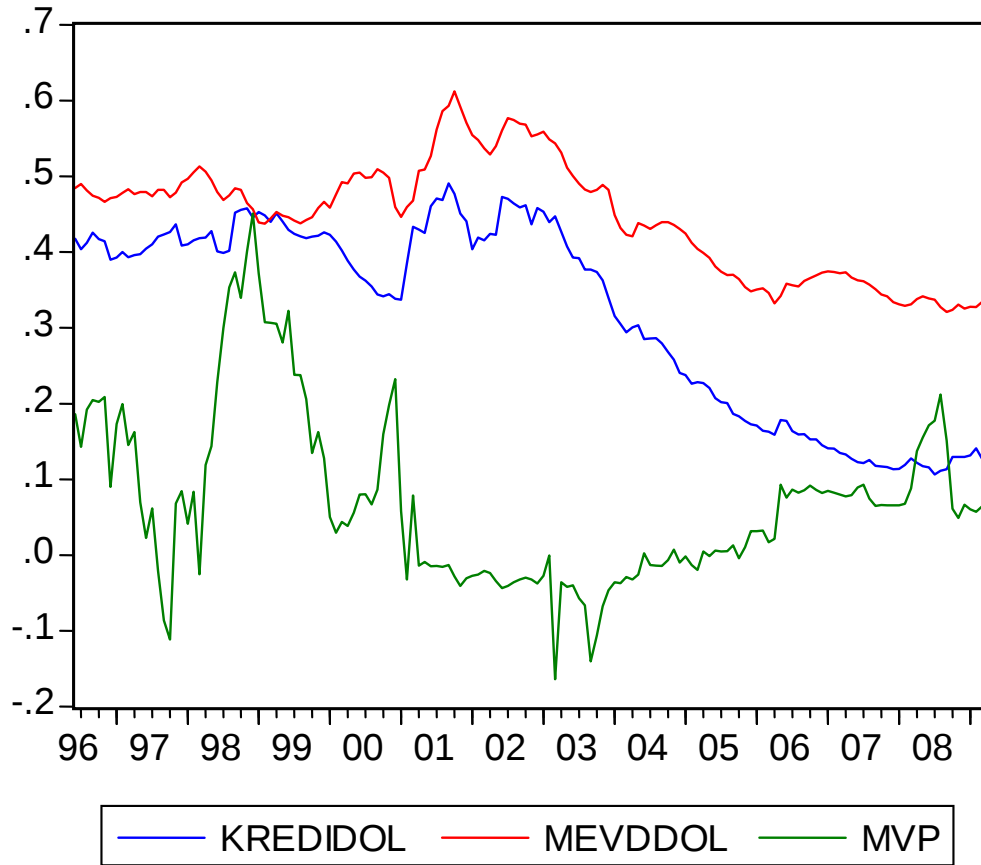
mevduatlarının toplam mevduatlara oranıdır⁸. Mevduat dolarizasyonu olarak literatürde, yerleşiklerin yabancı para mevduatlarının geniş para arzına oranı olarak tanımlandığı da görülmektedir (bkz, Savastano, 1996, Yinusa, 2008, Dean, 2000). Her iki oran da hesaplanmış ve aralarında $\pm$ %0,1 düzeyinde kayda değer bulunmayan bir fark olduğu görülmüştür. Kredi dolarizasyonu, mevduat bankaları ile kalkınma yatırım bankalarının yurt içi kullandırdıkları yabancı para kredilerin bankacılık sistemi kredi hacmi içindeki oranıdır. Dolarizasyon ölçümlerinde kullanılan değişkenlerden hareketle, elde tutulan nakit dolar miktarların bilinmemesinden ötürü konuya varlık ikamesi perspektifinden yaklaşımış olmaktadır. Ancak Yinusa'nın (2008) belirttiği gibi, bankacılık sisteminde tutulan dolar varlıklar üzerinde herhangi bir kısıtlama olmadığı durumda dolar mevduatları ile elde tutulan dolar nakit ve yurtdışı dolar varlıklar arasında doğrusal bir ilişki olacak ve dolar mevduatlardaki değişim tüm dolarizasyon üzerinde bir gösterge olacaktır. MVP, Bölüm 1.5'te açıklanan model kullanılarak hesaplanmıştır.

Verilerin derlenmesinde, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın web sitesinde yer alan elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) yararlanılmıştır.

⁸ Rennhack ve Nozaki (2006), dolar mevduatların toplam mevduatlar içerisindeki oranını dolarizasyon göstergesi olarak bağımlı değişken şeklinde regresyona dahil etmiş ve analizlerde bulunmuşlardır. Yazarlar, bu oranın mükemmel olmasa da dolarizasyonun en iyi göstergesi olarak yaygın kullanımına dikkat çekmişlerdir. Regresyondaki bağımsız değişkenler ise, MVP, enflasyon, bütçe açığı, kurumsal ve politik yönetime ilişkin indeksler ve dolarizasyonun varlığına ilişkin yasal kısıtlamalardır.

Gerçekleşen ve olması gereken dolarizasyona ilişkin sonuçlar Grafik 14’te gösterilmiştir.

Grafik 14: Olması Gereken ve Gerçekleşen Dolarizasyon



Türkiye’nin enflasyon ve reel döviz kurunun dalgalanmalarının işaret ettiği, optimal portföy bileşimini veren dolar oranının çok ötesinde bir dolarizasyon sürecinde olduğu görülmektedir. Bu durumda ‘dalgalanma korkusu’ nun varlığını ortaya koymak ve bunu önleyici çabalar olası krizleri önleme açısından önemlidir. Grafiklerden de görüleceği üzere, Ocak 1999 döneminde yaklaşık yüzde elli oranında dolarizasyon derecesi, o dönemin değişkenlerinin dalgalanmalarının belirttiği düzey

ile aynıdır. O dönem için dolarizasyonu engelleyici politika uygulanması Şekil 2’de gösterilen minimum varyanstan sola kaymayı, dolayısıyla da varyans kaybını getirecektir.

3.3 Nedensellik Analizi İle MVP ve Dolarizasyon İlişkisinin Tespiti

Kredilerin ve mevduatların dolarizasyonu sürecinde MVP’nin oynadığı belirleyici rolün nedensellik ilişkisiyle ortaya konması açısından Granger Nedensellik testi uygulanmıştır. Bu uygulamayla amaçlanan, ölçüm kriteri olarak kullanılan MVP’nin verilerle de gücünün ortaya konmasıdır.

Nedensellik, korelasyondan farklı bir olgudur. Korelasyon, iki değişken arasındaki ilişkiyi vermekte ancak ilişkinin yönüne dair bir bilgi sunmamaktadır. X ve Y korelasyona sahip iki değişken ise, Y, X’i açıklayabilmek için kullanılabilirken X de aynı zamanda Y’yi açıklayabilmektedir (Granger vd, 2001).

Nedensellik testi, bir değişkenin geçmiş değerlerinin diğer değişkenin denklemine dahil olup olmadığının araştırılmasıdır (Enders, 1995).

Neden ve etki farklıdır. Neden, etkiden önce gelmektedir. Neden, deneyin girdisi; etki de deneyin çıktısıdır. Etkiyi ve dolayısıyla nedenselliği en iyi açıklayan durum geleceğin asla bugüne neden olamamasıdır (Charemza ve Deadman, 1997).

Ekonometride en geniş kabul görerek kullanılan operasyonel tanım, Wiener-Granger ya da Granger tanımıdır ve şu şekilde formüle edilebilir: Diğer herşey sabit iken şu anki Y , X 'in tüm geçmiş değer verileri dahil edilerek daha iyi tahmin ediliyor ise X , Y 'nin granger nedenidir. Anlık nedensellik ise, diğer herşey sabit iken şu anki Y , X 'in şu anki ve tüm geçmiş değer verileri dahil edilerek daha iyi tahmin ediliyor ise X , Y 'nin granger anlık nedenidir.

Granger nedensellik ve Granger anlık nedensellik kavramları arasındaki ilişki daha formel bir şekilde de tanımlanabilmektedir (Charemza ve Deadman, 1997). Değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü, nedenselliğin yönü belirlemekte olup üç farklı durum bulunmaktadır. Bunlar;

- Tek yönlü nedensellik($X \rightarrow Y$): $Y=f(x)$ biçimdeki tek denklemlili bir modelde Y bağımlı değişken, X ise bağımsız değişkendir. Burada X 'ten Y 'ye doğru bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Bağımsız değişken, neden konumunda olup bağımlı değişken üzerinde bir sonuç etkisi yaratmaktadır.
- Çift yönlü nedensellik($X \leftrightarrow Y$): Değişkenler arasında karşılıklı bir etki olabilir $Y=f(x)$ ve $X=f(y)$
- İlişki bulunmaması: İki değişkenin birbirini etkilememesi, birbirinden bağımsız olmasıdır.

Gujaratti'ye (2001) göre, gelecek geçmiş kestiremeyeceğine göre, eğer X değişkeni, Y değişkeninin (Granger) nedeni ise X'teki değişimler Y'deki değişimlerden önce gelmelidir. Dolayısıyla, Y'nin kendi geçmiş değerleri de dahil başka değişkenlere göre regresyonuna X'in geçmiş ya da gecikmeli değişkenleri de eklendiğinde Y'nin kestirimi anlamlı biçimde iyileşiyorsa, o zaman X, Y'nin granger nedenidir denilebilir. Aynı tanım, Y, X'in granger nedeniyse de yapılabilir.

Nedensellik, hata karelerinin mümkün olduğunca küçük olması gerekliliğinden hareketle de açıklanabilmektedir. Tüm bilgi setinden X değişkeninin geçmiş değerleri çıkarıldığında Y değişkeninin tahmini için hata kareleri toplamı (HTK), büyüyorsa kaybedilen bilgi var demektir ve X, Y'nin nedenidir (Charemza ve Deadman, 1997).

$$HKT(\tilde{y}_t | U_{t-1}) < HTK(\tilde{y}_t | U_{t-1} \setminus X_{t-1}) \text{ ise } x \rightarrow y \quad (23)$$

U_t : t zamanında geçmiş ve şimdiki tüm bilgi seti

X_t : t zamanında x değişkenine ait geçmiş ve şimdiki tüm bilgi seti, $X_t = \{x_1, x_2, \dots, x_n\}$

Dolayısıyla X_t , U_t 'nin alt kümesidir.

y_t : y değişkeninin şimdiki değeri

$\tilde{y}_t$: y_t 'nin sapmasız tahminidir

İki değişkenli kısıtlanmamış bir VAR model⁹ ile de nedensellik açıklanabilmektedir.

⁹ Vektör otoregresyon diğer adıyla vektör ardışık bağlanım modeli (VAR) modeli, Christopher Sims tarafından geliştirilen, içsel ve dışsal değişkenler arasında önsel bir ayrım yapmayan regresyon

$$Y_t = A_0 D_t + \sum_{j=1}^k \alpha_j Y_{t-j} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{t-j} + \varepsilon_t \quad (24)$$

A_0 , parametre vektörü, D_t de eşitliğin kesişim katsayısı, deterministik trendi, mevsimselliği gibi deterministik değişkenlerini ifade etmektedir. Denklemdaki her bir değişkenin durağan, yani $I(0)$ olduğu varsayılmaktadır. Bu durumda,

$$\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_k = 0 \text{ ise } X, Y \text{'nin Granger nedeni olamamaktadır.}$$

Bu bağlamda analize ilişkin eşitlikler şu şekilde tanımlanabilmektedir:

İki değişkenli granger nedensellik testi VAR yaklaşımı kapsamında şu şekilde olacaktır:

$$Z_t, \text{değişkenleri içeren vektör: } Z_t = (MVP, KD, MD) \quad (25)$$

p belirlenen gecikme uzunluğu olduğu durumda;

yöntemidir. Bir değişken takımı arasında eşanlılık var ise hepsi eşit biçimde ele alınmalıdır. Ardışık bağlanım terimi, bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin denklemin sağında yer almasından, vektör terimi de iki ya da daha çok değişkenden oluşan bir vektörün ele alınmasından gelmektedir (Gujarati, 2001).

Bir VAR modelinde sistemde yer alan tüm değişkenler içseldir ve her biri kendi gecikmeli değerleri ile sistemde yer alan tüm değişkenlerin gecikmeli değerlerinin doğrusal bir fonksiyonu olarak tanımlanır. Burada gecikme sayısı tespit edilir. Tüm değişkenlerin tek bir vektörde toplanması durumunda, bu vektör otoregresyon modeli olarak görülebilir ki bu vektör kendi gecikmeli değerleri artı hata vektörünün doğrusal bir fonksiyonu olarak gösterilir. Tahmin her değişken için ayrı ayrı ve diğer değişkenlerin gecikmeli değerlerinden oluşan regresyon modeli ile yapılır (Kennedy, 2006).

Bu açıklamalar ışığında araştırılan regresyon modeli şu şekilde yazılabilir:

$$Y_t = a + b_1 Y_{t-1} + b_2 Y_{t-2} + \dots + b_n Y_{t-n} + c_k X_k + e_t$$

$$MVP_t = c_1 + \alpha_1 MVP_{t-1} + \dots + \alpha_p MVP_{t-p} + \beta_1 KD_{t-1} + \dots + \beta_p KD_p + \varepsilon \quad (26)$$

$$KD_t = c_1 + \alpha_1 KD_{t-1} + \dots + \alpha_p KD_{t-p} + \beta_1 MVP_{t-1} + \dots + \beta_p MVP_p + \varepsilon \quad (27)$$

$$MVP_t = c_1 + \alpha_1 MVP_{t-1} + \dots + \alpha_p MVP_{t-p} + \beta_1 MD_{t-1} + \dots + \beta_p MD_p + \varepsilon \quad (28)$$

$$MD_t = c_1 + \alpha_1 MD_{t-1} + \dots + \alpha_p MD_{t-p} + \beta_1 MVP_{t-1} + \dots + \beta_p MVP_p + \varepsilon \quad (29)$$

H₀ hipotezi: $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_p = 0$

H₁ hipotezi : En az bir $\beta \neq 0$

3.3.1. Serilerin Durağanlıklarının Tespiti

MVP-Kredi Dolarizasyonu ve MVP-Mevduat Dolarizasyonu için yapılacak nedensellik analizinde ilk adım serilerin durağanlığının araştırılmasıdır.

Granger ve Newbold (1986) yaklaşımına göre durağanlık şu şekilde ifade edilebilmektedir.

$$y_t = y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (30)$$

Ardışık bağımlı 30 numaralı eşitliğe test amaçlı $\rho=1$ katsayısı eklendiğinde:

$$y_t = \rho * y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (31)$$

ε_t eğer beyaz gürültü¹⁰ sergileyen bir hata terimi ise, bu eşitlik $\rho=1$ iken rassal yürüyüş sergileyecektir. Rassal yürüyüşe sahip bir değişken de durağan olmayacaktır. Eğer, $|\rho| < 1$ olursa y_t , durağan ve $I(0)$ olacaktır. En yaygın kullanılan genişletilmiş Dickey-Fuller ve Philips-Perron testlerinin özünde bu arayış yatmaktadır.

Nedensellik testlerinin yapılabilmesi için öncelikle bu değişkenlere ait serilerin durağan olması gerekmektedir. Bu nedenle değişkenlere ait serilerin durağan olup olmadıkları araştırılacaktır. Bir serinin birim kök içermesi o serinin durağan olmadığını göstermektedir.

Regresyondaki tüm değişkenler durağan ise sonuçlar anlamlı çıkacaktır. Ancak, durağan olmayan serilerde durağanlık sağlanıncaya kadar farkları alınıp fark serileri analiz edilirse sonuçlar anlamlı yorumlanabilecektir (Enders,1995).

Durağanlık zaman serisinin birim kökü olup olmadığına bakılarak anlaşılır. Dickey Fuller ya da Genişletilmiş Dickey Fuller sınamaları bu amaçla kullanılır. Bir seriyi durağan yapmak için d kez farkı alınır. Zaman serisi $I(d)$ ise d kez farkı alınınca $I(0)$ olur. $I(0)$ seri, birim kökü olmayan seridir (Gujarati, 2001).

Regresyon sonuçlarının sahte sonuçlar vermesi zaman serilerinde olası durumlardan biridir. Bunu engellemek için analize tabi tutulan serilerin birim kök içerip içermediklerinin araştırılması gereklidir. Serinin birim kök içermesi durağan olmadığı anlamına gelmektedir. En yaygın kullanılan Philips-Perron (PP) ve Genişletilmiş Dickey-Fuller (GDF) Testinde boş hipotez, serinin birim köke sahip

¹⁰ Sıfır ortalamalı, sabit varyanslı, seriler arası kovaryansı sıfır olan hata terimidir

olmasıdır. Serinin birim kökten kurtulması amacıyla farkı alınarak durağan serinin analize katılması sağlanmalıdır. Bu amaçla Tablo 5'te her bir değişken serisinin birim köke sahip olmayan düzeyinin bulunması amacıyla yapılan PP ve GDF test sonuçları sunulmuştur.

Tablo 5: Değişkenlerin Birim Köklerine İlişkin Genişletilmiş Dickey-Fuller ve Philips-Perron Testleri

Değişkenlerin Birim Kök Testlerine Göre P Değerleri					
PP			GDF		
	Düzey	1. fark	Düzey	1. fark	I(d)
<u>Sadece Kesişim katsayısı ile</u>					
MVP	0.0822**	0.0000*	0.0822	0.0000	I(1)
KD	0.9355	0.0000*	0.9249	0.0000	I(1)
MD	0.8275	0.0000*	0.7092	0.0000	I(1)
<u>Kesişim katsayısı ve trend ile</u>					
MVP	0.2412	0.0000*	0.2412	0.0000	I(1)
KD	0.6930	0.0000*	0.4295	0.0000	I(1)
MD	0.7417	0.0000*	0.6073	0.0000	I(1)

Boş hipotez her bir değişkenin birim köke sahip olmasıdır. * ve ** sırasıyla %1 ve %10 düzeyinde güvenilirliğe işaret etmektedir.

Değişkenlerin düzey değerleri için boş hipotezin reddedilmesi mümkün olamamakta, dolayısıyla birim köke sahip serilerin birinci farkları alındıktan sonra birim kök araştırmasına devam edilmektedir. MVP serisi için sadece kesişim katsayısı alınarak yapılan analizlerde, %10 düzeyinde anlamlılık çıksa bile, düzeyin düşük bulunması, kabul gören düzeyin en fazla %5 olması ve sadece bir seçenek için geçerliliği sebebiyle serinin düzey değeri durağan kabul edilmemiştir. Modelde kullanılan serilerin birinci farklarında durağan hale gelmelerinden ötürü I(1) olarak birim kök sayısı belirlenmektedir. Durağan olmayan değişkenlerin oluşturacağı

analizlerde sahte regresyon problemi ortaya çıkacağı için zaman serileri çalışmalarında ilk kontrol edilen serilerin birim kök içermesi durumudur.

3.3.2. Seriler Arasındaki Eşbütünleşmenin Araştırılması

Nedenselliği ölçmek için uygun yöntem, eşbütünleşmenin varlığına göre belirlenmektedir. Eşbütünleşme, seriler arasında mevcut ise uzun dönemli nedensellik hata düzeltme modeli kullanılarak ortaya konmalıdır (Rodriguez ve Rowe, 2007). Değişkenler durağan olmayan, ancak eşbütünleşik değişkenler iseler, Granger nedensellik test sonuçları geçersizdir. Değişkenleri $I(1)$ ve eşbütünleşik değişkenler iseler, aralarında en az bir tane tek yönlü nedensellik ilişkisi olabilir. Eşbütünleşme ilişkisi Granger nedenselliğin var olup olmadığını göstermesine rağmen, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünü gösteremez. Granger nedenselliğin yönü, vektör hata düzeltme modelinin tahmini ile tespit edilebilir (Engle-Granger, 1987)

Engle ve Granger'a (1987) göre, iki değişkenin eşbütünleşmesi şu şekilde tanımlanabilmektedir:

$$y_t, x_t \sim CI(d, b)$$

y_t ve x_t olarak iki seri d, b dereceden eşbütünleşik serilerdir, ve $d \geq b \geq 0$, eğer:

- her bir serinin durağanlık düzeyi d ise
- iki değişkenin doğrusal bileşimi, örneğin $\alpha_1 * x_t + \alpha_2 * y_t$, $d-b$ dereceden entegre iseler

$[\alpha_1, \alpha_2]$ vektörü eşbütünleşme vektörüdür.

Amaç, MVP ve kredi dolarizasyonu ile MVP ve mevduat dolarizasyonu arası ilişkileri araştırmak olduğundan iki ayrı eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Eşbütünleşme için analizi için İz Testi ve En Yüksek Eigenvalue Testi yapılmıştır.

Tablo6: MVP ve Kredi Dolarizasyonu için Eşbütünleşme Testleri

	N	H ₀	H ₁	P değeri	Değerlendirme
İz Testi	151	r = 0 r ≤ 1	r ≥ 1 r = 2	0.3493 0.5514	Eşbütünleşme yok
En Yüksek Eigenvalue Testi	151	r = 0 r ≤ 1	r ≥ 1 r = 2	0.3013 0.5514	Eşbütünleşme yok

Tablo7: MVP ve Mevduat Dolarizasyonu için Eşbütünleşme Testleri

	N	H ₀	H ₁	P değeri	Değerlendirme
İz Testi	151	r = 0 r ≤ 1	r ≥ 1 r = 2	0.6796 0.3435	Eşbütünleşme yok
En Yüksek Eigenvalue Testi	151	r = 0 r ≤ 1	r ≥ 1 r = 2	0.7116 0.3435	Eşbütünleşme yok

Değişkenler arasında en az bir eşbütünleşme bulunduğu durumda vektör hata düzeltme modeli (VECM), uygun model olmaktadır. Eşbütünleşme ilişkisinin bulunmaması dolayısıyla, VAR analizi kapsamındaki standart Granger Nedensellik analizinin uygulanmasına karar verilmiştir.

4.3.3. Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Ancak son bir adım olarak gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Granger Nedensellik Testinde, gecikme uzunluğunun farklı uygulanması test

sonuçlarının değişmesine neden olmaktadır. Bu amaçla, uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi için yapılan test sonuçları Tablo 8’de verilmiştir. Sonuçlara göre ele alınması gereken gecikme uzunluğunun 2 olması gerekmektedir.

Tablo8: Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi Testi

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	516.3752	-	1.45e-07	-7.230636	-7.168189	-7.205260
1	1116.091	1165.646	3.54e-11	-15.55058	-15.30079	-15.44908
2	1148.396	61.42413	2.55e-11*	-15.87882*	-15.44169*	-15.70118*
3	1153.294	9.107079	2.70e-11	-15.82105	-15.19658	-15.56729
4	1165.494	22.16623	2.59e-11	-15.86612	-15.05431	-15.53623
5	1173.530	14.26113	2.63e-11	-15.85254	-14.85339	-15.44653
6	1181.082	13.08299	2.68e-11	-15.83215	-14.64565	-15.35000
7	1189.539	14.29355	2.71e-11	-15.82450	-14.45066	-15.26623
8	1193.303	6.202730	2.93e-11	-15.75075	-14.18958	-15.11635
9	1203.722	16.72774	2.89e-11	-15.77073	-14.02221	-15.06020
10	1208.041	6.753298	3.10e-11	-15.70481	-13.76895	-14.91815
11	1220.029	18.2352*	2.99e-11	-15.74689	-13.62369	-14.88411
12	1231.071	16.32896	2.93e-11	-15.77564	-13.46510	-14.83673

* Kriterin belirlediği en uygun gecikme uzunluğunu vermektedir.

LR: LR test istatistiği

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

LR Test istatistiği hariç diğer tüm kriterlerin gecikme uzunluğunu 2 vermesi, aylık veri kullanıldığı için değişkenlerin birbirini anında değil 2 aylık bir gecikme ile etkilediği sonucu çıkarılmaktadır.

3.3.4. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Serilerin uygun hale getirilmelerinin ardından etkinin yönünü bulabilme amacıyla Granger Nedensellik Testi uygulanmıştır. Kredi dolarizasyonu, mevduat dolarizasyonu ve MVP arasındaki nedensellik ilişkisi Tablo 9’da verilmiştir.

Tablo 9: Kredi Dolarizasyonu, Mevduat Dolarizasyonu ve MVP Arasındaki Nedensellik İlişkisi

Boş Hipotez	P Değeri
MVP, kredi dolarizasyonunun Granger nedeni değildir	0.0194*
Kredi dolarizasyonu, MVP'nin Granger nedeni değildir	0.8678
MVP, mevduat dolarizasyonunun Granger nedeni değildir	0.0175*
Mevduat dolarizasyonu, MVP'nin Granger nedeni değildir	0.5968
Gözlem	151

*, %5 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Aylık verilere uygulanan Granger Nedensellik Testi sonuçları, teoriyi doğrulayarak MVP'nin kredi ve mevduat dolarizasyonunun nedeni olduğunu ortaya koymuştur. Tablo 9'te, boş hipotezlerin reddedildiği durumlar (P değerleri: $0.0194 < 0.05$ ve $0.0175 < 0.05$) kredi ve mevduat dolarizasyonunun temel belirleyicisinin MVP olduğunu ortaya koyarak ilişkilerin yönünü doğru yansıtmaktadır. Beklendiği gibi, ilişkiler tek yönlüdür. Kredi ve mevduat dolarizasyonlarının MVP'nin granger nedeni olmadığını belirten boş hipotezler reddedilmeyerek geçerliliğini korumaktadır ($0.8678 > 0.05$ ve $0.5968 > 0.05$)

Sonuçlara göre MVP'nin, teoriyle uyumlu şekilde dolarizasyon için iyi bir ölçüt çıkması ve MVP'nin de gerçekleşen düzeylerin oldukça altında hesaplanması, beraberinde mevcut dolarizasyon düzeylerinin bir risk unsuru oluşturduğu çıkarsamasını getirmektedir. Öyleyse, mevcut dolarizasyon göstergeleri, finansal kriz olasılığına etkide bulunmakta mıdır sorusuna yanıt aranmalıdır.

Dolayısıyla kredi alırken ve mevduat saklama tercihlerinde kişilerin yerli para ve yabancı paranın göreceli dalgalanmasının farkında oldukları söylenebilir. Böylelikle, MVP'nin dolarizasyon sürecinde güçlü bir gösterge olduğu verilerle de ortaya konmuş olmaktadır.

3.4 Finansal Kriz Olasılığının Test Edilmesi

Bu bölümdeki temel amaç, iki dolarizasyon ölçütünün kriz olasılığına etkisini araştırmaktır. Literatürde finansal krizler oldukça yer tutan konuların başında gelmektedir. Bankacılık krizi, döviz krizi gibi ayrı başlıklar ile anılsa da sistemin bir ayağında meydana gelen çöküş diğer ayakları da etkilediği için kriz konusu aslında sistemin bütünü ile ilgili bir araştırmadır.

Dolayısıyla çalışmanın bu bölümünde literatürde kabul görmüş finansal kriz değişkenlerine dolarizasyon göstergeleri de ilave edilerek beklenildiği gibi dolarizasyonun risk unsuru olup olmadığı araştırılmıştır.

3.4.1. Metodoloji

Finansal kriz olasılığı ile ilgili araştırmalarda temel alınan yöntem, Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1997) yöntemidir. Demirgüç-Kunt ve Detragiache(1997), çalışmalarında çok değişkenli logit modelini kullanarak 1980-1994 yılları arasında 29 ülke için analizlerde bulunmuşlardır. Bu ülkeler içinde Türkiye'de bulunmakta ve

1991 ile 1994 yılları içinde bankacılık krizi yaşanan dönemler olarak sayılmaktadır. Çalışmada, zayıf makroekonomik durumun göstergesi olarak düşük gayri safi yurt içi hasıla büyümesi, yüksek enflasyon, ani sermaye çıkışlarına duyarlı ve likit olmayan bankacılık sektörü, krediler içinde özel sektör kredilerinin yüksekliği, kredi büyüme hızı, açık mevduat sigortası ve zayıf kurumsal yapının varlığı kriz dönemlerini açıklayıcı faktörler olarak bulunmuş, mali bütçe açığı ve kurdaki değer kaybı bağımsız birer etki değişkeni olarak bulunmamıştır.

Bağımlı değişkenin 1 veya 0 şeklinde bir kukla değişken olarak tanımlandığı modellere niteliksel bağımlı değişken modelleri adı verilmektedir. Tahmin sonuçları bir şeyin gerçekleşme ya da olma olasılığını göstermektedir. Gereksinim duyulan nokta, olasılıkların sıfır ya da bir değerini almasına izin vermeyen ve 0-1 aralığına sıkıştırılmasını sağlayan bir fonksiyonun varlığıdır. Bu amaç için birikimli normal dağılım fonksiyonunun kullanımı ile probit, lojistik fonksiyonun kullanılması ile logit modeli oluşmaktadır. Logit daha popüler olmakla birlikte, iki model birbirine çok benzer olup hangisinin kullanılacağı araştırmacının tercihindedir (Kennedy, 2006). Probit modelle kıyaslandığında logit modelin bağımlı değişkenin her iki çıktı arasında eşit dağılmadığı durumlarda daha iyi sonuç verdiği görülmektedir (Manesse vd., 2003, Feridun, 2007).

Logit fonksiyon, bir durumun gerçekleşme olasılığını ölçmektedir ($Y=1$). Gerçekleşme olasılıklarının S şeklindeki olasılık dağılım fonksiyonu ile 0 ve 1 arasında kalmasını sağlayan logit model * numaralı eşitlikteki gibidir.

$$Pr(y_i = 1|x_i, \beta) = 1 - (e^{-x_i' \beta} / (1 + e^{-x_i' \beta})) \quad (32)$$

3.4.2 Veri seti

Verilerin derlenmesinde, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın web sitesinde yer alan elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) ve Uluslararası Para Fonu'nun International Financial Statistic (IFS) serilerinden yararlanılmıştır. Seriler 1996Q2-2008Q3 arasını kapsamaktadır.

Kullanılan açıklayıcı değişkenler, kısmi dolarizasyona, makroekonomik duruma ve finansal sisteme ilişkin değişkenler olmak üzere üç grup altında incelenebilmektedir.

Kısmi dolarizasyona ilişkin; literatürün tamamına yakın kısmında kullanılarak temel gösterge haline gelmiş olan mevduat dolarizasyonu ve kur riskine bağlı olarak ortaya çıkan geri ödenmeme riskinin bir göstergesi olarak da kredi dolarizasyonu¹¹ kullanılmıştır.

Makroekonomik duruma ilişkin değişkenler, enflasyon, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) büyümesi¹² ve faiz oranı değişimidir.

Finansal sisteme ilişkin değişkenler ise; risk almanın boyutu olarak yurt içi özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranı¹³, kredi patlaması var ise bu durumun

¹¹ Kurdaki dalgalanmaya bağlı olarak ortaya çıkabilecek bir geri ödenmeme riski araştırıldığı için kime verildiğine bakılmaksızın dolar kredilerin tamamı alınmıştır.

¹² Mevsimsellik tespit edildiği için öncelikle Tramo/Seats yöntemi kullanılarak mevsimsellikten arındırılan seri kullanılmıştır.

ölçütü olarak yurt içi kredilerin büyüme oranı, ani sermaye çıkışları olup bankadan çıkışlar başlarsa oluşacak riskin boyutu olarak M2¹⁴ para arzının TCMB yabancı para rezervlerine oranı ve bankacılık sisteminin likiditesinin ölçütü olarak da nakit ve banka rezervleri toplamının banka varlıklarına oranı alınmıştır.

Kredi dolarizasyonu, mevduat bankaları ile kalkınma yatırım bankalarının kullandıkları yabancı para kredilerin bankacılık sistemi kredi hacmi içindeki oranıdır.

Mevduat dolarizasyonu, yerleşiklerin yabancı para mevduatlarının toplam mevduatlara oranıdır.

Enflasyon, tüketici fiyat endeksi değişimidir.

Faiz değişimi, IFS'in sunduğu, Türkiye interbank para piyasası faiz oranındaki değişim alınmıştır.

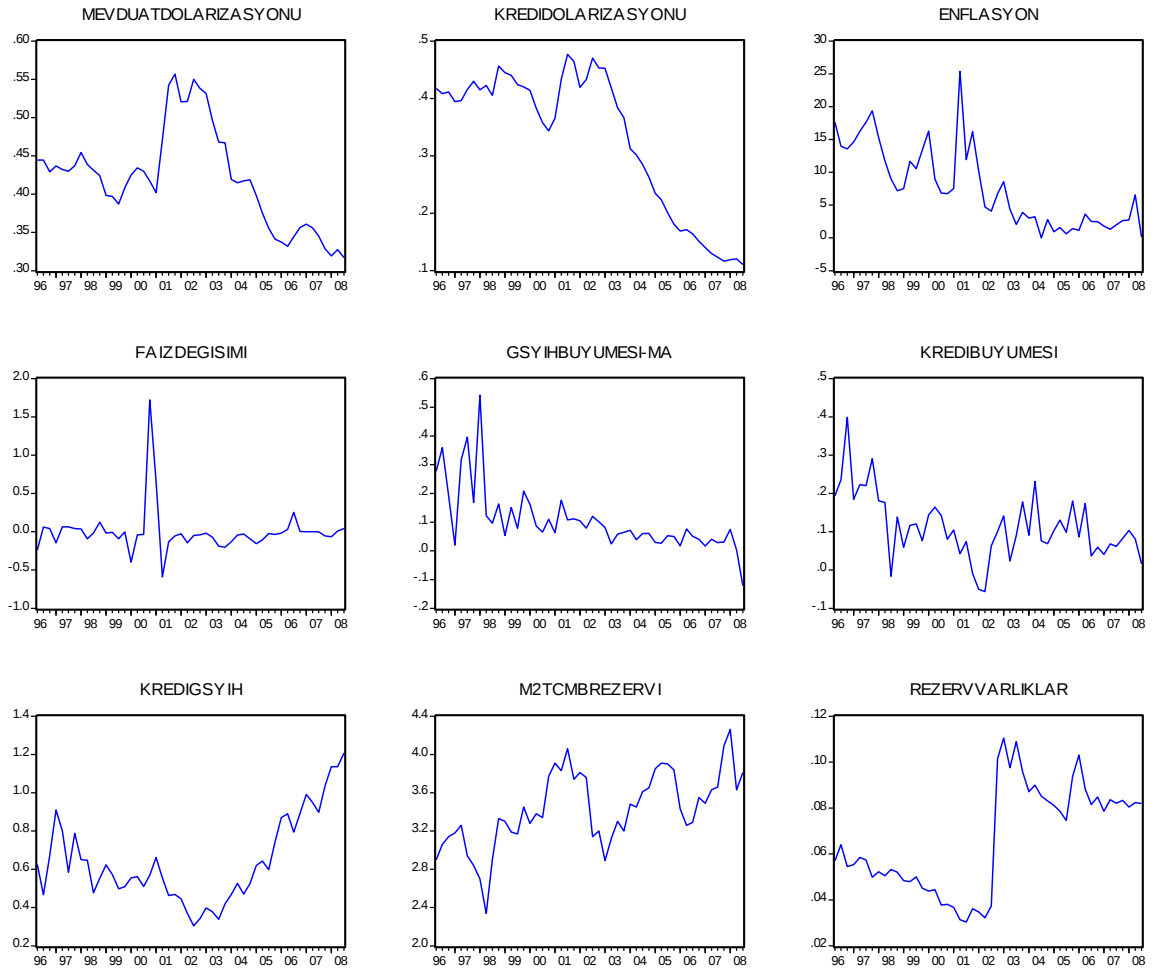
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyümesi, üçer aylık GSYİH artışlarıdır.

Grafik 15'te bağımsız değişkenlerin zaman içerisindeki değişimleri gösterilmiştir.

¹³ Bankaların temel işlevi fon aktarımı olduğu için topladıkları mevduatın ne kadarını ekonomiye, özellikle de reel sektöre aktardıkları önemlidir. Mevduat bankalarının kredi/mevduat oranı TCMB verilerine göre 2002 yılında 25.4 iken 2008 Kasım ayında bu rakam 68.1'e ulaşmıştır.

¹⁴ IFS verilerinden alınan serinin, yurtdışı tanım ile yurtiçi tanım uyumlaştırılana kadar farklı içerikte olması nedeniyle 2005Q4 dönemine kadar M2Y, ardından M2 olarak alınmıştır.

Grafik 15: Bağımsız Değişkenlerin Zamansal Değişimi



Kriz bağımlı değişkeni için hangi dönemlerin kriz kriz dönemi olarak kabul edileceğine yönelik bir eşik değer kullanılmalıdır. Kullanılan eşik olarak, ABD Dolarının kur değişiminin %20'yi aştığı dönemler seçilmiştir. Kur değişimi, TCMB dolar alış kurundaki değişimdir.

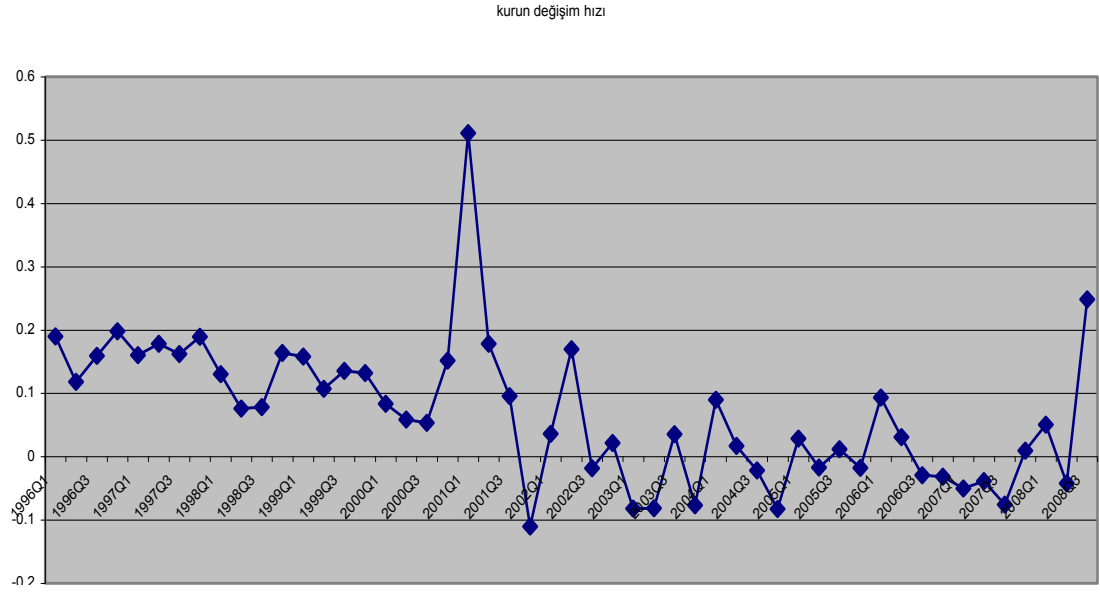
Eşik olarak kurların oynaklığının seçilmiş olmasının nedeni uluslararası ödemeler sisteminde kurların düzeyinin ve oynaklığının tartışıla gelen bir konu olmasıdır. Williamson (1986), sanayileşmiş ülkelerin paralarının denge döviz

kurlarını tahmin etmelerini ve bu düzeyin altında ve üstünde %10'luk bir oynamaya izin verilmesi gerektiğini belirtmiştir. Kurlar bu aralığın dışına çıkma eğilimine girdiğinde ise devlet müdahalesi ile yine bu sınırların içine çekilmeliydi¹⁵. Görüldüğü gibi %10 düzeyinde bir değişim normal kabul edilmektedir.

Grafik16'da kurların seyri gösterilmiştir. 2000 Kasım Krizi ve 2008 sonunda eşik değerler geçildiği için bu dönemler kriz dönemi alınıp veri setinde 1 olarak kodlanmıştır. Ayrıca Berg et al(1999), Krznar(2004) ve Feridun(2007) döviz krizleri ile makroekonomik ve finansal değişkenleri ilişkilendirdikleri yayınlarında kullandıkları yöntemi takip ederek sadece kriz dönemi değil krizden önceki yıl içerisinde dataların bozulmaya başladığı varsayımıyla kriz öncesi bir yıl olacak şekilde dört çeyrek dönem de de $Y=1$ olarak kodlanmıştır.

¹⁵ Bu uygulamaya 'hedef değişme alanı(target zone) denmektedir. 1987'de G7 ülkeleri Louvre'da dolar-yen ve dolar-mark kurları için 'hedef değişme alanı' belirlenmesi üzerinde anlaşma sağlamışlardır.ancak bu ülkelerin merkez bankalarının yoğun müdahalelerine karşın, kurlar geniş marjlar içinde dalgalanmasını sürdürmüştür (Seyidolu, 1998)

Grafik 16: Eşik Değerlerin Belirlenmesi- Kurların Seyri



Kaynak: TCMB verilerinden derlenerek hazırlanmıştır.

3.4.3 Logit Analizi

Belirlenen yöntem olarak uygulanan logit analizi sonuçları Tablo 10'da sunulmuştur.

Tablo10: Logit Analizi Sonuçları

	Model1	Model2	Model3	Model4
Kredi Dolarizasyonu	-2.018			-173.301**
Mevduat Dolarizasyonu	-0.703			67.259
Enflasyon		0.246**		0.848***
Faiz Değişimi		2.051**		1.207
GSYİH Büyüme Hızı		-16.806**		-2.813
Kredilerin Büyüme Hızı			6.306	25.665
Yurtiçi Krediler/GSYİH			10.230***	-15.379
M2/TCMBRezervi			6.317***	5.010*
Banka Rezervleri/Banka Varlıkları			-148.469***	-644.85***
Mcfadden R ²	% 1.5	% 19	% 55	% 72

* %10 , ** %5 ve ***%1 düzeyinde anlamlılığı vermektedir

Logit analizi ile elde edilen katsayıların doğrusal regresyon modelindeki gibi bağımlı değişkenin üzerindeki yüzde etki olarak yorumlanmaması gerekmektedir. Katsayılar, kriz olma olasılığına etki olarak yorumlanacağı için beklenen katsayı işareti, başka bir deyişle ilgili değişkenin kriz çıkma olasılığına katkısına etkisinin pozitif veya negatif yönde olması ve değişkenlerin istatistiksel anlamlılığı dikkat edilmesi gereken unsurlardır.

Sadece dolarizasyon verilerinin kriz olasılığına etkisi ölçüldüğünde her iki değişkenin de anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu durum, Honig (2006) sonuçlarıyla uyumludur. Tek başına ele alınan makro değişkenlerin ise tamamı kriz olasılığı üzerinde anlamlıdır. Doğrusal regresyon modelinde kullanılan R² logit modelde bir

anlam ifade etmediğinden bu model için geliştirilmiş olan McFadden R^2 kullanılarak modelin açıklama gücünün yaklaşık yüzde 20'ye yükseldiği görülmektedir.

Sadece finansal değişken verilerinin analize tabi tutulması sonucu elde edilen bulgularda ise kredilerin büyüme hızı haricindeki üç değişkenin de yüzde bir gibi yüksek bir anlamlılık derecesinde dahi anlamlı değişkenler olarak belirdikleri görülmektedir. Modelin açıklama gücü ise yüzde 55'e çıkmaktadır.

Tüm değişkenlerin bir bütün olarak kriz olasılığına etki etmeleri durumunda modelin açıklama gücü yüzde 72 olmaktadır. Kredi dolarizasyonu değişkeni yüzde 5 düzeyinde anlamlı hale dönüşürken, makro değişkenlerden sadece enflasyon ve finansal değişkenlerden banka rezervlerinin banka varlıklarına oranı ile M2 para arzının merkez bankası rezervlerine oranı değişkenleri model için anlamlı sonuçlar vermektedir.

Katsayılar, kriz gerçekleşme ihtimalindeki değişimi ölçmektedir. Logit modelde, katsayıların doğrusal regresyon modelindeki gibi yorumlanmaması gerekmektedir. Katsayılar, krizin gerçekleşme olasılığına etki olarak oluşmaktadır. İlgili değişkenin kriz oluşma olasılığına katkısına etkisinin pozitif veya negatif yönde olması ve değişkenlerin istatistiksel anlamlılığı dikkat edilmesi gereken unsurlardır. Doğrusal bir regresyon modelinde bir açıklayıcı değişkenin eğim katsayısı, o değişkenin değerindeki bir birim değişmeye karşılık bağımlı değişkenin ortalama değerinde yaratılacak etkiyi ölçmektedir. Ancak, doğrusal olasılık modeli, logit ve probit gibi modeller, bir olayın gerçekleşme olasılığı ile ilgilendiklerinden eğim katsayıları aynı şekilde yorumlanamamaktadır. Bu amaçla, katsayılar

standartlaştırılarak marjinal etkilere dönüştürülmüştür. Williams (2008) yöntemi kullanılarak marjinal etkiler hesaplanmıştır.

$$X_k \text{ İçin Marjinal Etki} = P(Y=1 |X) * P(Y = 0|X) * b_k \quad (33)$$

b_k : modele uygulanan logit analizi sonucu o değişken için bulunan katsayı deęeridir.

Tablo 11: Standartlaştırılmış Marjinal Etkiler

	Model1	Model2	Model3	Model4
Kredi Dolarizasyonu	-0.207			-17.836**
Mevduat Dolarizasyonu	-0.122			11.693
Enflasyon		15.975**		55.021***
Faiz Değişimi		-0.005**		-0.003
GSYİH Büyüme Hızı		-0.155**		-0.026
Kredilerin Büyüme Hızı			0.064989	0.264
Yurtiçi Krediler/GSYİH			4.554287***	-6.846
M2/TCMB Rezervi			77.87473***	20.330*
Banka Rezervleri/Banka Varlıkları			-0.56942***	-2.472***

Tüm değişkenlerin bir bütün olarak ele alındığı model için bakıldığında anlamlı değişkenlerden kredi dolarizasyonunun kriz çıkma olasılığını yüzde 17 düzeyinde düşürücü etki yapar sonuç vermesi dikkat çekicidir. Bankaların kur riskini düşürmek amacıyla gelen dolar mevduatları dolar krediye döndürmelerinin kur riskini geri ödenmeme riskiyle yer değiştirteceğine değinilmişti. Bu etkinin küçük kaldığı, bankaların bilançolarının aktif ve pasiflerinde kur uyumunu sağlamalarının

öne geçtiği söylenebilir. Bir diğer dikkat çekici değişken de enflasyondur. Yüzde 55 gibi önemli bir derecede krize katkısı olduğu görülmektedir. Beklenildiği gibi bankaların rezervlerini artırarak kendilerini korumaya almaları kriz olasılığını düşürücü etki yapmaktadır ancak bu etki yüzde 2 gibi düşük bir düzeyde kalmıştır. Bir diğer anlamlı değişken olan M2 para arzının TCMB rezervlerine oranı yüzde 20 gibi kriz olasılığını artırıcı etkiye sahiptir. Merkez bankası rezervlerinin mevcut para arzı içindeki oranının küçülmesi, merkez bankasının müdahale gücünün görece azalmasıyla kriz olasılığına pozitif katkıda bulunmaktadır.

Finansal dolarizasyonun para politikasının üzerindeki etkisi ve kur sistemleriyle ilişkisi için ampirik çalışmaların sonuçları kesin değildir. Reinhart ve diğerlerine (2003) göre, dolarizasyonun, genel beklenen kanının aksine, para politikası üzerinde olumsuz etkisi bulunamamıştır. Ancak, döviz kurunun ekonomiye nüfuzunu arttırarak dalgalanma korkusunu tetiklemesi daha büyük bir problem yaratmaktadır. Arteta (2002) ise çalışmasında, döviz kuru rejiminin kredi dolarizasyonuna etkisini geliştirmekte olan ülkeler ve geçiş ekonomilerinde araştırmıştır. Bulgular kredi dolarizasyonunun mevduat dolarizasyonundan farklı olarak döviz kuru rejimlerinde değişme göstermediğini ortaya koymaktadır. Ekonometrik analizler bankacılık sistemindeki yüksek dolarizasyon ile döviz ve bankacılık krizleri arasındaki ilişkiyi destekleyecek pek az kanıt bulabilmekte, aksine mevduat dolarizasyonunun olumlu etkisinden bile söz edilmektedir. böylelikle; teorik olarak düşünülen riskler ampirik olarak tam kanıtlanamamış olmaktadır.

Yurt içi finansal sistemdeki dolarizasyon ölçümleri ülkeler arasında original sin ölçümlerine göre daha fazla farklılık göstermektedir. Arteta (2003), ampirik

alışmasıyla, bankacılık sistemindeki yüksek yükümlölük dolarizasyonunun gelişmekte olan ölkelerdeki bankacılık veya döviz krizlerinin çıkma olasılığını artırıcı etki yaptığına ve bu ölkelerdeki kriz maliyetlerinin daha yüksek olduğuna dair bir kanıt bulamamıştır. Ancak de Nicolo vd. (2003) dolarize finansal sistemlerin yüksek risk taşıdığı sonucuna ulaşmışlardır.

SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Bu çalışma, dolarizasyonun mevcut düzeyinin ekonomiye sağladığı fayda veya getirdiği maliyetleri doğrudan tartışmak yerine, öncelikle optimal düzeyin ne olabileceğini sorgulaması ve elde edilen sonuçları finansal kriz çıkma olasılığı ile ilişkilendirmeyi amaçlaması nedeniyle özgün bir çalışmadır.

Dolarizasyon kavramı farklı alt gruplara ayrılrsa da, temelde, ekonomide ulusal para birimi yerine veya ulusal para birimi yanında başka bir yabancı para biriminin de varlığını tanımlamaktadır. Yabancı para biriminin hangi ülkeye ait olduğuna bakılmaksızın, en güvenilir ve yaygın geçerliliği olması nedeniyle ABD Doları'nın baskın durumuna bağlı olarak dolarizasyon tanımlaması yapılmaktadır.

Paranın geleneksel işlevleri açısından düşünüldüğünde, ödeme aracı olarak dolaşımda olan nakit dolar miktarlarının bilinmesinin güçlüğü veya imkansızlığı sonucu, dolarizasyonu ölçüm aracı olarak kullanılan değişkenler aslında varlık ikamesinin birer göstergesi olmaktadır. Bu çalışmada kullanılan mevduat ve kredi dolarizasyonu, ekonomik birimlerin değer saklama amacı ile dolar varlıkları tercih etmeleriyle ortaya çıkmış birer ekonomik sonuçtur.

Ekonominin iç dinamiklerine bağlı olarak olması gereken optimal düzeyde dolarizasyonu açıklayan minimum varyans portföyü yaklaşımına göre; yatırımcıları dolar kullanmaya iten unsur, döviz kuru ve enflasyonun düzey değerleri değil, görece dalgalanmalarıdır. Yatırımcılar, yerli paranın oynaklığını gösteren enflasyon, reel

kura göre daha az volatil ise enflasyon yüksek olsa bile güvenli liman olarak yine de yerli parayı tercih edecektir. Tersine, reel kur, enflasyona göre daha az volatiliteye sahip ise dolar cinsinden sözleşmeler tercih edilecektir. Böylelikle ekonominin önemli iki makroekonomik değişkenine göre belirlenmiş doğal bir dolarizasyon oranının varlığından söz edilebilmektedir.

Türkiye için olması gereken MVP düzeyinin hesaplanması çalışmanın çıkış noktasını oluşturmaktadır. Aylık verilerle 1996:07 -2009:03 dönemi için elde edilen sonuçlara bakıldığında gerçekleşen dolarizasyon düzeylerinin olması gerekenin oldukça üzerinde olduğu, ancak enflasyondaki artışa bağlı olarak 2008 yılında durumun tam tersine döndüğü görülmektedir. Ancak bir ölçüm kriteri olarak kullanılan MVP bu amaca ne kadar uygun bir kriterdir, teoride belirtildiği gibi dolarizasyonun temel belirleyicisi ise nedensellik testlerinde de aynı yönde etkileri sunmalıdır sorusundan hareketle uygulanan Granger Nedensellik Testi sonuçları, teoriyi destekler nitelikte çıkmıştır. Dolayısıyla, ölçülen MVP'nin optimal değerlerin belirlenmesinde güçlü bir araç olduğu sonucuna varılmıştır.

Çalışmanın son bölümünde, dolarizasyon karşıtlarının üzerinde en çok durduğu dolarizasyonun finansal kriz olasılığına katkı yaptığı argümanı tartışmaya açılmıştır. Finansal krizler literatürde geniş bir yer tutsa da dolarizasyon verilerinin ölçüme dahil edilmesi nedeniyle bu çalışma Türkiye için literatürdeki bir boşluğu doldurmayı amaçlamıştır.

Elde edilen sonuçlarda, sadece dolarizasyon verilerinin kriz olasılığına etkisi ölçüldüğünde her iki değişkenin de anlamlı olmadığı ve modelin açıklama gücünün de % 1.5 gibi çok düşük düzeyde seyrettiği görülmektedir. Tek başına ele alınan makro değişkenlerin ise tamamının (enflasyon, faiz değişimi ve GSYİH büyüme hızı) kriz olasılığı üzerinde anlamlı olması dikkat çekicidir. Tüm değişkenlerin bir bütün olarak kriz olasılığına etki etmeleri durumunda modelin açıklama gücü yüzde 72 olmaktadır. Kredi dolarizasyonu değişkeni yüzde 5 düzeyinde anlamlı hale dönüştürken, makro değişkenlerden enflasyon ve finansal değişkenlerden banka rezervlerinin banka varlıklarına oranı ile M2 para arzının merkez bankası rezervlerine oranı değişkenleri model için anlamlı sonuçlar vermektedir. Elde edilen sonuçlar, Honig (2006) ve Arteta (2003) bulgularıyla uyumludur, finansal dolarizasyonun finansal kriz olasılıklarına katkısı ampirik sonuçlar ile desteklenmemektedir.

KAYNAKÇA

Adrian, A., Ize, A., Yeyati, E.,Y., 2006, 'Financial Dollarization: The Policy Agenda', <http://books.google.com.tr/books?id=LF2ARdA8u6sC>

Akçay, O. C., Alper, C.E., Karasulu, M. , 1997, 'Currency Substitution and Exchange Rate Instability: The Turkish Case', *European Economic Review*, 41

Ardıç, O.P., Selçuk , F, 2006, 'The dynamics of a newly floating exchange rate: the Turkish case,', Applied Economics, , vol. 38(8)

Arteta, C., Ó., 'Are Financially Dollarized Countries More Prone to Costly Crises?', Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers Number 763, March 2003

Barajas, A., Morales, R.A., 'Dollarization Of Liabilities: Beyond Usual Suspects', January 2003, Working Paper No: 03/11, Washington D.C., International Monetary Fund

Bergsten, C., F., 1996, 'Dilemmas Of The Dollar', New York University Press, Second Edition

Berg, A., Borensztein,E., 2000, 'The Dollarization Debate', Finance And Development, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/03/berg.htm>

Billmeier, A., Mathisen, J., 2006, 'Analyzing Balance-Sheet Vulnerabilities in a Dollarized Economy: The Case of Georgia, Working Paper No:06/173, International Monetary Fund.

Bleaney, M., Bougheas, S., Skamnelos, I., 2008, 'A Model Interactions Between Banking Crisis And Currency Crisis', Journal Of International Money And Finance, 27, 695-706

Broda, C., Yeyati, E.L., 2003, 'Endogenous Deposit Dollarization', Federal Reserve Bank Of New York Staff Reports, No. 160

Burnside, C., M., Eichenbaum, S. Rebello, 2001, 'Hedging And Financial Fragility In Fixed Exchange Rate Regimes', European Economic Review, 45, 7

Cabellero, R., Krishnamurthy, A., 2003, 'Excessive Dolar Debt: Financial Development And Underinsurance', Journal Of Finance, 58, 2

Calvo, G., Vegh, C.A., 'Currency Substitution In Developing Countries: An Introduction', 1992, Working Paper No:92/40, Washington D.C., International Monetary Fund

Catao, L., Terrones, M.E., 2000, Determinants Of Dollarization: The Banking Side', IMF Working Paper No. 00/146

Chang, R., 2000, 'Dollarization: A scorecard', *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta; Third Quarter 2000; 85, 3, s.1-11

Civcir, İ., 2003, 'Dolarization and Its Long-run Determinants in Turkey', *Middle East Economic Series*

Cuddington, J.T., 1983, 'Currency Substitution, Capital Mobility And Money Demand', *Journal Of International Money And Finance* 2, 1

Domaç, İ., Martinez Peria, M., 2003, Banking Crisis And Exchange Regimes: Is There A Link?', *Journal Of International Economics*, 61,1.

Eichengreen, B., Rose, A.K., Wyplosz, C., 1996, Contagious Currency Crisis, NBER Working Paper Series 5681

Eichengreen, B., Hausmann, R., Panizza, U., 2002, 'Original Sin: The Pain, The Mystery And The Road To Redemption', The Conference On Currency And Maturity Matchmaking: Redeeming Debt From Original Sin. Inter-American Development Bank, Washington

Engle, R.F., Granger, C.W.J., 1987, "Cointegration And Error Correction: Representation Estimation And Testing", *Econometrica* 55

Enders, W, 1995, 'Applied Econometric Time Series', Wiley Series In Probability And Mathematical Statistics, New York

Feige, E., L., Dean, J., 2002, 'Dollarization And Euroization In Transition Countries: Currency Substitution, Asset Substitution, Network Externalities And Irreversibility', International Conference On "Euro And Dollarization: Forms Of Monetary Union In Integrating Regions, Fordham University, New York

Feige, E.L., 2002, 'The Dynamics Of Currency Substitution, Asset Substitution And De Facto Dollarization And Euroization In Transition Countries', The Eighth Dubrovnik Economic Conference: Monetary Policy And Currency Substitution In The Emerging Markets, Dubrovnik

Feige, E., L., Faulend, M., Šonje, V., Šošić, V., 2000, 'Currency Substitution, Unofficial Dollarization And Estimates Of Foreign Currency Held Abroad: The Case Of Croatia', Sixth Dubrovnik Economic Conference, Dubrovnik

Feldstein, Martin, 2002, 'Economic And Financial Crisis In Emerging Market Economies: Overview Of Prevention And Management' nber Wp Series, Wp8837

Feridun, M, 2007, 'Determinants of Currency Crises in Emerging Markets: An Empirical Investigation on Turkey', Department Of Economics Discussion Paper Series, WP2007-01

Flood, R. And Marion, N. 1999. Perspectives On The Recent Currency Crisis Literature. *International Journal Of Finance And Economics* 4, 1–26.

Granger, C.,W.,J., Ghseis,E., Wanson, N.R., Watson, M., W., 2001, *Essays In Econometrics: Causality, Integration, Cointegration And Long Memory*, Cambridge University Pres, <http://books.google.com.tr/books?id=cafyVrxF5uwC>

Henderson, D. And Salant, S. 1978. Market Anticipations Of Government Policies And The Price Of Gold. *Journal Of Political Economy* 86, 627–48.

Honig, A., ‘Dollarization, Exchange Rate Regimes And Government Quality’, *Journal Of International Money And Finance* 28 (2009) 198–214

Honig, Adam, 2006, ‘Is There A Link Between Dollarization And Banking Crises?’, *Journal Of International Development*, 18, 1123–1135

IMF, 1998, *Financial Crisis: Characteristics And Indicators Of Vulnerability* Chapteriv, World Economic Outlook
[www.Imf.Org/External/Pubs/Ft/Weo/Weo0598/Index.Htm](http://www.imf.org/External/Pubs/Ft/Weo/Weo0598/Index.Htm)

Inter-American Development Bank, 2004, ‘Unlocking Credit: The Quest For Deep And Stable Bank Lending’, <http://books.google.com.tr/books?id=5lMTxWGjn6gC>

Ize, A., Yeyati, E., L., 2005, 'Financial De-Dollarization: Is It For Real?', Working Papers 05/187, International Monetary Fund.

Ize, A. 2005, 'Financial Dollarization Equilibria: A Framework For Policy Analysis', Working Papers 05/186, International Monetary Fund.

Ize, A., Yeyati, E.L., 2003, 'Financial Dollarization', Journal Of International Economics 59, S.323–347

Ize, A., Parrado,E., 2002, Dollarization, Monetary Policy And The Pass-Through, IMF Working Paper, No:188

Jeanne, O., 2002 , 'Why Do Emerging Economies Borrow In Foreign Currency ?', Conference 'Currency And Maturity Matchmaking:Redeeming Debt From Original Sin', Inter-American Development Bank

Joines, D.H., 1985, International Currency Substitution And The Income Velocity Of Money, Journal Of International Money And Finance 4, 303-316.

Kaminsky, G. L., Reinhart, M. (1999); "The Twin Crises : The Causes Of Banking And Balance-Of-Payment Problems", The American Economic Review 89, 3, P.473.

Kennedy, P., 2006, 'Ekonometri Kılavuzu', Gazi Kitabevi, Ankara

Krugman, P., 1997, 'Currencies And Crisis', MIT Pres, London

Luca, A., Petrova, I., 2003. 'Credit Dollarization In Transition Economies: Is It Firms_ Or Banks_ _Fault_?' Mimeo. In: Proceedings Of The LACEA Conference, Puebla, Mexico, October.

Manasse, P.; Roubini, N. and Schimmelpfennig , 2003, "Predicting Sovereign Debt Crises", IMF Working Paper No WP/03/221

Mendoza, E.G., 2001, 'The Benefits Of Dollarization Whwn Stabilization Policy Lacks Credibility And Financial Markets Are Imperfect, Journal Of Money, Credit And Banking, Vol:33, No:2

Miles, M.A., 1978, Currency Substitution, Flexible Exchange Rate, And Monetary Independence, American Economic Review 68, 429-436.

Morales, J. A., 2003, "Dollarization Of Assets And Liabilities: Problem Or Solution?: The Case Of Bolivia," Presented At The Bank-Fund Annual Meetings.

Mourmouras, A., Russell, S., H.,, 2000, 'Smuggling, Currency Substitution And Unofficial Dollarization: A Crime-Theoretic Aproach', Working Paper No: 00/176, Wahington D.C., International Monetary Fund

Nicolo, G.D., Honohan, P., Ize, A., 2005, 'Dollarization Of Bank Deposits: Causes And Consequences' , Journal Of Banking & Finance , 29, S.1697–1727

Nicolo, G.D., Honohan, P., Ize, A., 2003, 'Dollarization Of The Banking System: Good Or Bad?', Working Paper No:03/146, Washington D.C., International Monetary Fund

Özcan, K.M., Us, V., 2006, 'Dolarizasyon Sürecinde Son Gelişmeler: Türkiye Ekonomisi Örneği', TİSK Akademi, C.1, S.2, S.98-116

Özmen, E., Yalçın, C., 2007, 'Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye'de Reel Sektör Finansal Yapısı Ve Borç Dolarizasyonu', Araştırma Ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No: 07/06

Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., Savastano, M.A., 2003, 'Addicted To Dollars', National Bureau Of Economic Research Working Paper 10015, [Http://Www.Nber.Org/Papers/W10015](http://www.Nber.Org/Papers/W10015)

Rennhack Nozaki , 2006 , Financial Dollarization In Latin America, IMF Working Paper No:06/7

Rodriguez ,G., Rowe, N., 2007, Why U.S. Money Does Not Cause U.S. Output,But Does Cause Hong Kong Output, Journal Of International Money And Finance 26

Rosier, B., 1994, İktisadi Kriz Kuramları, İletişim Yayınları, İstanbul

Savastano, M., 1996, 'Dollarization In Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues' Imf Working Paper, 96/4, Washington

Seyidoğlu, Halil, 1998, Uluslararası İktisat: Teori, Politika Ve Uygulama, Güzem Yayınları, No:14, İstanbul

Thomas, L.R., 1985. Portfolio Theory And Currency Substitution. Journal Of Money, Credit, And Banking, vol:17, no:3, 347–357.

Torre, A.D., Schmukler, S. L., 2004, 'Coping With Risks Through Mismatches: Domestic And International Financial Contracts For Emerging Economies', International Finance 7:3

Yeyati, E., L., 2006, 'Financial Dollarization: Evaluating The Consequences', Economic Policy, January,

Yılmaz, D., 2006, 'Dollarization Consequences And Policy Options', International Conference On Dollarization: Consequences And Policy Options, İstanbul

Yılmazkuday, H., 2008, Twin Crises In Turkey: A Comparison Of Currency Crisis Models The European Journal of Comparative Economics. , 5, 1

Yinusa, D., O., 2008, Between Dollarization And Exchange Rate Volatility: Nigeria's Portfolio Diversification Option, Journal Of Policy Modeling, 30

Yörükoğlu, M., ., 2006, 'Economic Convergence And Exchange Rate Regimes', International Conference On Dollarization: Consequences And Policy Options, İstanbul

Williams, R., 2009, "Categorical Data Analysis Sociology 73994", Www.Nd.Edu/~Rwilliam/Xsoc73994/L08.Pdf