

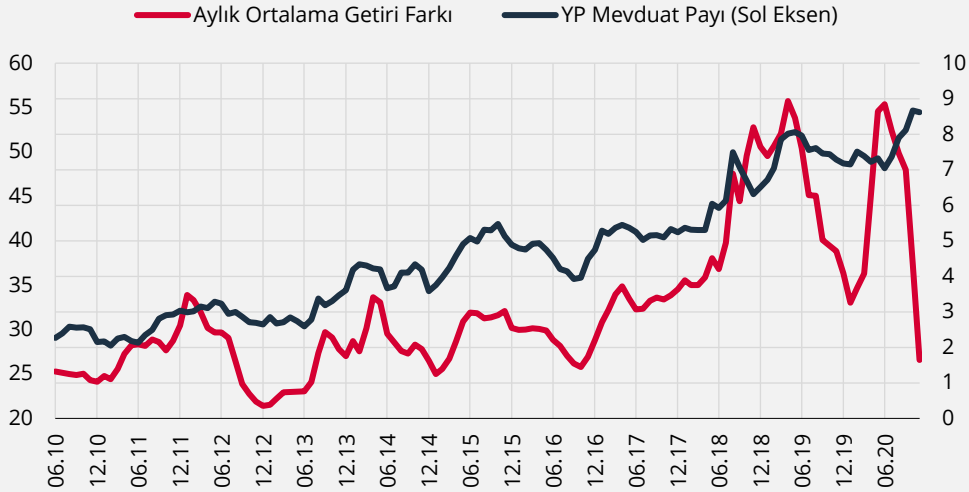
## Kutu 2.1

### Mevduat Dolarizasyonunu Etkileyen Unsurlar

Mevduat dolarizasyonu, yurt içi yerleşiklerin tasarruflarında yabancı para (YP) ağırlığının artması şeklinde ifade edilebilir. Tasarruf sahiplerinin tercihlerinde YP mevduata yönelik belirgin bir yönelimin ortaya çıkması para politikası aktarım mekanizmasını zayıflatmakta ve döviz kuru üzerinde baskı oluşturarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı tehdit edebilmektedir. Bu kutuda, yakın dönemde doğrudan portföy yatırımları ve swap işlemleriyle gerçekleşen sermaye girişlerine karşın yurt içi yerleşiklerin YP mevduat tercihlerinde görülen katılık ve ters para ikamesini engellen unsurlar tartışılmaktadır.

Mevduat dolarizasyonu, parasal aktarımın temel unsurlarından olan mevduat faizleri ve döviz kuru beklentileriyle yakından ilişkilidir. Yapılan analizler mevduatın bankalar için istikrarlı bir fonlama kaynağı olduğuna ve bu durumun mevduat faizlerinde katılığa neden olduğuna işaret etmektedir (Driscoll, 2013; Drechsler ve diğerleri, 2017). Diğer yandan, yatırımcılar için TL ve YP mevduatın her ikisinin de bir seçenek olduğu durumda yatırım tercihlerinde göreceli getiriler önem kazanmaktadır. Mevduat tercihlerine olası etkisini incelemek amacıyla, TL mevduat getirisi ile YP mevduat getirisi ve döviz kuru beklentilerini içeren göreceli getiri serisi oluşturulmuştur. Korunmalı faiz paritesi koşuluna (CIP) dayanan bu analize göre 3 ay vadeli TL mevduat getirisi ile aynı vadede ABD doları cinsi mevduat, vadeli döviz satım anlaşması ile korunarak vade sonunda TL cinsi elde edilecek getiriler karşılaştırılmıştır. Bu yaklaşım ile TL mevduat tercih eden yatırımcının taşıdığı değer kaybı riskine karşın ne kadar göreceli getiri elde ettiği incelenmiş ve göreceli getiri farkının dolarizasyon eğilimini açıklamada anlamlı olduğu görülmüştür.

**Grafik 1: Aylık Ortalama Getiri Farkı (YP-TL) ve Toplam Mevduat İçerisinde YP Mevduat Payı (%)**



Kaynak: BDDK, TCMB, Yazarların hesaplamaları.

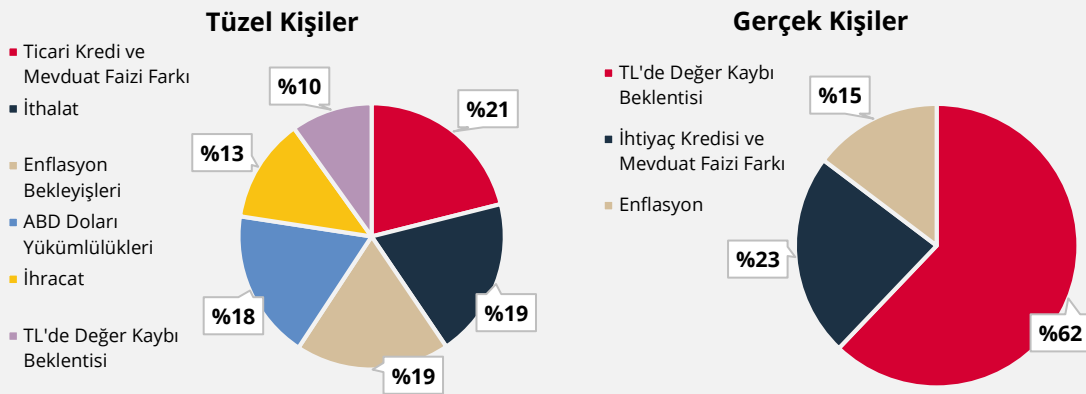
Grafik 1, iki farklı yatırım tercihinin aylık ortalama TL getiri farkı ile dolarizasyon eğiliminin yakın bir ilişki sergilediğini göstermektedir. Getiri farkının YP mevduat sahibi lehine önemli derece arttığı 2018 sonrası dönemde dolarizasyon eğiliminin de hız kazandığı görülmektedir. Bu nedenle TL mevduat tercihinde TL'de değer kaybı beklentilerinin önemli rol oynadığı değerlendirilmektedir. Dolarizasyon eğilimini etkileyen diğer unsurları da analize dâhil etmek üzere bir vektör otoregresyon (VAR) modeli kurulmuştur. Etki-tepki fonksiyonları aracılığıyla YP mevduat değişiminde belirleyici unsurların etkisini büyüklük ve kalıcılık açısından kıyaslamak mümkün olmaktadır.

## VAR Modeli

Yurt içi yerleşiklerin tasarruf tercihlerini etkileyen faktörler tüzel ve gerçek kişiler için ayırmakla birlikte bazı değişkenlerin akademik çalışmalar ve uluslararası kuruluş raporlarında öne çıktığı gözlenmektedir. Söz konusu unsurlar arasında enflasyon beklentisi ve döviz kuru beklentisi öne çıkarken, yerel para mevduatının reel getirisi de takip edilmektedir. Bununla birlikte söz konusu finansal değişkenlerin birbirinden bağımsız olmaması nedeniyle tek bir değişkenin açıklayıcı gücünü belirlemek zor olmaktadır. Bu kapsamda uluslararası yazında ve uygulamalarda öne çıkan değişkenler VAR modeli çerçevesinde ele alınarak modellenmiş ve etki-tepki fonksiyonları ile her bir değişkene gelen şokun YP mevduatı üzerindeki etkisi ele alınmıştır. Söz konusu modelleme, tüzel ve gerçek kişi ayrımında yapılarak daha güvenilir sonuçlar elde edilmesi amaçlanmıştır.

Grafik 2 tüzel ve gerçek kişi ayrımında oluşturulan VAR denklemlerine ait varyans ayrıştırma sonuçlarını göstermektedir. TL'de değer kaybı beklentisi hem tüzel hem gerçek kişilerin YP mevduat tercihini açıklamada anlamlı bulunmuştur. Kredi-mevduat faiz farkının azalması her iki grup için de mevduat dolarizasyonunu artıran bir unsur olarak bulgulanmıştır. Bununla birlikte görece getiri hesabında yer alan ve finansal koşullardan etkilenen YP mevduat faizi tek başına anlamlı bulunmamıştır. Tüzel ve gerçek kişi ayrımı ele alındığında tüzel kişi VAR modeli ticari kredi-mevduat faiz farkı, ithalat, ihracat ve YP cinsi yükümlülüklerden etkilenirken gerçek kişilerde ihtiyaç kredisi-mevduat faiz farkı önemli bir açıklayıcı olarak bulunmuştur. Ayrıca tüzel kişiler YP mevduatı enflasyon beklentilerinden daha fazla etkilenirken gerçek kişilerin gerçekleşen enflasyona karşı daha duyarlı olduğu gözlenmiştir. Sonuçlar, tüzel kişilerin DTH büyüklüğünde YP cinsi ticari işlemlerinin önemli olduğunu gösterirken, gerçek kişilerde TL'de değer kaybı ve enflasyon beklentisinin YP cinsi tasarruf eğiliminin temel belirleyicisi olduğunu yansıtmaktadır.

**Grafik 2: Toplam YP Mevduattaki Varyasyonun Bileşenleri (%)**

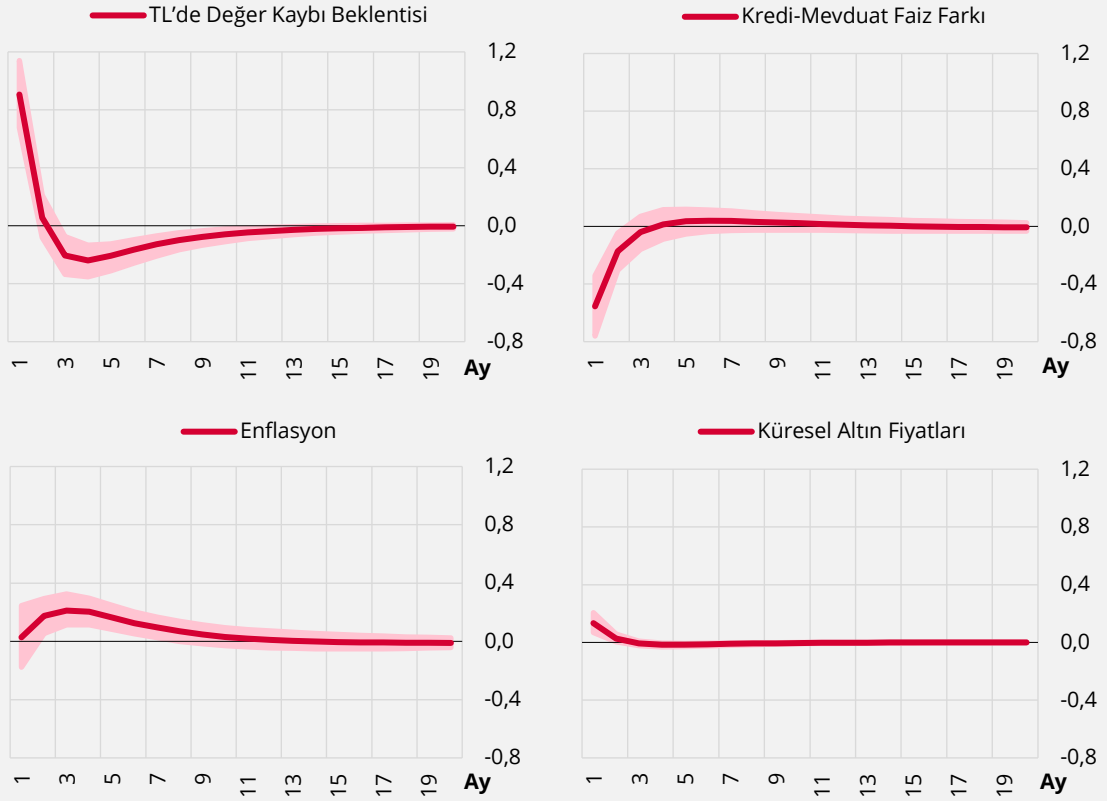


Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

Kaynak: Bloomberg, TCMB, TÜİK, Yazarların hesaplamaları.

Grafik 3, yukarıda sunulan VAR modellerinden elde edilen etki-tepki fonksiyonlarını yansıtmaktadır. Gerçek kişi YP mevduat değişimlerinin ilgili değişkenlere tepkisinin gösterildiği grafiklerde dışsal değişken olarak kullanılan uluslararası altın fiyatları da yer almaktadır. Etki-tepki fonksiyonları incelendiğinde TL'de değer kaybı beklentisinin diğer faktörlere kıyasla öne çıktığı gözlenmektedir. Kredi koşulları olarak değerlendirilen kredi-mevduat faiz farkı ise etkisi yüksek olan bir diğer faktördür. Genel anlamda parasal veya finansal koşullar olarak, daha özel olarak da yerleşiklerin krediye erişim kolaylığı olarak da yorumlanan bu fark azaldığında YP mevduatı artırıcı yönde etki etmektedir. Bu farkın artmasının ise, krediye erişimi zorlaştırarak kredilerin mevduata dönüşümünü sınırladığı değerlendirilmektedir. Enflasyona gelen bir standart sapmalı şok ise ilk ayda belirgin etki etmemekle birlikte yaklaşık 12 ay boyunca YP mevduatı değişimine pozitif yansımaktadır. Bu açıdan enflasyon gerçekleşmelerinin birikimli etkisi diğer tüm faktörlerden daha yüksek olabilmektedir. Son olarak gerçek kişilerin YP mevduatında son dönemde önemli bir pay edinen kıymetli maden hesapları dolayısıyla, küresel altın fiyatları da modele dâhil edilmiş ve sınırlı olmakla birlikte toplam YP mevduatı etkilemede anlamlı bulunmuştur.

### Grafik 3: Model Değişkenlerine Gelen 1 Standart Sapmalı Şokun Gerçek Kişi YP Mevduat Değişimine Etkisi



Bulgular, yakın dönemde Türk lirasında gözlenen değerlenme ve sıkılaştan kredi koşullarına karşın dolarizasyon eğiliminde gözlenen katılığa dair önemli bilgiler içermektedir. Enflasyon beklentilerindeki bozulma ve birikimli döviz kuru etkisiyle Kasım ve Aralık aylarında enflasyon belirgin artış kaydetmiştir. Para politikasındaki sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkacağı tahmin edilmektedir. Bu açıdan son aylarda yükselişe geçen enflasyon, dolarizasyon eğiliminin temel nedeni olmaya devam etmekte, ayrıca birikimli etkileri nedeniyle döviz kuru ve kredi koşullarının dolarizasyonu düşürücü etkisini sınırlamaktadır.

YP mevduattaki artış eğiliminin tersine dönmesi, yukarıda özetlenen temel belirleyicilerin bir bileşimi ile mümkün olacaktır. Diğer faktörlerdeki iyileşmeye karşın enflasyon ve enflasyon beklentilerinin dolarizasyon eğilimini desteklediği görülmektedir. Bu açıdan para politikasındaki sıkı duruşun kararlılıkla korunması ve enflasyonda düşüş sürecinin başlaması ters dolarizasyon için kilit rol oynayacaktır. Sonuç olarak fiyat istikrarı odaklı sıkı para politikasının sürdürülmesi başta enflasyon, enflasyon beklentileri ve döviz kuru beklentileri olmak üzere YP mevduat tercihini etkileyen tüm unsurlar açısından kritik öneme sahiptir.

### Kaynakça

Driscoll, John C., and Judson, Ruth A. (2013). Sticky Deposit Rates. Finance and Economics Discussion Series Working Paper No. 2013-80, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Drechsler, I., Savov, A., and Schnabl, P. (2017). The Deposits Channel of Monetary Policy. *The Quarterly Journal of Economics*. 132 (4), 1819–1876.