

FİNANSAL DOLARİZASYON VE FİNANSAL İSTİKRAR ARASINDAKİ İLİŞKİ: TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ

Oya GENÇAY

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü
Ankara, Şubat 2007

FİNANSAL DOLARİZASYON VE FİNANSAL İSTİKRAR ARASINDAKİ İLİŞKİ: TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ

Oya GENÇAY

Danışman
Doç. Dr. Yalçın KARATEPE

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü
Ankara, Şubat 2007

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın hazırlanmasında birikim ve değerli fikirleriyle bana destek olan Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürü Rifat Günay'a, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdür Yardımcısı Dr. Çiğdem Koğar'a ve Kürşat Kunter'e, Risk Merkezi Müdürü Fahri Okumuş'a ve akademik bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşan ve tezimin şekillenmesinde büyük katkıları olan tez danışmanım Doç. Dr. Yalçın Karatepe'ye teşekkür ederim. Ayrıca beni bugünlere getiren aileme, desteğini sürekli hissettiren eşim Mehmet Gençay'a ve çalışma arkadaşlarıma teşekkür etmeyi borç bilirim.

Oya GENÇAY

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	v
GRAFİK LİSTESİ.....	vi
ŞEKİL LİSTESİ.....	viii
KISALTMA LİSTESİ.....	ix
ÖZET.....	xi
ABSTRACT.....	xii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL DOLARİZASYON VE FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMLARI....	3
1.1. Finansal Dolarizasyonun Tanımı.....	3
1.2. Finansal Dolarizasyonun Ölçümü.....	5
1.3. Finansal Dolarizasyonun Nedenleri.....	9
1.3.1. Yüksek Enflasyon ve Fiyat Oynaklığı.....	9
1.3.2. Etik Bozulma ve Mevduat Sigortası.....	13
1.3.3. Dolarizasyon Histerisi.....	15
1.3.4. Temel Günah.....	15
1.3.5. Risk Yönetimi ve Portföy Çeşitliliği.....	16
1.3.6. Kur Rejimi.....	18
1.3.7. Finansal Gelişmişlik Düzeyi.....	20
1.3.8. Makroekonomi ve Para Politikasına Olan Güvensizlik.....	21
1.3.9. Ekonomik Açıklık Düzeyi.....	24
1.4. Finansal İstikrarın Tanımı.....	24
1.5. Finansal İstikrarın Ölçümü ve Unsurları.....	27

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL DOLARİZASYON VE FİNANSAL İSTİKRAR UNSURLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ	30
2.1. Finansal Dolarizasyon ve Bankacılık Sektörü Arasındaki İlişki.....	30
2.1.1. Finansal Derinlik.....	30
2.1.2. Finansal Kırılganlık.....	31
2.1.3. Yabancı Para Net Genel Pozisyonu ve Kur Riski.....	34
2.1.4. Sistemik Risk.....	36
2.1.5. Kredi Riski.....	39
2.1.6. Likidite Riski.....	40
2.1.7. Kredi Daralması.....	41
2.2. Finansal Dolarizasyon, Reel Sektör ve Hanehalkı Arasındaki İlişki.....	42
2.2.1. Reel Sektördeki Yabancı Para Açık Pozisyonu.....	42
2.2.2. Batamayacak Kadar Büyük Problemi.....	43
2.2.3. Üretim Maliyetleri.....	44
2.2.4. Hanehalkı	44
2.3. Finansal Dolarizasyon ve Makro Değişkenler Arasındaki İlişki.....	44
2.3.1. Üretim ve Tüketim Oynaklığı.....	44
2.3.2. Fiyat İstikrarı.....	45
2.3.3. Yüksek Faiz Spreadleri.....	46

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL DOLARİZASYON VE FİNANSAL İSTİKRAR UNSURLARI ARASINDAKİ İLİŞKİSİ	48
3.1. Türkiye'de Finansal Dolarizasyon ve Tarihsel Gelişimi.....	48
3.1.1. Yöntem.....	48
3.1.2. Finansal Dolarizasyonun Tarihsel Gelişimi.....	49
3.2. Türkiye'de Finansal İstikrar Unsurları.....	50
3.3. Finansal Dolarizasyonun Finansal İstikrar Unsurları İle İlişkisi.....	53
3.3.1. Finansal Dolarizasyon ve Bankacılık Sektörü.....	53
3.3.1.1. Finansal Sağlamlık Endeksi	53
3.3.1.2. Açık Pozisyon.....	61
3.3.1.2.1. Yasal Çerçeve.....	62
3.3.1.2.2. Türkiye'de Yabancı Para Net Genel Pozisyonuna İlişkin Gelişmeler.....	63

3.3.1.3. Yabancı Para Kredilerde ve Mevduatlarda Vade Uyumsuzluğu.....	67
3.3.1.3.1. Yabancı Para Kredilerin Vade Yapısı.....	67
3.3.1.3.2. Döviz Tevdiat Hesaplarının Vade Yapısı.....	68
3.3.2. Finansal Dolarizasyon, Reel Sektör ve Hanehalkı.....	69
3.3.2.1. Reel Sektörün Yabancı Kaynaklar Toplamı / Aktif Toplamı Oranı (Kaldıraç Oranı).....	70
3.3.2.2. Reel Sektör Karlılığı (ROE ve ROA)	71
3.3.2.3. Reel Sektör Toplam Dış Borç Stokunun Brüt Uluslararası Rezervlere Oranı.....	73
3.3.2.4. Hanehalkı	74
3.3.3. Finansal Dolarizasyon ve Makro Ekonomik Göstergeler.....	76
3.3.3.1. Finansal Dolarizasyon ve Enflasyon Oranı.....	76
3.3.3.2. Finansal Dolarizasyon ve Büyüme.....	77
3.3.3.3. Finansal Dolarizasyon ve Döviz Kuru.....	78
3.3.3.4. Finansal Dolarizasyon ve İç Borçlanma Faiz Oranı.....	79
3.3.3.5. Finansal Dolarizasyon ve Ödemeler Dengesi (Cari Açık / GSYİH)	80
3.3.3.6. Finansal Dolarizasyon ve Ülke Riski.....	82

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER.....	83
KAYNAKÇA.....	90

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1.1. Finansal Dolarizasyon Tanımları.....	5
Tablo 1.2. Dolarizasyon Endeksleri.....	8
Tablo 1.3. Finansal Dolarizasyonun Ölçümü.....	9
Tablo 1.4. Finansal Sağlık Göstergeleri ve Makro İhtiyatlı Göstergeler...28	28
Tablo 3.1. Finansal Sağlık Endeksini Oluşturan Rasyolar.....	52
Tablo 3.2. Grup Bazında Yabancı Para Net Genel Pozisyonu / Özkaynaklar Oranı.....	66

GRAFİK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Grafik 3.1. Kredi Dolarizasyonu ve Mevduat Dolarizasyonu.....	50
Grafik 3.2. FSE, Kredi Dolarizasyonu ve Mevduat Dolarizasyonu.....	54
Grafik 3.3. Aktif Kalitesi Endeksi ve Dolarizasyon Oranları.....	56
Grafik 3.4. Likidite Riski Endeksi ve Dolarizasyon Oranları.....	57
Grafik 3.5 Kur Riski Endeksi ve Dolarizasyon Oranları.....	58
Grafik 3.6. Karlılık Endeksi ve Dolarizasyon Oranları.....	60
Grafik 3.7. Sermaye Yeterlilik Endeksi ve Dolarizasyon Oranları.....	61
Grafik 3.8. Bankacılık Sektörü Yabancı Para Net Genel Pozisyonu.....	64
Grafik 3.9. YP Kredilerin Vade Yapısı.....	68
Grafik 3.10. Vadeli Döviz Tevdiat Hesaplarının Vade Yapısı.....	69
Grafik 3.11. Finansal Dolarizasyon ve Kaldıraç Oranı.....	70
Grafik 3.12. Finansal Dolarizasyon Göstergeleri ve Reel Sektör ROA-ROE Oranları.....	72
Grafik 3.13. Dolarizasyon Göstergeleri ve Reel Kesim Dış Borçlarının Uluslararası Rezervlere Oranı.....	74
Grafik 3.14. Dolarizasyon Göstergeleri ve Mevduat Faizleri.....	75
Grafik 3.15. Mevduat, Kredi Dolarizasyonu ve Enflasyon Oranı.....	77
Grafik 3.16. Büyüme Oranı, Mevduat Dolarizasyonu ve Kredi Dolarizasyonu.....	78
Grafik 3.17. Kredi-Mevduat Dolarizasyonu ve TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi.....	79
Grafik 3.18. Kredi-Mevduat Dolarizasyonu ve İç Borçlanma Faizleri.....	80
Grafik 3.19. Kredi-Mevduat Dolarizasyonu ve Cari Açık.....	81

Grafik 3.20. EMBI+ ve Dolarizasyon.....	82
---	----

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 2.1. Finansal Dolarizasyon ve Sistemik Riskin İlişkilendirilmesi.....38

KISALTMA LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Bank for International Settlement (Uluslararası Takas Bankası)
CAMELS	: Capital Adequacy, Asset Quality, Management Adequacy, Earnings, Liquidity, Sensitivity to Market Risk (Sermaye Yeterliliği, Varlık Kalitesi, Yönetim Yeterliliği, Karlılık, Likidite, Piyasa Riskine Duyarlılık)
DEK	: Döviz Endeksli Kredi
DTH	: Döviz Tevdiat Hesabı
EMBI+	: Emerging Market Bond Index (Gelişmekte Olan Piyasa Tahvil Endeksi Artı)
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FİR	: Finansal İstikrar Raporu
FSE	: Finansal Sağlamlık Endeksi
FSI	: Finansal Sağlamlık Göstergeleri
GSMH	: Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
IADB	: Inter-American Development Bank (Amerika Ülkeleri Kalkınma Bankası)
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
M2	: Para Arzı
M2Y	: Geniş Para Arzı Tanımı
MVP	: Minimum Varyans Portföyü
NBFI	: Bankadışı Finansal Kuruluşlar

ROA	: Aktif Getirisi
ROE	: Özkaynak Getirisi
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TGA	: Tahsili Gecilmiş Alacaklar
TL	: Türk Lirası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
YTL	: Yeni Türk Lirası
YP	: Yabancı Para
YPNGP	: Yabancı Para Net Genel Pozisyonu

ÖZET

Bu çalışmada dünyada ve Türkiye’de finansal dolarizasyonun önemi, finansal istikrar unsurları olarak kabul edilen bankacılık kesimi, reel sektör, hanehalkı ve makro ekonomik göstergelerin finansal dolarizasyon ile ilişkisi ele alınmaktadır.

Yerleşiklerin yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülük tutmaları olarak tanımlanan finansal dolarizasyon, genellikle mevduat ve kredi dolarizasyonu ile ölçülmektedir. Nedenleri arasında yüksek enflasyon ve fiyat oynaklığı, etik bozulma ve sınırsız mevduat sigortası, dolarizasyon histerisi, temel günah, kur rejimi, finansal gelişmişlik düzeyi, makroekonomi ve para politikasına olan güvensizlik ve ekonomik açıklık düzeylerinin sayıldığı finansal dolarizasyonun finansal istikrar unsurları ile ilişkisinin anlaşılması, dolarizasyona karşı alınacak tedbirlerin tespit edilmesinde önem kazanmaktadır. Buna göre, finansal dolarizasyon ve finansal istikrar arasındaki ilişki; finansal derinlik, finansal kırılabilirlik, yabancı para net genel pozisyonu ve kur riski, sistemik risk, kredi riski, likidite riski, kredi daralması, reel sektördeki yabancı para net genel pozisyonu, batamayacak kadar büyük problemi, üretim maliyetleri, üretim ve tüketim oynaklığı, fiyat istikrarı ve yüksek faiz spreadleri konuları başlığı altında ele alınmıştır.

Türkiye’de, dünyadaki ve yurt içindeki gelişmelere paralel olarak finansal dolarizasyonun arttığı ve azaldığı dönemler gözlenmektedir. Finansal dolarizasyonun arttığı dönemler, genellikle bunalım ve güven ortamının bozulduğu dönemlere rastlarken, finansal dolarizasyonun azaldığı dönemlere uygulanan politikaların başarısı ve bunun ardından gelen Türk Lirası’na güven damgasını vurmuştur.

Anahtar Kelimeler: Finansal Dolarizasyon, Mevduat Dolarizasyonu, Kredi Dolarizasyonu, Finansal İstikrar.

ABSTRACT

In this study, importance of financial dollarization in the world and Turkey, interaction between financial dollarization and financial stability components, which are banking sector, real sector, households and macroeconomic indicators, are discussed.

Financial dollarization which is defined as a situation where locals hold foreign assets and liabilities are measured by deposit and credit dollarization. High inflation and volatile price level, moral hazard and safety nets, dollarization hysteresis, original sin, exchange rate regime, level of financial development, lack of credibility for money and macroeconomic policy, and level of economic openness are some of the reasons behind financial dollarization. Understanding the connection between financial stability and financial dollarization is very important to decide which steps to take for dedollarization. Interaction between financial dollarization and financial stability is discussed under financial depth, financial fragility, foreign currency position and exchange rate risk, systemic risk, credit risk, liquidity risk, credit crunch, open position in the real sector, too big to fail problem, production cost, production and consumption volatility, price stability and high interest rate spreads topics.

There are periods when financial dollarization level in Turkey decreased or increased due to developments in the country and in the world. It is observed that financial dollarization was increased when there were financial distress and lack of credibility. On the other hand, financial dollarization was decreased when the credibility of the Turkish Lira was high and policy practices were successful.

Key Words: Financial Dollarization, Deposit Dollarization, Credit Dollarization, Financial Stability.

GİRİŞ

Günümüzde finansal dolarizasyondaki artış küreselleşmenin en dikkat çekici özelliği olarak görülmektedir. Bu nedenle, finansal dolarizasyon gelişmekte olan ülkeler tarafından yakından izlenmektedir. Bu ülkelerde uzun yıllar yaşanan yüksek enflasyon nedeniyle, fiyat oynaklıkları karşısında varlık değerlerini korumak isteyen yatırımcılar, yabancı para yatırımları tercih etmişlerdir. Bu durum, açık pozisyon taşıyan finansal sistemin kur riskine ve kur riskinden kaynaklı olarak hanehalkı ve reel sektörün kredi riskine maruz kalmasına neden olmaktadır. Ayrıca, yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülüklerinde vade uyumsuzluğu yaşayan bankalar likidite riski sorunu yaşayabilmektedir. Sistemik risk ise tüm bu sayılanlara bağlı olarak ortaya çıkabilecek olası bir sonuçtur.

Finansal kırılganlığın arttığı dönemlerde, bankacılık sektörü finansal dolarizasyon olgusu ile karşı karşıya kalmaktadır. Bu nedenle finansal istikrar ve finansal dolarizasyon arasındaki bağlantının anlaşılması politika yapıcıların atacakları adımları belirlemelerinde büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmanın amacı, finansal istikrarsızlığın en önemli sonuçlarından birisinin finansal dolarizasyon olduğunun ortaya konması ve finansal dolarizasyonun azaltılması için gerekli tedbirlerin belirlenmesidir. Özellikle 2001 yılı krizi ve ardından uygulamaya konulan dalgalı kur rejiminin finansal istikrar ve finansal dolarizasyon açısından analizi sonuçları itibariyle önem kazanmaktadır.

Yukarıda değinilen konuların daha detaylı bir biçimde incelenmek suretiyle anlaşılmasının amaçlandığı bu tez çalışması, beş bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, finansal dolarizasyonun literatürdeki tanımları açıklanacak, daha sonra ölçümüne değinilecek ve son olarak nedenlerine ilişkin literatürdeki tartışmalara yer verilecektir. Ardından, finansal istikrarın

tanımı açıklanacak, finansal istikrar unsurları ele alınacak ve bölüm sonunda finansal istikrarın ölçümünün nasıl yapılacağı incelenecektir.

İkinci bölümde ise, finansal dolarizasyon ve finansal istikrarın unsurları arasındaki etkileşim anlaşılmaya çalışılacak, buna ilişkin literatür çalışmalarına yer verilecektir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, ülkemizde finansal dolarizasyon olgusu ve finansal istikrar arasındaki ilişkinin ele alındığı bir Türkiye analizine yer verilecektir.

Son bölümde ise tez çalışmasının ana hatları özetlenerek genel bir değerlendirme yapılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL DOLARİZASYONUN TANIMI, ÖLÇÜMÜ, NEDENLERİ

Bu bölümde, ağırlıklı olarak finansal dolarizasyonun tanımı, ölçümü ve nedenleri üzerinde durulacaktır.

1.1. Finansal Dolarizasyonun Tanımı

Finansal dolarizasyon, paranın üç işlevine (ödeme aracı, hesap birimi ve değer saklama aracı) ve bilanço yapısına etkilerine dayandırılarak tanımlanmaktadır. Paranın üç işlevine dayandırılarak tanımlanan çeşitli dolarizasyon tanımlarını şu şekilde özetleyebiliriz.

Dolarizasyon en basit anlamıyla herhangi bir yabancı paranın başka bir ülke tarafından kullanılmasıdır (Yılmaz, 2005). Dolarizasyon yüksek enflasyon ve ani devalüasyon dönemleri sonrasında piyasa oyuncularının yabancı para mevduatlara ve kredilere yönelmesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Honohan ve Shi, 2001). Kısacası, dolarizasyon bir ülkenin başka bir ülkenin parasını ödeme aracı ve hesap birimi olarak kullanmasıdır (Gale ve Vives, 2001). Guidotti ve Rodriques (1992), dolarizasyonun paranın üç fonksiyonu ile para ve para sistemine girişinin ve yerli para ile nasıl yer değiştirdiğinin farkedilmesinin imkansız olduğunu söyler. Aynı çalışmada dolarizasyon yerli paranın daha “üstün” bir para ile yer değiştirmesi olarak tanımlanmaktadır.

Dolarizasyon tanımı yapılırken para ikamesi ve varlık ikamesi kavramlarının açıklanması yerinde olacaktır. Para ikamesi dolarizasyon kavramı yerine de kullanılmakta ve ulusal para yerine yabancı paranın ödeme ve hesap birimi olarak kullanılması anlamına gelmektedir. Varlık ikamesi ise yabancı paranın değer saklama aracı olarak kullanılmasıdır (Serdengeçti, 2005).

IMF (2005) de paranın üç farklı işlevini dolarizasyon tanımında kullanmaktadır. Para ikamesi yani ödemelerde dolarizasyon vatandaşların yabancı parayı ödemelerinde nakit, vadesiz mevduat ya da merkez bankası rezervi olarak kullandığı durum olarak tanımlanırken, finansal dolarizasyon (ya da varlık ikamesi) vatandaşların varlıklarını ve yükümlülüklerini yabancı para cinsinden tutmaları durumu (yurt içinde ya da dışında) olarak tanımlanmaktadır.

IMF (2005), aynı çalışmasında reel dolarizasyon, resmi dolarizasyon ve kısmi dolarizasyon tanımlamaları da yapmaktadır. Reel dolarizasyon, fiyatların ve maaşların resmi ya da resmi olmayacak şekilde yabancı paraya endekslenmesi durumudur. Resmi dolarizasyon yabancı paranın kanuni para olduğu durum olarak açıklanırken, kısmi dolarizasyon yerli paranın kanuni para olduğu ancak işlemlerin her iki para cinsinden de gerçekleştirilebilmesi olarak tanımlanmaktadır.

Dolarizasyon tanımı olmamakla birlikte, resmi dolarizasyondan daha yumuşak bir rejim olarak nitelendirilebilecek para kuruluna değinmekte yarar vardır. Para kurulu, ulusal paranın sadece yabancı para girişi karşılığı basıldığı sistemi ifade etmektedir (Edwards ve Savastano, 1999)

Bir diğer dolarizasyon tanımı, reel döviz kuru ve enflasyondaki sürekli dalgalanmalara karşı korunma yöntemi olarak, bireylerin birikimlerini rezerv para olarak kabul gören paralara kaydırmaları olarak yapılmaktadır (Ercan, 2005).

Özatay (2006), dolarizasyonu Türkiye’de 1970’lerin ortalarından bu yana (bazı dönemler hariç) başarısız iktisat politikaları nedeniyle ulusal paranın daha az tutulması, tasarrufların yabancı para cinsinden yapılması, gelirlerin yabancı paraya endekslenmesi ve fiyatların yabancı para cinsinden verilmesi olarak tanımlamaktadır.

Ekonomik birimlerin yabancı para nakit ve varlık tutmaları şeklinde tanımlanmakta olan varlık dolarizasyonu, ekonomik birimlerin finansal varlıkları yerli paranın değer kaybetme riskine karşı koruma ve portföy çeşitlendirme güdüsüyle artmaktadır. Yükümlülük dolarizasyonu ise, firmalar,

hanehalkı ve hükümetlerin gerek yurtiçinden gerekse yurtdışından yabancı para cinsinden borçlanmaları nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Akıncı ve diğerleri, 2005).

Finansal dolarizasyon kavramı hem varlık hem de yükümlülük dolarizasyonlarını tek bir başlık altında toplamaktadır. Doların en yaygın kullanılan yabancı para olması nedeniyle bu olguya finansal dolarizasyon denmiştir (Levy-Yeyati, 2003). Finansal dolarizasyon, enflasyondaki belirsizliklere bir tepki olarak ortaya çıkmaktadır (Rennhack ve Nozaki, 2006).

Tablo 1.1'de dolarizasyon tanımları özet olarak gösterilmektedir. Ancak, literatürde yapılan bir çok tanım farklı isimler almakla birlikte birbirlerinin yerine kullanılabilmekte ve bazı tanımlar diğer tanımları kapsamaktadır.

TABLO 1.1. FİNANSAL DOLARİZASYON TANIMLARI

Adı	Tanımı
Dolarizasyon (Gale ve Vives, 2001)	Bir ülkenin başka bir ülke parasını ödeme aracı ve hesap birimi olarak kullanması durumudur.
Resmi Dolarizasyon (IMF, 2005)	Yabancı paranın kanuni para olarak kullanıldığı durumudur.
Kısmi Dolarizasyon (IMF, 2005)	Ulusal paranın kanuni para olduğu ancak işlemlerin her iki para cinsinden de gerçekleştirilebilmesi durumudur.
Reel Dolarizasyon (IMF, 2005)	Fiyatların ve maaşların resmi ya da resmi olmayacak şekilde yabancı paraya endekslenmesi durumudur.
Varlık Dolarizasyonu (Akıncı ve diğerleri, 2005)	Ekonomik birimlerin yabancı para nakit ve varlık tutmaları durumudur.
Yükümlülük Dolarizasyonu (Akıncı ve diğerleri, 2005)	Firmaların, hanehalkının ve hükümetlerin gerek yurtiçinden gerekse yurtdışından yabancı para cinsinden borçlanmaları durumudur.
Finansal Dolarizasyon (Levy-Yeyati, 2003)	Hem varlık hem de yükümlülük dolarizasyonunun geçerli olduğu durumudur.

1.2. Finansal Dolarizasyonun Ölçümü

Finansal dolarizasyon ölçümü yapılan çalışmanın içeriğiyle ve ne yapılmak istendiğiyle son derece alakalıdır. Ancak, genel olarak, yabancı para cinsinden hesapların toplam mevduatlar ya da geniş tanımlı para arzı

(M2Y) içindeki payı, bir ülkedeki dolarizasyon derecesinin göstergesi olarak kabul edilmektedir. Tanımı gereği, bir ülkedeki varlık dolarizasyon derecesinin en iyi göstergesinin, hanehalkı ve firmaların (banka dışı kesim), yabancı para portföyünün toplam portföy içindeki payı olduğu belirtilmektedir (Akıncı ve diğerleri, 2005).

Kredi dolarizasyonu, özel kesime ait yabancı para cinsinden kredilerin özel kesim toplam kredilerine oranı ile ölçülmektedir. Buna alternatif olarak özel kesim yabancı para cinsinden kredilerin banka toplam varlıklarına oranı da kredi dolarizasyonun ölçümünde kullanılmaktadır (Arteta, 2003). Yeyati (2006) mevduat dolarizasyonunu dolarizasyon göstergesi olarak kullanmaktadır. Bunun nedeni, yasal düzenlemelerin bir gereği olarak, kredilerin genellikle mevduatlarla eşleştirilecek olmasıdır.

Mevduat dolarizasyonu, yerleşiklerin yurtiçi bankalarda tuttuğu yabancı para mevduatların toplam mevduatlar içindeki oranını temsil eder ve bir diğer dolarizasyon ölçümüdür. Kullanılabilecek alternatif rasyo ise yabancı para cinsinden mevduatların, toplam varlıklar içindeki oranı ve yabancı para mevduatların toplam krediler içindeki oranıdır (Luca ve Petrova, 2003).

Dolarizasyonun ölçülmesinde kullanılan oranlar, offshore hesapları içermemesi nedeniyle eksik olarak görülmekte ve eleştirilmektedir. Ayrıca, döviz bazlı işlemlere getirilen kısıtlamalar nedeniyle bazı ülkelerde (Brezilya, Kolombiya ve Venezüella) yabancı para mevduatların tamamı offshore şubelere aittir (IADB, 2005).

Dolarizasyon ayrıca yabancı para cinsinden mevduatların M2Y'ye bölünmesi, yabancı para cinsinden kamu borçlarının toplam kamu borcu içindeki oranı ve toplam dış borç içinde özel kesimin payına bakılarak da değerlendirilebilmektedir (IMF, 2005).

Finansal dolarizasyonun, fiyat istikrarına ilişkin etkileri büyük olasılıkla likit pozisyonların para birimi kompozisyonu ve yerleşiklerin tasarruflarının kompozisyonu arasındaki ilişkiden doğmaktadır. Diğer yandan, finansal dolarizasyonun bankacılık krizlerine etkisi ölçülürken, finansal kuruluşların bilançolarındaki dolarizasyon oranlarının incelenmesi yerinde

olacaktır. Bankalar, ulusal para cinsinden geliri olan müşterilerine yabancı para cinsinden kredi kullanarak açık pozisyonlarını kapatmakta, ancak artan kredi riski nedeniyle reel devalüasyonun bilanço etkisini sınırlı ölçüde kısıtlamaktadırlar. Bu nedenle, literatürde “net pozisyon” yerine, mevduat dolarizasyonu rasyosu ve banka yabancı yükümlülükleri ile ölçülen “kısa vadeli brüt para pozisyonu”na odaklanmanın doğru olacağı belirtilmiştir (Yeyati, 2006).

Bir ülkedeki dolarizasyonun ölçülmesi için net ve genel geçer bir tanım olmamakla birlikte, Reinhart ve diğerleri (2003) tarafından tanımlanan “bileşik dolarizasyon endeksi”, finansal dolarizasyonun boyutu hakkında bilgi vermesi açısından önemli bir gösterge niteliğindedir. Bu endeks Türkiye üzerine yapılan Akıncı ve diğerleri (2005) çalışmasında kullanılmıştır.

Tanımlanan bileşik dolarizasyon endeksinin hesaplanmasında, yabancı para mevduatların M2Y'ye oranı, toplam dış borç stokunun Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'ya oranı ve Hazine'nin yabancı para cinsinden ve/veya yabancı paraya endeksli iç borçlarının toplam iç borç stoku içindeki payı gibi çeşitli rasyolar kullanılmaktadır. Endeks, söz konusu oranların 10 değerine normalleştirilmesinden sonra toplanması suretiyle oluşturulmaktadır. Reinhart'a göre dolarizasyon derecesi 0-3 aralığında düşük, 4-8 aralığında normal, 9-13 aralığında yüksek ve 14-30 aralığında çok yüksek olarak değerlendirilmektedir. Yılmaz (2005) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye için ortalama birleşik endeks değeri 1989-2004 yılları arası dönem için ortalama 10 (yüksek) olarak hesaplanmıştır.

Bileşik dolarizasyon endeksinin hesaplanma yöntemi Tablo 1.2'de gösterilmektedir.

TABLO 1.2. DOLARİZASYON ENDEKSLERİ

Rasyo Değerleri	Endeks Değerleri
$x_i = 0$	0
$0 < x_i \leq 0.1$	1
$0.1 < x_i \leq 0.2$	2
$0.2 < x_i \leq 0.3$	3
$0.3 < x_i \leq 0.4$	4
$0.4 < x_i \leq 0.5$	5
$0.5 < x_i \leq 0.6$	6
$0.6 < x_i \leq 0.7$	7
$0.7 < x_i \leq 0.8$	8
$0.8 < x_i \leq 0.9$	9
$x_i > 0.9$	10

Kaynak: Reinhart ve diğerleri (2003)

$1/x_i$; $i = 1, 2, 3$ kullanılan 3 farklı rasyoyu ifade etmektedir.

Akıncı ve diğerleri (2005), Reinhart ve diğerlerinin (2003) çalışmasından yola çıkarak, Türkiye’de süregelen dolarizasyon sürecine ilişkin birer gösterge olarak varlık, yükümlülük ve bileşik dolarizasyon endeksleri oluşturmuşlardır. Tüm endeksler 2002 yılından bu yana uygulanmakta olan istikrar programının dolarizasyon eğilimini tersine çevirmedeki başarısını doğrulamaktadır.

Dolarizasyon derecelerinin doğru şekilde karşılaştırılması, kredi ve mevduat türleri bazındaki farklılıkların gözönünde bulundurulmasını gerektirir. Örneğin sadece vadeli mevduatlarda dolarizasyon gözlenebileceği gibi, bir ülkedeki yabancı para cinsinden vadesiz mevduatlar başka bir dolarize ekonomiden daha az ya da fazla olabilmektedir. Örneğin Arjantin’de yabancı para cinsinden vadeli mevduat hesapları yüksek orandayken, Peru’da yabancı para cinsinden vadesiz mevduat hesapları yüksek paya sahiptir. Dolayısıyla, yabancı para Arjantin’de değer saklama aracı olarak kullanılırken, Peru’da aynı zamanda ödeme aracı olarak da kullanılmaktadır (IADB, 2005).

Tablo1.3’te finansal dolarizasyonun ölçümünde kullanılan yöntemler özetlenmektedir.

TABLO1.3. FİNANSAL DOLARİZASYONUN ÖLÇÜMÜ

	Mevduat Dolarizasyonu	Kredi Dolarizasyonu	Varlık Dolarizasyonu	Bileşik Dolarizasyon Endeksi
Ölçüm Yöntemi	Yabancı Para Mevduatlar / Toplam Mevduatlar Yabancı Para Mevduatlar / M2Y	Özel Kesim Yabancı Para Krediler / Özel Kesim Toplam Krediler Özel Kesim Yabancı Para Kredilerin / Banka Toplam Varlıkları	Hanehalkı ve Firmalar Yabancı Para Portföyü / Toplam Portföy	Bileşik endeks aşağıdaki rasyolar kullanılarak oluşturulmaktadır. Yabancı Para Mevduatlar / M2Y Toplam Dış Borç Stoku / GSMH Yabancı Para ve/veya Yabancı Paraya Endeksli Hazine Borçları / Toplam İç Borç Stoku
Kaynak	Yeyati (2006)	Arteta (2003)	Akinci ve diğerleri (2005)	Reinhart ve diğerleri (2003)

1.3. Finansal Dolarizasyonun Nedenleri

Bu bölümde finansal dolarizasyonun nedenlerine ilişkin literatürdeki çalışmalara yer verilmiştir. Finansal dolarizasyonun nedenleri, yüksek enflasyon ve fiyat oynaklığı, etik bozulma ve mevduat sigortası, dolarizasyon histerisi, temel günah, risk yönetimi ve portföy çeşitliliği, kur rejimi, finansal gelişmişlik düzeyi, makroekonomi ve para politikasına olan güvensizlik ve ekonomik açıklık düzeyi başlıkları altında tartışılmıştır.

1.3.1. Yüksek Enflasyon ve Fiyat Oynaklığı

Ize ve Powell (2005), dolarizasyonun arkasında yatan nedenleri içeren modelinde fiyat oynaklığının önemli bir etken olduğunu bulmuştur. Finansal dolarizasyon, ekonomik krizlerin neden olduğu yüksek enflasyon sonrasında, ulusal paraya duyulan güvenin azalması nedeniyle yaşanmaktadır. Ayrıca, söz konusu krizleri yaşayan ülkelerin çoğunda, ekonomik performansın artmasına ve enflasyonun tekrar düşmesine rağmen yüksek dolarizasyon süreci devam etmektedir (Rennhack ve Nozaki, 2006).

Yüksek ve oynak enflasyon seviyesinin yıkıcı etkileri yakın zamana kadar Latin dünyasında görülmüştür. Riskten kaçınan bir yatırımcı için önemli olan ulusal ve yabancı para cinsinden mevduatların reel getirilerindeki varyanstır. Enflasyon oranının bilinmiyor olması, ulusal para cinsinden

mevduatların reel getirisinin belirsiz olmasına neden olmaktadır. Yabancı para cinsinden mevduatların ulusal para cinsinden reel getirisi de ulusal para mevduatta olduğu gibi enflasyon oranına bağlıdır. Hangi mevduatların daha riskli olduğu ise reel kurdaki hareketlerin enflasyon oranına göre ne kadar oynak olduğuna bağlıdır. Örneğin reel kurdaki oynaklık enflasyondaki oynaklığa göre daha düşükse, yatırımcı yabancı para mevduat tutmayı tercih edecektir (IADB, 2005).

Yabancı para cinsinden mevduatlar ve geçmiş dönemdeki enflasyon arasındaki korelasyon oldukça yüksektir. Bu durum, para politikası güvenilirliğinin geçmiş dönem enflasyonuna bağlı olduğunu göstermektedir. Ayrıca, yüksek enflasyon ve fiyat oynaklığı arasındaki korelasyon da pozitifdir. Bu nedenle, yüksek enflasyon ortamında yerli para cinsinden mevduatların getirisi, enflasyondaki oynaklık nedeniyle belirsizleşmekte ve yatırımcıların yabancı para cinsinden mevduatlara yönelmelerine neden olmaktadır (IADB, 2005).

Dünya Bankası tarafından 2001 yılında yapılan bir çalışmanın sonuçlarına göre, enflasyondaki bir puanlık artış, 'finansal derinliği' orta vadede yarım puan azaltmaktadır. Bu durum, enflasyondaki düşüşün mali piyasaları derinleştirdiğini göstermektedir (Ercan, 2005). Bu çerçevede, yüksek enflasyona tepki olarak ortaya çıkan dolarizasyon, aslında riskten kaçınan yatırımcının finansal sığınağına bir tepkisi olarak ortaya çıkmaktadır.

Enflasyon ve dolarizasyon arasındaki ilişki her zaman doğrusal olmayabilir. Latin Amerika ve Karayipler için enflasyon ve dolarizasyon hareketine bakıldığında, ortalama enflasyonun belirgin şekilde düşmesine rağmen yabancı para cinsinden mevduatlardaki artış trendinin devam ettiği gözlenmiştir. Bunun arkasında yatan nedenlerden biri, mevcut enflasyon oranının para politikasına olan güveni göstermede yetersiz kalmasıdır. Bir diğer neden ise, yabancı para cinsinden kontratların fiyat hareketleri karşısında tam bir sigorta sağlamaması nedeniyle, fiyat hareketlerinin dolarizasyonun arkasında yatan tek sebep olmamasıdır. Yabancı para cinsinden borçlanmanın ne kadar avantaj sağladığı, sadece fiyat

istikrarsızlığına değil aynı zamanda reel döviz getirisinin varyansına yani reel kur varyansına bağlıdır (IADB, 2005).

Enflasyon ve dolarizasyon arasındaki ilişkinin yönü zaman zaman değişebilmektedir. Kurdaki değişmelerin hızlı bir şekilde enflasyona yansması reel kurlardaki istikrarın sağlanmasını zorunlu kılmaktadır. Reel kurdaki istikrarın sağlanmaması durumunda, kurdaki hareketler enflasyona yansımakta ve dolarizasyonun daha da artmasına neden olmaktadır (Ize ve Levy-Yeyati, 1998).

Nitekim, dolarizasyonun yüksek olduğu ekonomilerde, kurdaki hareketlerin enflasyona yansımalarının yüksek olduğu gözlenmiştir. Honohan ve Shi (2001) tahmin ettikleri regresyon modeli ile dolarizasyondaki yüzde 10'luk artışın enflasyona yüzde 8'lik artış olarak yansıdığını bulmuşlardır.

Nicolo ve diğerleri (2003), tahmin ettikleri model ile enflasyon oranı iki katına çıktığında dolarizasyonun yaklaşık yüzde 5 artacağını bulmuşlardır. Ancak, güvenilirliği temsilen yapısal ve kurumsal kontrollerin modele eklenmesi sonucunda enflasyon değişkeninin anlamını yitirdiğine, dolayısıyla güven değişkeninin önemli olduğuna, ve güvenilirliği (ve enflasyonu) belirleyen yapısal ve kurumsal etkenlerin olduğuna işaret etmektedir.

Savastano (1996), ulusal paraya olan talep ile enflasyon arasındaki negatif yönlü ilişkiye vurgu yapmaktadır. Enflasyon, nominal döviz kuruna yansımakta ve beklenen enflasyon para ikamesini beslemektedir. Bu görüş 1990'larda dolarizasyondaki devamlılık ile çelişmektedir. Çünkü bu dönemde dolarizasyonun yüksek olduğu ülkelerde enflasyon ciddi oranda azalmıştır. Bu durum para ikamesi görüşünü savunanlarca, fiyat istikrarı sağlandıktan yıllar sonra bile geçmiş dönem yüksek enflasyon oranlarının, enflasyon beklentisini artırması ile açıklanmaktadır.

Kesriyeli ve diğerleri (2006), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Şirket Bilanço verilerini kullanarak mali kesim dışındaki yükümlülük dolarizasyonunun nedenlerinin ve bilanço etkisi sonuçlarının değerlendirildiği çalışmalarında, sektöre özgü faktörlerin ve makroekonomik durum değişkenlerinin (enflasyon, reel kur değişim oranı gibi), reel sektör

yükümlülük dolarizasyonunun belirlenmesinde etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Firmalar yabancı para net genel pozisyonlarını kısmen kapatmaktadırlar. Bu nedenle, reel kur seviyesinde yaşanan değişimler sonucu ortaya çıkan negatif bilanço etkisi firmaların kırılma noktalarını artırmaktadır.

Kaplan (2002), Türkiye’de bankaların yabancı para pozisyon açıklarının kısa dönem belirleyicilerinin kur sepetindeki yüzde değişimden arındırılmış Hazine bonusu aylık faiz oranı ile Amerika Birleşik Devletleri (ABD) hazine bonusu aylık faiz oranı arasındaki fark ve enflasyondaki dalgalanma olduğunu ortaya koymuştur.

Yılmaz (2005)’a göre ülkemizde son yıllarda gözlenen makroekonomik disiplin ve buna eşlik eden içsel dedolarizasyon süreci, dedolarizasyonun ihtiyatlı maliye ve para politikalarının sonucunda oluşacağını öne süren görüş ile tutarlıdır. Aynı çalışmada 1984-2004 yılları arası dönem için hesaplanan Türkiye’de dolarizasyon bileşik endeksi azalsa da, halen yüksek seviyede olduğu vurgulanmakta, yakın gelecekte açık enflasyon hedeflemesinin uygulanması ile birlikte, istikrar programına eşlik eden aktif bir dedolarizasyon stratejisinin, uygulanacak olan para politikasını destekleyeceği belirtilmektedir.

Türkiye ekonomisindeki yapısal zayıflıklar nedeniyle, makroekonomik istikrarsızlık dönemleri ve başarısız istikrar politikaları girişimi yaşamıştır. İyi işleyen bir piyasa ekonomisini ileriye taşıyacak önemli reformlar, uygulamaya konmamış ya da uygulama uzun süre gecikmiştir. Dolayısıyla, uzun süredir varolan bütçe açığı ve yüksek enflasyon problemleri, Türk Lirası’nın güvenilirliğine önemli ölçüde zarar vermiştir. Piyasa oyuncuları bu duruma tepki olarak hem yabancı para mevduatlarını artırmışlar hem de kamu kağıtlarından yüksek faiz talep etmişlerdir (Civcir, 2003). Ayrıca, Selçuk (1994), Türkiye’de para ikamesi sürecinin durdurulabilmesi ya da tersine çevrilebilmesi için, ulusal para cinsinden yatırımların reel getirisini artırıcı politikaların uygulanması gerektiği sonucuna ulaşmıştır.

1.3.2. Etik Bozulma ve Mevduat Sigortası

Literatürde, ulusal ve yabancı para birimi ayrımı yapmayan mevduat sigortası sistemlerinin dolarizasyonu teşvik ettiği ileri sürülmektedir. Ancak, bu teşvik sigortanın yarattığı ahlaki çöküntünün değil, mevduat fiyatlamasına yansıyan etkinin bir sonucudur. Etik bozulma, bankaların sigorta altına alınmasının bir sonucu olarak görülmekte ve bu durumun mevduat dolarizasyonunu artıracığı vurgulanmaktadır. Ulusal ve yabancı para birimleri arasında fark gözetmeyen mevduat sigortası, yabancı para mevduatların kur sigortasının bir kısmını ulusal para cinsinden mevduat sahiplerine ya da kamuya fatura etmektedir. Bu nedenle bankalar, yabancı para mevduatlarını artırma konusunda tereddüt etmemektedirler (Levy-Yeyati ve Broda, 2003). Cowan ve diğerleri (2004), simetrik mevduat sigortasının bilançonun her iki tarafında finansal dolarizasyonu artırdığını bulmuşlardır.

Mevduat sigortasının, mevduat toplayan kuruluşların daha fazla risk almalarına neden olması nedeniyle etik bozulmaya neden olduğu vurgulanmaktadır. Kur riski ve batma riski arasındaki etkileşimin Latin Amerika ekonomilerinin kaçınılmaz bir özelliği olduğu kabul edildiğinde, mevduat sigortası ortamında, finansal dolarizasyon seviyesinin daha da artacağı beklenmelidir (IADB, 2005).

1995 ve 2001 yılları arası dönem ve 14 Latin Amerika ülkesi için, mevduat sigorta sistemlerinin dolarizasyona etkisini analiz eden Barajas ve Morales (2003), mevduat sigortasının karşılama oranı (maksimum karşılama değeri/kişi başına gelir) ve kredi dolarizasyonu arasında pozitif yönlü ilişki bulmuşlardır.

Ayrıca, açık mevduat sigortası bulunmayan ülkelerde, öncesinde belirlenemese bile, mevduat sahipleri kriz sonrasında garanti kapsamına alınabilmektedirler (IADB, 2005). Bu çerçevede, Gale ve Vives (2001)'e göre kurtarma krizin ardından gereklidir, ancak kurtarıma beklentisi (ex-ante), etik bozulmaya neden olmaktadır.

Ize ve Powell (2005)'a göre dolarizasyon, yatırımcının riskten kaçınması sonucu makroekonomik korunma sağlayan, para politikası kısıtı

altında kredi riskini azaltmaya yarayan bir olgu ve dolarize sistemlerde mevduat sigortası ya da diğer garantiler nedeniyle oluşan etik bozulmanın bir sonucu olarak görülmektedir.

Merkez Bankası'nın döviz kuruna müdahalesi şeklinde ortaya çıkan garanti, firmaların devalüasyon sonrasında yaşanacak revalüasyon ve devalüasyonla birlikte görülen faiz oranlarındaki artış sayesinde karlı çıkmasını sağlamaktadır (Cansen, 2006).

Yeyati'nin (2006) piyasa başarısızlığı yaklaşımına göre, dolarizasyonun nedeni piyasa aksaklıkları ve dışsallıklar ile bunları çözümleyemeyen yasal düzenlemelerdir. Tam mevduat güvencesi bunun iyi bir örneğidir. Yabancı para cinsinden mevduat sahipleri, yerli para mevduat sahiplerinden farklı olarak, kur riskine karşı da korunmuş olmaktadır. Bu nedenle yabancı para cinsinden borç verenler için mevduat sigortasının değeri daha yüksektir. Bu prim farklılığının sigorta ödemelerine yansıtılmaması yabancı para kullanımını özendirilmiş olacaktır. Örtük garantiler de aynı şekilde dolarizasyonu teşvik edebilecek unsurlar arasında yer almaktadır (Burnside ve diğerleri, 2001). Keskin bir devalüasyon sonrası yaşanan toplu iflasların sosyal maliyeti, devletin müdahalesini zorunlu kılmakta ve borçlular bir kurtarma operasyonu bekleyerek kur riskini bu doğrultuda fiyatlandırmaktadırlar.

Dolarizasyonun nedenini kurumsal yaklaşım ile açıklayan bir diğer görüş, kurum kalitesinin dolarizasyonu bir kaç farklı şekilde tetikleyebileceğini belirtmektedir. Örneğin, kriz sonrasında garanti edilmediği halde yabancı para mevduatların da teminat altına alınması kurumlara karşı güveni zedeleyerek örtük devlet garantisine ilişkin hatalı fiyatlamanın etkisini daha da artırabilmektedir (Nicolo ve diğerleri, 2003). Diğer bir deyişle, dolarizasyon, kurumlara duyulan güven eksikliğinin teminat maliyeti olarak görülebilir (Yeyati, 2006).

1.3.3. Dolarizasyon Histerisi

Geçmişte yaşanan fiyat ve kur belirsizlikleri, bu belirsizliklerin giderildiği dönemlerde de, istikrar güvenilir değil ise mevcut dolarizasyon seviyesine etkilerini sürdürmektedir. Örneğin, geçmiş dönemlerde gerçekleşen yüksek devalüasyon oranları, zamanla kredi dolarizasyonunun artmasına neden olmaktadır (Luca ve Petrova, 2003).

Diğer yandan, başarısız bir kur rejiminin ardından yaşanan dolarizasyon beklenen enflasyon oranına bağlıdır. Dolayısıyla kur rejimi başarılı da olsa, dolarizasyon yüksek olabilmektedir. Ayrıca para politikasına güven duyulmuyorsa, yüksek “dalgalanma korkusu” ve “dolarizasyon” ortaya çıkabilmektedir. Kur rejimi altında sürdürülen para politikası, enflasyonu kontrol altına aldığı halde güven sağlamada başarısız olabilmektedir. Sonuç olarak başarısız bir rejimin ardından yüksek seviyelerde kalan “beklenen enflasyon oranı”, dolarizasyon histerisine yani dolarizasyonun yüksek seviyelerde takılı kalmasına neden olabilmektedir (Ize ve Powell, 2005).

Dolarizasyon için ilk hareket finansal piyasalarda yaşanan aşırı oynaklıktan ya da çöküşten kaynaklanmakla birlikte, piyasa koşulları iyileştikten sonra bile dolarizasyonun yüksek seviyelerini korumaya devam etmesinin bir diğer sebebi, piyasa oyuncularının portföylerinde yabancı para tutmaya alışmış olmalarıdır. Histeri ya da raket etkisi denilen bu olgu pozisyon değiştirme maliyetlerinden ya da iktisadi faaliyetlere ilişkin nedenlerden kaynaklanabilmektedir (Honohan ve Shi, 2001)

1.3.4. Temel Günah

Eichengreen ve diğerleri (2003) ilk günahı bir ülkenin kendi para biriminden dışarıdan borçlanamaması olarak tanımlamaktadır. Zengin ülkelerden, fakir ülkelere daha fazla sermaye akımı olmamasının ve fakir ülkenin sermaye hesaplarını, tüketimi düzenlemek için kullanmada zorlanmasının nedeni dışarıda kendi para birimlerinden borçlanamaması ile açıklanmaktadır. Bir ülkenin yabancı para cinsinden dış borçları arttıkça da reel kurdaki değer kaybı borç servisini güçleştirmektedir. Dolayısıyla, fakir

lkeler gerektiğinde kur hareketlerini engellemek ya da borcun nihai sorumlusu olarak kendisine hareket alanı yaratmak için döviz rezerv tutmak zorundadır.

Ayrıca, ulusal paraları uluslararası rezerv para olarak kabul edilmeyen ülkeler, uluslararası ticaret ve yatırımlarında yabancı para kullanmak zorunda kalmaktadır (D'Arista, 2004).

1.3.5. Risk Yönetimi ve Portföy eitliliđi

Luca ve Petrova (2003), kredi dolarizasyonunu firmaların hedging davranışlarının bir sonucu olarak ele almaktadır. Örneğin büyük firmalar ve ihracat yapan firmalar genellikle yabancı para cinsinden kredi kullanmaktadırlar (Aguiar, 2005; Martinez ve Werner, 2002). Cotner (1991), para birimi açısından çeşitlendirilmiş bir kredi portföyünün risk ve maliyet açısından avantaj sağladığını söylemektedir.

Bankalar, yabancı para cinsinden mevduatlarının açık pozisyona neden olmaması için yabancı para cinsinden kredilere veya yabancı ülkelerde yatırıma yönelmek zorunda kalmaktadır (Honohan ve Shi, 2001). Bu nedenle, mevduat dolarizasyonuna bağlı olarak bankaların aktif tarafında da yabancı para pozisyonları artmış olmaktadır. Dolayısıyla, kredi dolarizasyonunu belirleyen en önemli faktör kur riskinden kaçınmak için açık pozisyondan korunma güdüsüdür. Luca ve Petrova (2003), kredi dolarizasyonunun nedenlerini incelerken, net yabancı varlıkların etkisinin negatif, mevduat dolarizasyonunun etkisinin ise pozitif olduğunu belirtmektedir. Mevduat dolarizasyonundaki yüzde 1'lik artış kredi dolarizasyonunu yüzde 0,6 - 0,7 oranında artırmaktadır. Net yabancı varlıklardaki yüzde 1 oranındaki artış kredi dolarizasyonunu yaklaşık yüzde 0,2 azaltmaktadır. Yurtiçi bankalar, yabancı varlıkları yabancı para kredilerin ikamesi olarak kullanmaktadır. Bu durum mevduatların ihraç edildiğini ya da yabancı para kredilerin yabancı fonlarla finanse edildiğini göstermektedir.

Ize ve Yeyati (2003), bankaların sadece yasal düzenlemelerden dolayı değil, aynı zamanda “doğrudan riskten kaçınmaları” nedeniyle pozisyon kapattıklarını ve yabancı para kredilerini artırdığını belirtmektedir.

Dolarizasyonu etkileyen firmalara ilişkin faktörler yükümlülük yönetimi ile başlamaktadır. Büyük firmalar, risklerini daha iyi çeşitlendirebilmeleri ve yönetebilmeleri nedeniyle, yabancı para cinsinden daha fazla borçlanmaktadırlar. Ayrıca, alternatif finansman kaynaklarına ulaşabilen firmaların yerli banka kredilerine bağımlılıkları azalmaktadır. Diğer yandan, dış kredilere erişim yurtiçi kredilere de bağlı olabilmektedir. Yabancı kreditorler (yerli firmalar hakkında yeterli bilgileri olmadığı varsayılırsa), yerli bankalarla (firma hakkında daha fazla bilgi sahibi olan) kredi ilişkisi olan firmaları tercih edebilirler. Bu durum geçerli ise, dış krediler ve ulusal bankalardan sağlanan yabancı para krediler birbirinin tamamlayıcısı durumunda olacaktır (Luca ve Petrova, 2003).

Barajas ve Morales (2003) Latin Amerika ekonomileri için yurt dışından sağlanan kredilerin, ulusal firmaların sağladığı yabancı para kredilerin ikamesi olduğunu göstermiştir. Yazarlar, makro değişkenlere ek olarak firma ve banka bazında verileri, 14 Latin Amerika ülkesi için incelemiştir. Bankaların varlık ve firmaların yükümlülük kompozisyonuna ilişkin kararlarının dolarizasyonun önemli bir belirleyicisi olduğu sonucuna varmışlardır.

Honohan ve Shi (2001), risk ve fiyatlandırma konularını inceledikleri çalışmalarında, yabancı para mevduatların bireysel yatırımcı açısından risk azaltıcı etkisi olduğunu, ancak bu etkinin makro düzeyde oynaklığa ve yabancı paranın enflasyondan koruyucu etkisine bağlı olduğunu belirtmektedirler.

Ize ve Yeyati'nin (2003) portföy yaklaşımı, riskten kaçınan yatırımcıların varlık portföylerinin risk/getiri profilini yerel tüketim sepeti cinsinden optimize ederek seçtikleri varsayımı ile başlar. Yerli para varlıklarının reel getirisi enflasyon oranındaki değişimden etkilenirken, yabancı para varlıklarının reel getirisi reel kurdaki beklenmeyen değişimlerden

etkilenmektedir. Dolayısıyla, yabancı ve ulusal para birimleri arasında reel faiz farklılıkları mevcut değil ise yatırımcı para birimi kompozisyonunu portföyün oynaklığını minimize edecek şekilde ayarlar ki portföy oynaklığı enflasyon ve reel kur oynaklığına bağlıdır (Yeyati 2006).

Diğer bir çalışmada ise sabit gelir kombinasyonu olarak “minimum varyans portföyü (MVP)” devalüasyon halinde belli oranda yerli paradaki kaybı giderecek belli oranda yabancı para tutulmasını sağlayacak bir kombinasyon olarak tanımlanmaktadır. MVP, mudiye devalüasyon kaynaklı enflasyon zararlarından korumaktadır (Ize ve Powell, 2005).

1.3.6. Kur Rejimi

Makroekonomik politikalar, özellikle para ve kur politikası, özel sektörün para birimine ilişkin pozisyon kararlarını bozabilmektedir. Piyasa oyuncuları, otoritelerin reel kuru dengeleyeceğine inanırlarsa (sabit kur rejimi), kur riskine karşı korunmaları gereği ortadan kalktığı için yabancı para cinsinden borçlanmayı tercih ederek daha fazla pozisyon açarlar (Burnside ve diğerleri, 2001).

Ulusal para cinsinden krediler yüksek oranda ise, merkez bankası yüksek kur oynaklığı pahasına, faizde istikrarı sağlamak isteyecektir. Bu durum çoklu dengelerin oluşmasına neden olmakta ve bazı ülkelerin neden bazı kur seviyelerinde takılı kaldığını açıklamaktadır (IADB, 2005).

Cowan ve Do (2003,) bu fikri para politikasına güvensizliği de içeren bir modelle genişletmişlerdir. Piyasa oyuncuları, merkez bankasının enflasyonist eğilimi olduğuna inandıklarında yabancı para cinsinden borçlanacaklardır.

Burnside ve diğerleri (2001), Mishkin (1996) ve Obstfeld (1998) sabit kur rejimlerinin kurdaki hareketler için örtük garanti olduklarını savunurlar. Kur rejimi esnekleştikçe, kredi dolarizasyonunun azalması beklenmektedir. Sabit kur rejimlerinde, güven konusu çerçevesinde, dolarizasyon seviyelerinin fazla olması beklenmektedir. Gürses (2006), dolarizasyonun fiyat istikrarının sağlanması sürecinde ve dalgalı kur rejimi altında azaldığını

belirtmektedir. Ayrıca, Selçuk ve Ardiç (2004), 2001 yılından itibaren uygulamaya konulan esnek kur rejiminin, oynaklığın ve enflasyonun düşürülmesinde başarılı olduğunu belirtmektedir. Fakat, paranın aşırı değerlenmesi ve yüksek reel faizler nedeniyle sistemin şoklara karşı kırılgan olduğunu da belirtmektedirler.

Esnek kur rejiminin, sabit kur rejimleri ile kıyaslandığında, dolarizasyonu düşürdüğü gözlenmiştir. Bu durum, sabit kur rejimi altında kur riskine karşı örtük sigorta sağlandığı düşüncesiyle uyuşmaktadır (Luca ve Petrova, 2003). Ancak reel kurdaki oynaklıklar, yabancı para mevduat tutmanının riskten arınmış bir strateji olmadığını göstermektedir (Honohan ve Shi, 2001). Garantili dolarizasyonun artmasının nedeni, kur oynaklığının enflasyon oynaklığından daha düşük olmasıdır (Nicolo ve diğerleri, 2003).

Kredi dolarizasyonunu inceleyen Arteta (2003) ve Barajas ve Morales (2003), kur rejiminin kredi dolarizasyonu (ayrıca mevduat ve krediler aracılığıyla pozisyon kapatılması) üzerindeki etkisini incelemiş ve kredi dolarizasyonunun mevduat dolarizasyonundan farklı olarak, kur rejimindeki farklılıklardan etkilenmediğini bulmuştur. Luca ve Petrova (2003) da, kurdaki oynaklık arttıkça kredi dolarizasyonunun kısa vadede azaldığını bulmuşlardır. Dolayısıyla, kurdaki oynaklıklar, kredi ve mevduat dolarizasyonu arasındaki farklılıkları açıklamada yetersizdir.

Rennhack ve Nozaki (2006)'ye göre paranın değer kaybetmesine ve para birimi uyumsuzluğuna doğru eğilimli olan kur politikaları güvensizlik ortamı ve devalüasyon beklentisi nedeniyle finansal dolarizasyonu artırmakta ve daha kalıcı olmaktadır.

Türkiye'nin de dahil edildiği bir başka çalışmada Uzun (2005), kur rejimi esnekliğinin yükümlülük dolarizasyonunu; enflasyon hedeflemesinin ve kurumsal yapının güçlendirilmesinin de finansal dolarizasyon seviyesini azalttığını bulmuştur.

TCMB (2002), ülkemizdeki yüksek dolarizasyon seviyesini geçmişte uygulanan kur rejimi ile ilişkilendirmiş ve Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri öncesinde uygulanan sabit, artış hızı sabit ya da sık sık müdahale edilen kur

rejiminin bu nedenle terk edildiğini belirtmiştir. Ayrıca, bozulan iktisadi temellerin ekonomik birimleri yabancı para cinsinden işlemlere yönelttiği ve döviz kurunun, karar alınırken dikkate alınan önemli bir değişken haline geldiği vurgulanmaktadır. Ücretlerin ve fiyatların yabancı para birimlerine endekslendiği, hatta kimi zaman yabancı para birimleri cinsinden belirlendiği, tasarrufların önemli bir kısmının yabancı para birimleri cinsinden tutulduğu, bilançoların varlık ya da yükümlülük tarafında yabancı para birimi cinsinden kalemlerin önemli bir paya sahip olduğu bir ekonomik yapının, istenilir ve sürdürülebilir bir ekonomik yapı olmadığı kabul edilmekte ve krizlere karşı son derece hassas bir yapı anlamına geldiği belirtilmektedir.

Türkiye’de enflasyona yönelik tahminler, devalüasyondaki yüksek geçişkenlik nedeniyle kurdaki hareketlere oldukça duyarlıdır. Dolayısıyla, güvenilir bir dezenflasyon programı, kur çapası ile beraber dolarizasyon oranını düşürebilir. Ancak, sabit döviz kuru rejiminden daha esnek bir kur rejimine yumuşak geçiş kolay değildir. Otoriteler politik güveni sarsacağı düşüncesiyle sabit kur rejimini bırakmak istemezler. Fakat, sabit kur rejimi devam ettiği sürece finansal sistemde ve dış hesaplardaki kırılğanlık birikerek artmaktadır. Sonunda ülke sabit kurdan bir kriz sonrasında çıkar ki bu durumda dolarizasyon daha da artar (Civcir, 2003).

1.3.7. Finansal Gelişmişlik Düzeyi

Yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde dolarizasyonun daha derin finansal sistemlerle birlikte görüldüğüne, dolarizasyon ve enflasyon arasında güçlü, pozitif yönlü bir ilişki bulunduğuna finansal dolarizasyonun nedenleri içerisinde değinilmişti. Dolarizasyon, enflasyonun finansal derinlik üzerindeki olumsuz etkisini, yerleşiklerin yabancı para cinsinden fonlarının ülke içinde kalmasını sağlayarak ılımlı hale getirmektedir (Nicolo ve diğerleri, 2003).

Yüksek enflasyon yaşanan ülkelerde dolarizasyonun yasaklanması offshore mevduatlarda patlamalara neden olarak finansal aracılığın aksamasına neden olmaktadır. Dedolarizasyon konusunda tartışılan offshore mevduatlar, açık pozisyon probleminin ortadan kaldırılmasına ancak finansal derinliğin azalmasına neden olmaktadır (IADB, 2005).

Finansal gelişmişliğin bir diğer göstergesi forward piyasaların varlığıdır. Türev işlemler sayesinde ekonomik oyuncular kur riski karşısında korunabilirler. Finansal dolarizasyon ve finansal derinlik arasında gözlemlenen karşılıklı ilişki nedeniyle, piyasa oyuncularının açık pozisyon kaygılarının ortadan kalkması ile birlikte yabancı para cinsinden borçlanmalarında artış beklenebilir. Farklı bir açıdan değerlendirildiğinde ise, gelişmiş bir bankacılık sisteminin kur riskini daha iyi yönettiği ve bu nedenle firmalara yerli para kredi kullanımını tercih ettikleri sonucuna varılabilir. Buna göre finansal gelişmişlik, diğer değişkenlerin sabit olduğu varsayımı altında, kredi dolarizasyonunu azaltacaktır (Luca ve Petrova, 2003).

Caballero ve Krishnamurthy (2002) finansal piyasaların gelişmişliği azaldıkça, piyasa oyuncularının ulusal para cinsinden kredilerin sunduğu sigortayı daha az önemsediklerini ve döviz bazında daha fazla borçlandıklarını belirtmişlerdir.

1.3.8. Makroekonomi ve Para Politikasına Olan Güvensizlik

IADB (2005), dolarizasyonun büyük oranda para politikasına olan güvensizlikten kaynaklandığını ortaya çıkarmaktadır. Örneğin, yüksek ve öngörülemeyen enflasyona neden olan, başarısız bir merkez bankasına sahip olduklarını düşünen bankalar yabancı para cinsinden plasmanları tercih edecektir. Latin Amerika için yapılan çalışmalar, para politikasına olan güvensizliğin (enflasyon oranındaki ve reel kurdaki oynaklık olarak hesaplanmaktadır), dolarizasyon üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Nicolo ve diğerleri (2003), dolarizasyon seviyesindeki ülkelerarası farklılıkların temel nedenini makroekonomik politikalara olan güven ve kurum kalitesi olarak belirtmektedir. Aynı şekilde Honohan ve Shi (2001) ile Ize ve Yeyati (2003) belirsizlik ve güven eksikliğini, mevduat dolarizasyonunu etkileyen önemli makroekonomik faktörlerden biri olarak göstermektedir.

Jeanne (2001), para politikasına olan güvensizliğin yerli para cinsinden borçlanma maliyetini ve yabancı para kredileri artırdığını

belirtmektedir. Mevcut ve geçmiş dönemlerdeki politik belirsizlik ve güven eksikliği finansal dolarizasyonu tetiklemektedir. Mevcut güvenin ve politika sürdürülebilirliğinin göstergesi olarak kullanılan net döviz rezervlerinin GSYİH'ye oranının, dolarizasyon üzerinde güçlü bir negatif etkiye sahiptir (Luca ve Petrova, 2003).

Bir ekonomide, reel döviz kuru ve enflasyondaki sürekli dalgalanmalara karşı korunma yöntemi olarak, bireyler birikimlerini rezerv para olarak kabul gören paralara kaydırmaktadırlar. Dolarizasyonun derecesi, makroekonomik politikanın inandırıcılığına ve ekonomi yönetimindeki kurumsal yapıya bağlı olarak değişmektedir. Zayıf bir hükümet ortamında, parasal rejimin çökeceği ve ekonomide fiyatların yükseleceği endişesi ile, bireyler parasal varlıklarını ABD Doları ve Avro gibi paralara bağlamaktadırlar. Siyasi ve ekonomik istikrarsızlık dolarizasyonu derinleştirmekte, para otoritelerinin işi zorlaşmaktadır, çünkü yapılan parasal müdahalelerin aktarım gücü azalmaktadır (Ercan, 2005).

Türkiye'de 2001 yılında yaşanan krizle birlikte artan dolarizasyon eğiliminin 1990'larda da yüksek düzeylerde olduğu gözlenmekte, yerleşiklerin daha güvenilir buldukları yabancı para cinsinden yatırımlara yönelmelerinin sebebinin ise ekonomik ve siyasi istikrarsızlık olduğu belirtilmektedir (Akıncı ve diğerleri, 2005).

Ticari bankalara yabancı para işlemleri yapma izni verilmesi ve Aralık 1983'te Döviz Tevdiat Hesaplarının (DTH) yasal hale gelmesi ile birlikte, Türkiye'de bankaların yabancı para işlemleri önemli ölçüde artmış ve DTH'lar geniş paranın önemli bir bileşeni olmuştur. Finansal sistemin 1989'da tam serbestleşmesinden sonra, yabancı para mevduatların reel getirisinin Türk Lirası (TL) mevduatların getirisinden az olmasına rağmen dolarizasyon devam etmiştir. Bu durum temel olarak kur riski, politik belirsizlik ve makroekonomik kırılganlığın bir göstergesidir. Yüksek enflasyon ortamında yerli ve yabancı para cinsinden yatırımların getirileri yerli para lehine gelişse bile politik güvensizlik nedeniyle yabancı para talebi devam edebilmektedir (Civcir, 2003).

Ayrıca, Civcir (2003)'e göre dolarizasyon, yabancı ve yerli para cinsinden varlıkların reel getirisi, kurdaki beklenen değişim oranı, kur riski ve mevcut ekonomi politikasına olan güven tarafından belirlenmektedir. Türkiye'de TL cinsinden varlıkların reel getirisi incelendiğinde, yabancı para varlıklara kıyasla önemli ölçüde artmış, fakat dolarizasyon oranının yüksek seviyelerini koruduğu tespit edilmiştir. Bu durum yapılan analizlere farklı değişkenlerin eklenmesi gerektiğine işaret etmektedir. Çalışmasında basit portföy modelini genişleterek TL ve yabancı para mevduatların reel getirisinin yanında döviz kurundaki beklenen değişim, kur riski ve mevcut ekonomi politikasına olan güveni değişken olarak kullanmış olan Civcir, dolarizasyon oranı ile 3 aylık TL-YP reel faiz oranları arasındaki fark ve güven değişkeni arasında uzun vadeli negatif ilişki bulmuştur. Ayrıca, dolarizasyon oranı ile beklenen kur ve kur riski arasında uzun vadede pozitif yönlü bir ilişki olduğunu belirtmiştir. Çalışmaya göre faiz farkı ve beklenen kur oranı dolarizasyonu belirleyen en etkili unsurlardır. Pozitif doğrusal trend Türkiye'deki dolarizasyon histerisine dikkat çekmektedir. Ekonomik oyuncular pozisyonlarını hemen istenen denge düzeyine getirmemektedirler. Sonuç olarak, bir önceki dönemdeki pozisyonların cari dönemdeki pozisyon üzerindeki etkisi çok güçlüdür. Bu durum Türkiye'deki dolarizasyon sürecinin ataletine ve dolarizasyonun azaltılmasındaki güçlüklerle dikkat çekmektedir. Dolarize ekonomilerde yerli ve yabancı para arasında asimetric bir ikame ilişkisi bulunduğu vurgulanmakta, ulusal para değer kaybettiğinde artan yabancı para talebinin, ulusal para değerlendirildiğinde yaşanan azalıştan daha fazla olduğu belirtilmektedir. Bir çok ampirik çalışma reel kurdaki hareketlerin trendden sapmasını krizlerin tahmin edilmesinde önemli bir değişken olarak göstermektedir.

Güvenilirlik ölçümü olarak kamu borçlanma kağıtlarının ortalama vadesini kullandığı çalışmasında Özatay (2000) güvenilir bir politikanın enflasyonu düşürmedeki başarısını vurgulamıştır. Dolarizasyonun enflasyonla birlikte hareket ettiği düşünüldüğünde, güvenilir bir politikanın enflasyonu düşürerek dolarizasyon ile mücadelede etkili olacağı açıktır. Özatay (2006), kurdaki artış eğiliminin dolarizasyonu daha da artırdığını belirtmektedir.

1.3.9. Ekonomik Açıklık Düzeyi

İthalatın finansmanı için yabancı para kredi kullanılıyorsa, ithal mallardaki fiyat artışı kredi dolarizasyonunu artıracaktır. Ayrıca, ihracat faaliyetlerinde bulunan firmalar, gelirlerinin yabancı para cinsinden olması nedeniyle yabancı para cinsinden kredi kullanmayı tercih edebilirler. Bu nedenle ihracat fiyatlarındaki artış kredi dolarizasyonunun artmasına neden olacaktır (Luca ve Petrova, 2003).

Firmaların gelir-gider pozisyonlarını yabancı para birimlerine karşı dengelemeleri nedeniyle, ekonominin uluslararası piyasalarla etkileşimi arttıkça kredi dolarizasyonunun artması beklenmektedir. Diğer bir yaklaşım, ticari mallar sektöründe ihracat yapan firmaların, fiyatların döviz kuru yönünde hareket etmesi nedeniyle yabancı para cinsinden kredilerle daha iyi başa çıkacağıdır. Firmaların gelir-gider pozisyonları yabancı para birimleri cinsinden ayarlamaları aslında reel dolarizasyonun finansal dolarizasyona neden olduğunu göstermektedir. Yukarıda sayılanlar, ticaretin ve yabancı para işlemlerin serbest bırakılmasıyla birlikte dolarizasyonun artacağını göstermektedir (Luca ve Petrova, 2003).

1.4. Finansal İstikrarın Tanımı

Finansal istikrarın ekonomi politikalarında önem kazanmasıyla birlikte finansal istikrar ve ekonomi politikalarının sonuçlarını inceleyen araştırmalara olan talep artmıştır. Finansal istikrar analizi, açık bir finansal istikrar tanımı ve bu konuda bir uzlaşma olmaması nedeniyle oldukça karmaşıktır. Dolayısıyla farklı çalışmalar için farklı finansal istikrar tanımları karşımıza çıkabilmektedir. Finansal istikrar analizi bir çok risk faktörüne dayanmakta, bu nedenle bütün risk faktörlerini başarılı şekilde kapsayan tek bir model bulunmamaktadır (Bardsen, 2006).

Finansal istikrarın tanımlanmasında ya da ölçülmesinde genel kabul gören bir model veya analitik bir çerçeve bulunmamaktadır. Ayrıca, finansal istikrar devamlılık arz eden bir olgu olması nedeniyle, tanımı zamanla değişmektedir. Politika yapıcılar için reel ekonomideki olası risklere ilişkin

finansal göstergeler geliştirilmeye çalışılmaktadır. Günümüzde finansal istikrar, ekonomik süreçlerin güçlendirilmesi, risklerin yönetimi ve şoklara karşı dayanıklılık ile ölçülmektedir. Finansal istikrar geniş anlamda finansal sistemin aşağıdaki konulardaki kabiliyetine bağlı olarak değerlendirilmektedir (Schinasi, 2004):

- Ekonomik kaynakların etkin dağıtımı ve diğer ekonomik süreçlerdeki etkinliği, değerlendirme, fiyatlandırma ve finansal risklerin yönetimi ve bu temel fonksiyonları sürekli olarak yerine getirmedeki başarısı
- Finansal sistemin ekonomik performansı destekleyebilmesi, endojen ya da beklenmedik olumsuz olayların bir sonucu olarak ortaya çıkan finansal dengesizlikleri durdurabilmesi

Finansal istikrar raporlarını hazırlarken merkez bankaları geniş kapsamlı bir veri tabanına bakmakta ve buna bağlı detaylı bir çok analiz yapmaktadırlar. Finansal istikrar analizi yapılırken finansal sistem içinde gelişen ve yayılan risk faktörlerine odaklanılmaktadır. Merkez bankaları finansal kırılganlığı artıracak ve finansal sistemin istikrarını bozacak kredi, likidite ve piyasa risklerini ölçmek amacıyla genellikle sistemik açıdan önemli finans kuruluşlarını, hisse senedi piyasalarını ve ödeme sistemlerini izlerler (Bardsen, 2006).

Finansal sistemin farklı fakat birbiriyle ilişkili unsurları (alt yapı, kurumlar ve piyasalar) içermesi nedeniyle bu unsurlardan birinde yaşanacak sorun bütün sistemin istikrarında problem yaşanmasına neden olabilmektedir. Fakat, sistem temel fonksiyonlarını yerine getirebilecek şekilde etkin çalışıyor ise sistem bileşenlerinden birinde yaşanacak problem sistemin genelini tehdit etmeyebilir. Finansal istikrar, finans sistemindeki bütün kesimlerin her zaman zirvede ya da zirveye yakın faaliyet göstermesini gerektirmez. Fakat, istikrarlı bir finansal sistem krize sürüklenmeden önce dengesizlikleri sınırlayabilmeli ve engelleyebilmeli, ülke parasının ödeme aracı, hesap birimi ve değer saklama fonksiyonlarını yerine getirmesini sağlayabilmelidir. Sonuç olarak, yaşanan çalkantılar ekonomik faaliyetlere zarar vermiyorsa finansal sistem istikrarlı olarak adlandırılabilir. Aslında,

finansal bir kuruluşun kapatılması ya da artan oynaklık ya da finans piyasalarında ciddi düzeltmeler artan rekabetin ya da yeni bilgilerin sindirildiğinin, hatta sağlamlığın bir göstergesi bile olabilir. Finansal istikrarın bir çok katmanı olması nedeniyle yaşanan değişim basit bir gösterge ile kanıtlanamaz; yayılma etkisi ve finansal sistem birimleri arasındaki doğrusal olmayan ilişki, finansal krizlerin tahmin edilmesini daha da güçleştirmektedir. Dolayısıyla, finansal sistem istikrarının değerlendirilmesi sistemik ve küresel perspektif gerektirmektedir (Schinasi, 2006).

Genel kabul görmüş bir finansal istikrar tanımı “finansal sistemin (finansal kuruluşlar, piyasalar, ödemeler, netleştirme ve takas) düzgün bir şekilde işlemesi” şeklinde yapılmaktadır. Genel görüş ise finansal istikrar analizinin aşağıdaki konuları kapsamaması gerekliliğidir (Cihak, 2006):

- i) finansal sistem fonksiyonlarında aksamalara neden olan faktörler
- ii) finansal sistemde kırılmalık yaratan etkenler
- iii) finansal sistemde ve dolayısıyla ekonominin genelinde negatif etki yaratan faktörler

Bazı finansal istikrar raporları finansal istikrarı, finansal sistemin ve para ekonomisinin kurumsal bacağına (ödeme ve takas sistemleri, banka mevduatlarının para olarak kabul görmesi) düzgün işlememesi durumu olarak tanımlanan finansal krizlerin tersi olarak kabul etmektedir. Bu tür olaylar çok maliyetli olabilmekte, dolayısıyla politika yapıcıların bu olayların olasılığını incelemeleri gerekmektedir. Bu tür krizler, para politikası mekanizmasını engellemesi nedeniyle merkez bankalarını özellikle ilgilendirmektedir. Finansal krizler, sistemde önemli riskler mevcut iken ani şokların sonucu oluşan durum olarak tanımlanmakta iken, bunun dışındaki durumlar finansal istikrar olarak tanımlanmaktadır (Cihak, 2006).

Finansal istikrar raporlarında kullanılan daha geniş finansal istikrar tanımı sistemin sadece krizde olma durumuna değil aynı zamanda kırılmalıklarına da değinir. Bu tür bir tanımlama, stres testleri gibi farklı enstrümanların kullanılmasını gerektirir. Stres testi risklerin varlığına işaret

ederse sistem kırılğan, tersi durumda ise sağlam olarak nitelendirilmektedir. Finansal istikrarı, nihai borçlular ve borç verenler arasında varolan finansal aracılıktaki etkinliğin sekteye uğramaması olarak tanımlayan finansal istikrar raporları bulunmaktadır (Cihak, 2006).

Yetersiz olmakla birlikte, finansal kuruluşların batmaları da finansal istikrarsızlık tanımı olarak kullanılmaktadır. Ancak, bazı durumlarda bir kaç finans kurumunun batması, kar yaratamayan ve çok fazla risk alan firmaların çıkışını temsil etmesi nedeniyle normal piyasa koşullarının bir gereği de olabilir. Diğer yandan tek bir finans kuruluşunun batması finansal kriz için tetikleyici olabilmektedir (Macfarlane, 1999).

1.5. Finansal İstikrarın Ölçümü ve Unsurları

Finansal istikrarın tanımında karşılaşılan zorluklar nedeniyle ölçülmesinde de zorluklar yaşanmaktadır. Finansal istikrar, ölçülmesindeki bu zorluk nedeniyle finansal sağlamlık göstergeleri ve makro göstergeler yardımıyla değerlendirilebilmektedir. IMF Yönetim Komitesi (2001b), uzman toplantıları ve üye ülkelerden alınan anket sonuçlarına göre asıl ve destekleyici olmak üzere finansal sağlamlık göstergelerini (FSIs) yayımlamıştır. Aynı yıl içerisinde finansal sağlamlık göstergeleriyle birlikte izlenmesi gereken makro göstergeler de IMF (2001a) tarafından bir başka çalışmada yayımlanmıştır. Tablo 1.4'te bu iki gösterge setinin birleştirilmiş hali detaylı olarak sunulmaktadır.

Tablo 1.4'ten çıkarılabilecek bir diğer sonuç da finansal istikrarın unsurlarının mevduat kabul eden finansal kuruluşlar, diğer finansal kuruluşlar, reel sektör, hanehalkı, piyasa likiditesi, emlak piyasası ve makroekonomik göstergelerden oluştuğudur.

Bu çerçevede, bankaların hangi risklere maruz kaldıkları CAMELS yöntemi ile ortaya konulmaktadır. Ayrıca, bankanın sağlamlığını anlamak için bilanço dışı işlemlerde gizlenen riskleri de takip etmek gerekir.

TABLO 1.4. FİNANSAL SAĞLAMLIK GÖSTERGELERİ VE MAKRO İHTİYATLI GÖSTERGELER

Asıl Set	
	Mevduat Kabul Eden Finansal Kuruluşlar
Sermaye Yeterliliği	Düzenleyici sermaye / risk ağırlıklı varlıklar Düzenleyici Tier 1 sermaye / risk ağırlıklı varlıklar Net takipteki alacaklar / sermaye
Varlık Kalitesi	Takipteki alacaklar / toplam brüt krediler Sektörel kredi dağılımı / toplam krediler
Gelir ve Karlılık	Net kar / toplam varlıklar Net kar / özkaynaklar Faiz marjı / brüt gelir Faiz dışı harcamalar / brüt gelir
Likidite	Likit varlıklar / toplam varlıklar (likit varlık rasyosu) Likit varlıklar / kısa vadeli yükümlülükler
Piyasa Riski	Yabancı para net açık pozisyon / sermaye
Destekleyici Set	
Mevduat Kabul Eden Finansal Kuruluşlar	Sermaye / varlıklar Yüksek montanlı riskler / sermaye Kredilerin coğrafi dağılımı / toplam krediler Finansal türevlerde brüt varlık pozisyonu / sermaye Finansal türevlerde brüt pasif pozisyonu / sermaye Ticari gelir / toplam gelir Personel harcamaları / faiz dışı harcamalar Gösterge niteliğindeki borçlanma faizi ve mevduat faizi arasındaki spred En yüksek ve en düşük bankalararası oran arasındaki spred Müşteri mevduatları / toplam krediler (bankalararası hariç) Yabancı para krediler / toplam krediler Yabancı para pasifler / toplam pasifler Özkaynakların net açık pozisyonu / sermaye
Diğer Finansal Kuruluşlar	Varlıklar / toplam finansal sistem varlıkları Varlıklar / GSYİH
Finans Dışı Kesim	Toplam borç / özkaynak Net kar / özkaynak (ROE) Gelir / (faiz + ana para maliyetleri) Net yabancı para pozisyonu / özkaynak Kreditörlere yapılan korunma başvuru sayısı
Hanehalkı	Hanehalkı borcu / GSYİH Hanehalkı borç servisi ve ana para ödemeleri / gelir
Piyasa Likiditesi	Hisse senedi piyasalarındaki alış satış spred ortalaması Hisse senedi piyasasında günlük ortalama devir hızı
Reel Emlak Piyasası	Emlak fiyatları endeksi Mesken amaçlı konut kredisi / toplam krediler Ticari amaçlı konut kredisi / toplam krediler
Makroekonomik Göstergeler	Ekonomik Büyüme Ödemeler Dengesi ¹ Enflasyon Faiz ve Kurlar Kredi ve Aktif Büyümesi Bulaşma Etkisi

Kaynak: IMF, 2001a ve 2001b

1997 Asya krizi ile birlikte banka dışı finansal kuruluşların (NBFI) izlenmesi daha da önem kazanmıştır. Dolayısıyla, NBFI toplam aktifinin

¹ Ödemeler Dengesi göstergesini oluşturan alt göstergeler: Cari Açık (Cari Açık / GSYİH), Rezervler ve Dış Borç (Uluslararası Rezervler / Kısa Vadeli Yükümlülükler), Ticaret Haddi, Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu ve Vadesi.

GSYİH'ye oranındaki artış, kredi kullandırmalarındaki ve aktiflerindeki hızlı büyüme, likit varlıkların oranı, NBFİ sayısının hızla artması muhtemel problemlerin anlaşılmasında önemli rol oynamaktadır.

Finansal kuruluşların kredi portföylerinin kalitesi, bankaların en önemli müşterileri olan hanehalkı ve reel sektörün sağlamlığına ve karlılığına bağlıdır. Ayrıca, hanehalkının aldığı tüketim ve yatırım kararları bankaların aktif ve pasif yapısını etkilemektedir. Dolayısıyla, söz konusu sektörlerin yakından izlenmesi gerekmektedir.

Ayrıca, emlak fiyatlarının reel olarak hızla artması genel olarak genişleyici para politikaları ve aşırı sermaye girişleri ile daha da ivme kazanmaktadır. Daha sonra ekonominin durgunluk içerisine girmesi mali sektörün karlılığını ve sağlamlığını olumsuz etkilemekte, kredi kalitesini azaltmakta ve teminatların değerini düşürmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL DOLARİZASYON VE FİNANSAL İSTİKRAR UNSURLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Finansal dolarizasyon ekonominin geneli ve finansal sistem açısından önemli riskler doğurabilmektedir. Başta kur riskinden doğacak problemler olmak üzere buna bağlı olarak kredi riski, likidite riski ve sistemik risk ortaya çıkabilmektedir. Bu bölümde finansal dolarizasyonun finansal istikrarın unsurları olan bankacılık sektörü, reel sektör, hanehalkı ve makroekonomik değişkenler ile ilişkisine değinilecektir.

2.1. Finansal Dolarizasyon ve Bankacılık Sektörü Arasındaki İlişki

2.1.1. Finansal Derinlik

Nicolo ve diğerleri (2003) finansal derinliği (M2/GSYİH), mevduat dolarizasyonu ve bazı kontrol değişkenler yardımıyla modellemiştir. Dolarizasyonun, yüksek enflasyon ortamında telafi edici etki yarattığı ve finansal piyasalarda derinlik sağladığı belirtilmektedir. Ancak bu derinlik dikkate değer bir kazanç sağlamadan finansal sistemi bankacılık krizlerine daha fazla maruz bırakmaktadır (Yeyati, 2006). Dolarizasyonun finansal derinliği sadece yüksek enflasyon ortamında desteklediği Nicolo ve diğerleri (2003) tarafından da belirtilmiştir. Ancak dolarize finansal sistemlerde araçlar daha yüksek riske maruz kalmaktadırlar. Diğer yandan, dolarizasyon üzerindeki kısıtlamaların finansal derinliği azaltıcı etkisi, bu kısıtlamalar nedeniyle kaybı yüksek olacak ülkelerde daha fazladır (IADB, 2005).

Açık pozisyon önemli bir “makroekonomik kırılganlık” kaynağı olması nedeniyle dolarizasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde daha büyük problem yaratmaktadır. Diğer yandan, firmalar ve bireyler fiyat oynaklıklarından korunmak için döviz tutmayı tercih etmektedirler. Bu noktada dolarizasyona getirilecek bir sınırlama, offshore hesaplara yönelimi

artıracak ve finansal sistemin sığılaşmasına neden olacaktır (IADB, 2005). Dolayısıyla, dolarizasyondaki artış kredi kullandırımı için gerekli fonların bankacılık sisteminde kaldığını göstermektedir (Honohan ve Shi, 2001).

Nicolo ve diğerleri'ne (2003) göre yabancı para cinsinden borçlanma imkanı tanınması finansal derinliği artırmaktadır. Finansal dolarizasyon sermaye kaçışlarının önüne geçmekte ve vatandaşların tasarruflarını ulusal finans sisteminde tutmalarını özendirilmektedir (Rennhack ve Nozaki, 2006).

Yüksek enflasyon ortamında, dolarizasyon, finansal sistemde derinlik sağlamakla birlikte, böyle bir katkının ağır maliyetleri de bulunmaktadır. Çünkü fazla dolarize olmuş finansal sistemlerde hem likidite hem de kredi riski artmaktadır (Ercan, 2005).

Öncelikle, yabancı para mevduatların ve kredilerin varlığı geçmişte yüksek nominal istikrarsızlık yaşamış ülkelerde finansal aracılığı güçlendirmiş ve yerli paranın tedavülden kaldırılmasını önlemiştir. Makroekonomik istikrarsızlık yaşayan bir ülkede yabancı para cinsinden hesaplara izin verilmiyorsa yatırımcılar o bankacılık sektöründe kalmak istemeyebilirler. Yabancı para cinsinden krediler yasal olarak kısıtlanmış ise kredi arzında daralma yaşanabilir. Bu nedenle, bunalım zamanlarındaki mevduat ve kredi daralması finansal dolarizasyon sayesinde azaltılabilir ve fonlar bankacılık sisteminde tutulabilir. Finansal dolarizasyon, uluslararası sermaye piyasaları ile daha fazla entegrasyon ve daha geniş bir finansal ürün menüsüne fırsat vererek finansal aracılık açısından verimlilik artışı sağlayacaktır. Bu tür bir entegrasyon bankaların yönetim kalitesini de artırabilmektedir. Bu durum, finansal kriz dönemlerinde operasyonel aksaklıkların hafifletilmesinde oldukça önemlidir (Arteta, 2003).

2.1.2. Finansal Kırılganlık

Nicolo ve diğerleri (2003), dolarize bankacılık sektöründeki ödeyememe riskinin² ve mevduat oynaklığının daha yüksek olduğunu bulmuşlardır. Calvo ve diğerleri (2003), yükselen ekonomilerin sermaye

² Z-endeks ile ölçülmekte, batma olasılığına benzer bir göstergedir.

akımlarının durmasından zarar görme potansiyellerinin finansal dolarizasyon ile arttığını göstermektedirler.

Arteta (2003) mevduat dolarizasyonu ve bankacılık krizleri arasında önemli bir ilişki bulamamıştır. Ancak, Domaç ve Martínez Peria (2003), yabancı yükümlülüklerin toplam varlıklar içindeki oranı ve sistemik banka krizleri arasında pozitif korelasyon olduğunu belirtmektedirler. Fakat bu testlerin hiçbiri, finansal dolarizasyonun finansal kırılganlığı sadece kur değişimi sonucu etkileyeceğine dayanan bilanço kanalına işaret etmemektedir. Bu nedenle, bilanço etkisi yoluyla ortaya çıkan finansal dolarizasyon-kriz ilişkisinin kanıtlarla desteklenmesi gerekmektedir. Yeyati (2006) bankacılık krizi olasılığını nominal kurdaki değişim ve iki farklı finansal dolarizasyon göstergesi ile tahmin etmiştir. Sonuç olarak, devalüasyonun ve finansal dolarizasyonun kriz eğilimini artırdığı tespit edilmiştir. Ancak, kurdaki oynaklıklar, sadece finansal dolarizasyonun var olması durumunda finansal istikrarı negatif yönde etkilemektedir.

Yabancı varlıkların ve yükümlülüklerin ticari banka bilançolarında önemli bir yer tutması nedeniyle para ve bankacılık krizleri arasında teorik olarak bir ilişki söz konusudur. Finansal serbestleşme, özellikle etik bozulma sorunu ile birleştiğinde bankaların korunmasız, yabancı para yükümlülükleri de dahil, riskli portföylere sahip olmasını teşvik etmektedir. Bu nedenle, finansal serbestlik ve mevduat sigortası, ulusal para ve yabancı para cinsinden kredi patlamasını körükleyerek bankacılık ve para krizlerine yol açabilmektedir (Glick ve Hutchison, 1999).

Yakın dönemde karşılaşılan finansal krizlerde dolarize ekonomiler göze çarpmaktadır. Meksika 1982 "meks-dolar" krizi bu tür krizlerin ilk örneklerindedir. Asya, Güney Amerika ve Doğu Avrupa benzer bunalımlara tanık olmuştur. Arjantin 2002 finansal krizi ve krizin dolarizasyon seviyesinin yüksek olduğu bölge ülkelerine sıçraması, dolarizasyonun finansal sistem kırılganlığını artırdığının farkedilmesini sağlamıştır (Nicolo ve diğerleri, 2003). Aslında, yakın zamandaki en dramatik krizler (örneğin Arjantin) bankaların, firmaların ve hanehalkının ciddi boyutta yabancı para yükümlülükleri nedeniyle şiddetlenmiştir (Arteta, 2003).

Ayrıca, mevduata sağlanan garantiler nedeniyle bankaların kur riskine karşı kendilerini koruma gereğinin ortadan kalkması ve kırılgan bir bankacılık sisteminin ortaya çıkması, devalüasyon durumunda yabancı para borçların ödenmemesine ve iflaslara neden olmaktadır. En seçkin örnekler olarak gösterilen Güneydoğu Asya 1997, Şili 1982, Meksika 1994 ve İsveç ve Finlandiya 1992 krizleri Bretton Woods dönemi sonrasında para krizleri ve bankacılık krizlerinin beraber görüldüğü krizlerdir. Bu tür ikiz krizlerin üç temel özelliği şöyle özetlenmektedir:

- Banka bilançolarında açık ya da fazla pozisyon bulunmaktadır.
- Bankalar kur riskinden tamamen korunmamışlardır.
- Devlet, bankalara ve yabancı kreditorlere tam garanti vermektedir.

Burnside ve diğerleri (2001) yukarıdaki ilk iki özelliğin mevduata verilen devlet garantisine doğal bir tepki olarak geliştiğini belirtmektedir. Buna ilaveten, donuk krediler oranı, mevduat oynaklığı ya da bankaların batma olasılığı olarak farklı şekillerde hesaplanan risklerin dolarize ekonomilerde arttığı görülmüştür. Kısacası, finansal istikrarsızlık, dolarizasyonun yüksek olduğu ülkelerde daha yüksektir (Nicolo ve diğerleri, 2004).

Türkiye’de finansal sistemin yüksek oranda dolarize olmasının bir sonucu olarak, devalüasyon zayıf bir bankacılık sistemi ve özel kesimdeki yüksek yabancı para pozisyonu nedeniyle finansal sisteme zarar verebilmekte ve reel sektör faaliyetlerini bozabilmektedir. Bu durum dolarize ekonomilerdeki devalüasyonun bir politika aracı olarak maliyetlerinin yüksekliğine dikkat çekmektedir. Dolarizasyon ayrıca, makroekonomik istikrar eksikliğini ve finansal piyasalardaki bozuklukları yansıtmakta, dedolarizasyon için makroekonomik istikrarın ve mali disiplinin sağlanması gerekmektedir (Civcir, 2003).

2.1.3. Yabancı Para Net Genel Pozisyonu ve Kur Riski

Para birimi uyumsuzluğunun ölçümü yabancı para net genel pozisyonu (yabancı para varlıklar – yabancı para yükümlülükler) ile yapılmaktadır. Konsolide bazda açık pozisyon problemi olmasa bile firma bazında incelendiğinde kurda yapılacak ayarlamalar, yabancı para cinsinden borçların ödenmesinde sorunlara yol açabilir. Tek tek piyasa oyuncuları bazında netleştirme anlamlı olmakta, ancak konsolide net pozisyon, potansiyel bilanço problemini olduğundan hafif göstermektedir. Örneğin dolarize olmuş bir bankacılık sektöründe her döviz mevduatın, döviz kredi ile eşleşmesi döviz borcu olan firmaların kur riskini ortadan kaldırmadığı gibi, hızlı mevduat çekilişlerine karşı bankaları korumamaktadır (Yeyati 2006).

Dolarize finansal sistemler borçların ödenmemesi ve likidite risklerine maruz kalmaktadırlar. Devalüasyon, firmaların yabancı para pozisyonları nedeniyle ödeme güçlüğü yaşamalarına neden olmaktadır. Açık pozisyon, banka bilançolarını doğrudan etkileyebileceği gibi, yabancı para kredi portföyünü bozmak suretiyle dolaylı olarak da etkileyebilmektedir. Yasal düzenlemeler sayesinde yabancı para pozisyonlar kontrol altında tutulmakta, ancak döviz kullanımının yarattığı kırılganlık sonucu ortaya çıkan kredi riski, asıl risk olarak karşımıza çıkabilmektedir. Çok fazla döviz yükümlülüğü olan bankalar yabancı para pozisyonlarını ya yurtdışında varlık tutarak, ya da yeterince yabancı para geliri olmayan yerli firmalara yabancı para kredi kullandırmak suretiyle kapatmak zorundadır. Karlılıklarını sürdürebilmek ve kredi taleplerini karşılamak amacıyla döviz cinsinden kredi kullandırmayı tercih eden bankalar (Honohan ve Shi, 2001), böylece kur riskini korunmasız müşterilerine aktarmış olurlar ancak kredi riskini taşımaya devam ederler (Nicolo ve diğerleri 2003).

Firma bilançolarının da finansal dolarizasyon açısından incelenmesi, açık pozisyonun reel sektörde yoğunlaşması ve ekonominin finansal krizlere ve para krizlerine maruz kalması ihtimali nedeniyle büyük önem taşımaktadır (Luca ve Petrova, 2003).

Yüksek mevduat dolarizasyonu, yabancı para ve yerli para cinsinden enstrümanların ikame edilebilirliğini artırmakta ve kurun portföy düzenlemelerine daha duyarlı hale gelmesine neden olmaktadır. Bu nedenle, mevduat dolarizasyonu bankacılık ve para krizi olasılığını artırabilmekte, krizlerin daha maliyetli olmasına neden olmaktadır. Bankaların likit yabancı para yükümlülükleri yabancı para varlıklarından çok fazla ise, para krizi banka bilançolarında ciddi sorunlara yol açmaktadır (Arteta, 2003).

Yüksek dolarizasyon ve hızlı geçişkenlik ortamında, otoritelerin mali yükü hafifletmek amacıyla devalüasyon yapma olasılıklarından söz edilmektedir. Dolarizasyon yüksek olsa bile kendini korumuş bankacılık sistemi devalüasyondan sınırlı ölçüde etkilenecektir. Bu tip bir devalüasyon, bankalar üzerinde küçük bir etki ile, yerli para cinsinden kamu borçlarının reel olarak azalmasını sağlayacaktır (Honohan ve Shi, 2001).

Dolarize olmuş ekonomilerdeki kur hareketleri finansal sistemi tehdit etmekte, bu nedenle de merkez bankası kurdaki dalgalanmaları kontrol altında tutmak istemektedir. Kamu borçlarının dolarize olması da portföyünde bu borçlanma senetlerini bulunduran bankaların teminatı durumunda olmaktadır. Kurdaki keskin devalüasyonlar, kamu borçlarının sürdürülebilirliğini tehlikeye düşürebilmekte ve kamu borçlanma senetlerini tutan bankaların ödeme gücünü zayıflatmaktadır (IMF, 2005).

Finansal dolarizasyonun ekonominin genelinde yaratacağı parasal dengesizlik problemin kaynağı olarak görülmektedir. Bu dengesizlik bazen ulusal bankaların fonlarını yabancı para cinsinden sağlayıp ulusal para cinsinden kredi kullandırmalarından kaynaklanmaktadır. Ancak tipik olarak para birimi uyumsuzluğu borçlu tarafında daha belirgindir, zira yabancı para pozisyonu düzenlemeleri nedeniyle bankalar yabancı para cinsinden varlık tutmak zorundadırlar. Bu nedenle, reel kurdaki değişimlere maruz kalınması reel şokların ya da parasal spekülasyonların etkisini artırmakta, sonuç olarak da bir çok iflasa, ekonomik daralmaya ve finansal çöküşe neden olmaktadır. Finansal kırılganlığa etkisine ek olarak, bilanço etkisi reel şokların kontrol altında tutulması için kurda yapılan ayarlamaların etkinliğini tersine çevirebilmektedir (Yeyati, 2006).

Asya'daki finansal krizler silsilesi bilanço kanalına ilgiyi artırmıştır. Krugman (1999), Asya olaylarını firma bilançolarına da vurgu yaparak özetlemektedir. Para birimi uyumsuzluğu ilk dokuz ayda bankaların net açık pozisyonlarının ikiye katlandığı 2000 yılı sonunda Türkiye'de yaşanan bankacılık krizinde de önemli rol oynamıştır. Asya'da ya da herhangi bir yerde döviz borçların fazlalığı, finansal paniğe karşı hassasiyetin temelinde yatmaktadır (Yeyati, 2006).

Yasal düzenlemeler sayesinde rahatça dolaşan yabancı sermaye hızlı şekilde ülkeyi terk edebilmektedir. Bu durum dolarize ekonomilerdeki kur riskini daha da artırmaktadır. Özmen (2004)'e göre finansal dolarizasyon, ekonominin ani sermaye girişi ve çıkışına karşı kırılganlıklarının kaynaklarından birisidir.

2.1.4. Sistemik Risk

Uluslararası Takas Bankası (BIS), sistemik riski 'katılımcılardan birisinin yükümlülüklerini yerine getirememesi sonucunda diğer tüm kuruluşların da finansal yönden sıkıntı yaşamaya başlamaları' (BIS, 1994) diye tanımlamaktadır. Bu tanım neden sonuç arasındaki ilişkiyi ortaya koymakta ve kuruluşların, piyasaların, sektörlerin ve ülkelerin sıkı bir ilişki içerisinde olmaları gerektiğini göstermektedir. Bu ilişkinin olmaması durumunda domino etkisi kaçınılmaz olmaktadır.

Domino etkisi ise şu şekilde gerçekleşmektedir: Banka A, Banka B'ye kredi borcunu ödeyemez. Bu Banka B'nin sermaye yapısını olumsuz etkiler. Banka B de Banka C'ye kredi borcunu ödeyemez. Bu Banka C'nin sermaye yapısını daha olumsuz etkiler ve bu zincir bu şekilde devam eder (Crockett, 1997). Bankacılık sisteminde faaliyet gösteren bankaların sermaye yeterlilik rasyosu ne kadar küçükse, risklere karşı kırılganlıkları o kadar yüksek olmakta, zincir etkisinin gerçekleşme olasılığı ve yayılma hızı o kadar yüksek olmaktadır.

Sistemik risk ayrıca, 'hızlı ve beklenmedik bir anda finansal piyasalardaki bilgi akışının bozulması sonucunda banka fonlarının kârlı

yatırım olanaklarına yönlendirilememesi' olarak tanımlanmıştır (Mishkin,1996).

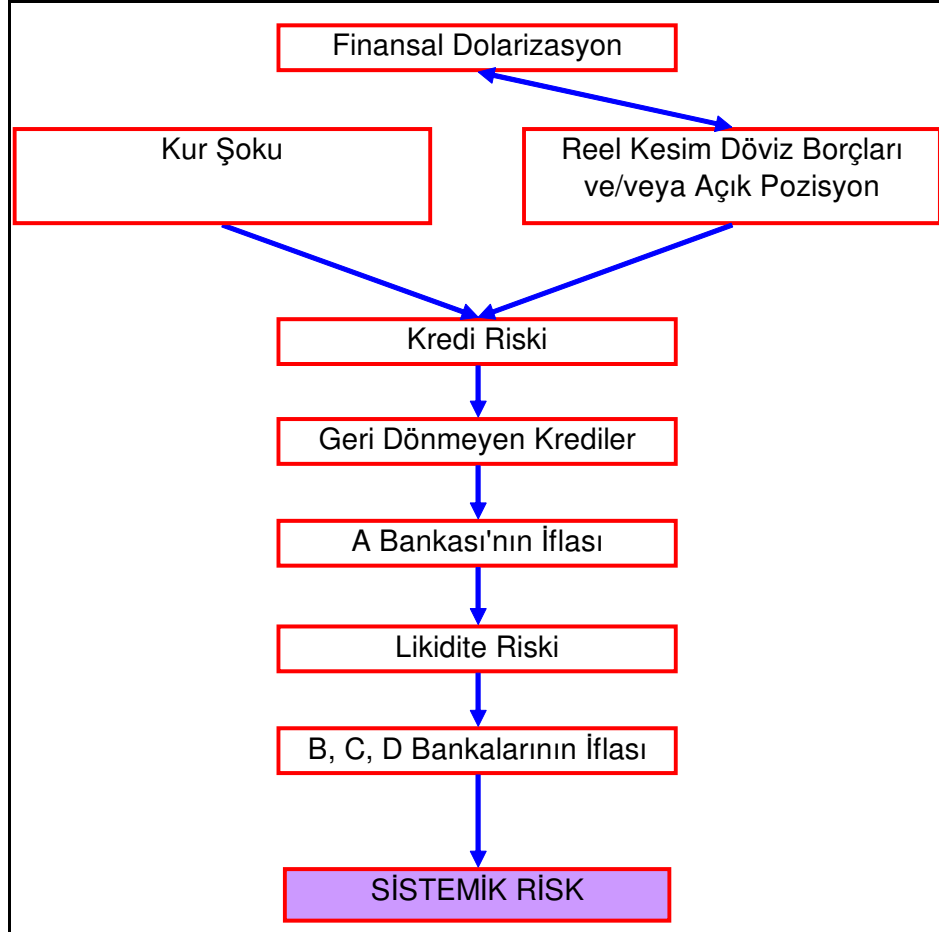
Sistemik riskin diğerk bir tanımında ise 'bulunduğu yerin dışına taşma' üzerinde durulmaktadır. Üçüncü kişilerden birinin şoklar nedeni ile ciddi zarara uğraması sonucunda, diğerklerinin de aynı şekilde etkilenip etkilenemeyeceği konusunda belirsizlik oluşmasına sistemik risk denmektedir.

Özet olarak sistemik risk ile ilgili yapılan tanımlamalarda ortaya konulan ana tema sistemin çökme veya bozulma riski veya olasılığıdır. Yani, sistemik risk, finansal sistemin yetersiz kalma riskidir.

Bu çerçevede, yüksek devalüasyon ortamında açık pozisyon taşıyan bir banka, yükümlüklerini yerine getiremediği için sistemik riske neden olabilmekte, diğerk bankaların finansal durumlarını daha da kötüleştirebilmektedir. Ayrıca, dolarize ekonomilerdeki devalüasyon, "bilanço etkisi" nedeniyle ekonomiyi küçültücü etki yaratabilmekte ve borçların geri ödenme olasılığı daha da düşmektedir. Devalüasyon, borçluyla birlikte bankanın da mali yapısını etkilemekte, devalüasyondan kaynaklanan kredi riski, kredi daralmasını tetiklemektedir. Böylece, herhangi bir banka, söz konusu kredilerin geri dönmemesi nedeniyle iflas etmekte ve diğerk banka iflaslarını da tetikleyebilmekte, sistemde yaşanabilecek olası panik nedeniyle mevduat çekilişlerine neden olmaktadır (IMF, 2005).

Banka yükümlülükleri yeterince döviz portföyü ya da par değerinden dönüşüm ile desteklenmiyorsa, finansal sistem likidite riskine maruz kalmaktadır. Sistemik likidite riski, ülke ya da bankacılık krizlerinde algılanan artış nedeniyle yerli varlıklara olan talebin azalmasına ve bu nedenle de yabancı bankaların kısa vadeli kredilerini geri çağırmasına, mevduatların dolara çevrilmesine ya da yurt dışına çıkarılmasına neden olmaktadır. Yurtdışından yeterince döviz varlıklarla desteklenmediği zaman, bankalar ellerindeki döviz yükümlülüklerini karşılamada yetersiz kalmakta hatta bazen merkez bankasının döviz rezervleri de yetersiz kalabilmektedir (IMF, 2005).

Ayrıca, mudilerin para krizi durumunda bankaların döviz likiditesini sağlayamayacaklarından endişelenmeleri nedeniyle sistemik risk, yabancı para cinsinden mevduatlar için risk primi uygulanmasına neden olabilir (Nicolo ve diğerleri, 2004).



Şekil 2.1: Finansal Dolarizasyon ve Sistemik Riskin İlişkilendirilmesi

Finansal dolarizasyon ve finansal istikrar arasındaki ilişkinin incelenmesi sırasında da değinileceği gibi kur riski, reel kesimin aşırı derecede döviz borçlanması durumlarında finansal kesim açısından kredi riskine neden olmaktadır. Bu zincirleme etki, kur riski (devalüasyon) nedeniyle kırılganlığı artmış bir bankacılık kesimi için oldukça tehlikeli olabilmektedir. Açık pozisyonu bulunan bankalar bir de geri dönmeyen krediler nedeniyle likidite riski yaşayabilecekler, bu durum ise tüm finansal sistemi etkisi altına alacak sistemik bir riske neden olabilecektir. Söz konusu aktarım mekanizması Şekil 2.1’de gösterilmektedir.

2.1.5. Kredi Riski

Finansal dolarizasyonun yüksek olduğu ülkeler, açık pozisyon nedeniyle ortaya çıkan finansal stresle karşı karşıya kalmaktadırlar. Dolarizasyonun yüksek olduğu ekonomilerde bankalar genelde yabancı para cinsinden kredileri inşaat, toptan ticaret ve perakendecilik gibi bir çok farklı sektöre kullandırmaktadırlar. Bu durum reel kura duyulan güveni yansıtmakla birlikte, kur rejimine politik ekonomi boyutunun eklenmesine neden olmaktadır. Bunun nedeni keskin bir reel devalüasyon sonrası devletin borçlarını ödeyemeyenleri kurtarması baskısıdır (Rennhack ve Nozaki, 2006).

Ayrıca, tahsili gecikmiş alacakların ya da sistemik risk ölçümlerinin değerlendirilmesinde dolarize ekonomilerin daha fazla ödeme gücü riskine maruz kaldıkları görülmüştür. Ödeme gücü riski temelde yüksek devalüasyon ortamındaki açık pozisyondan kaynaklanmaktadır. Kur nedeniyle ortaya çıkan kredi riski genelde kırılganlığın sebebi olmaktadır çünkü döviz borçluların yüksek devalüasyon ortamında batma olasılıkları artmaktadır. Dolayısıyla bankaların ya döviz bazında kredi kullandırarak ya da varlıklarının bir kısmını yurtdışında tutarak döviz bazında yükümlülüklerini dengelemeleri gerekmektedir. Bankalar kur riskini müşterilerine aktarmakta ancak bu sefer de devalüasyonun neden olacağı kredi riskine maruz kalmaktadırlar. Borçluların açık pozisyonu fiyatların ve maaşların ulusal para cinsinden olması nedeniyle daha da derinleşir. Teminatların yerli para cinsinden olması da, döviz bazı kredi tutarlarının teminata göre yüksek kalmasına neden olabilmektedir. Bilanço içi işlemler için yasal limitler olmasına rağmen, bilanço dışı işlemlerin yanlış raporlanması gerçek riskin olduğundan az görünmesine neden olmaktadır (IMF, 2005). Kısaca, yasal düzenlemeler sayesinde bankalar açık pozisyon sorunu yaşamasa bile, kurdaki hareketlere bağlı olarak oluşabilecek kredi riski, bankalar açısından tehlike arz etmektedir.

Ayrıca, yabancı para geliri olmayan firmalar (nominal devalüasyondan sağlayacakları getiri yoksa) banka için risk yaratmaktadır. Böyle bir işlemde banka kur riski ile kredi riskini yer değiştirmiş olmaktadır (Honohan ve Shi, 2001).

Yerleşiklerin portföylerinde yabancı para varlıkların ve yükümlülüklerin yer alması gelişmekte olan ülkelerde para politikasını zorlaştırmakta, ayrıca kurdaki değer kaybı sonrasında borçluların ödeme güçlerini olumsuz yönde etkilemektedir (Yeyati, 2006).

Bir firmanın yabancı para cinsinden veya yabancı paraya endeksli geliri bulunmaması durumunda kullandığı yabancı para cinsinden kredinin batma olasılığı yerli para krediye göre daha yüksektir. Bankalar açısından döviz krediler ulusal para kredilere oranla daha risklidir; döviz kredilerin getirisi, yerli krediler ile karşılaştırıldığında, vade sonuna doğru yerli paranın reel değerinin azalması nedeniyle daha yüksektir. Ancak döviz kredilerin de batma riski daha fazladır. Luca ve Petrova (2003) çalışmalarında kar oranı düşük olan bankaların daha fazla risk alacağını bu nedenle daha fazla döviz kredisi kullandıracağını belirtmektedirler.

2.1.6. Likidite Riski

Banka bilançoları bağlamında, yabancı para kredilerin ve mevduatların yüksek oluşu kriz olasılığını ve bu krizlerin maliyetini artırmaktadır. Arjantin'de 2001 yılında yaşanan krizde olduğu gibi, mevduat dolarizasyonu yüksek ancak döviz likiditesi düşük olan bankalar yabancı para mevduatların hızlı bir şekilde çekilmesine cevap veremeyebilirler. Buna ilaveten, otoritelerin döviz basma yetkilerinin olmaması nedeniyle nihai kredi mercii de yetersiz kalabilmektedir (Arteta, 2003).

Yabancı para mevduatlardaki olası bir hızlı çekilme beklentisi ile yeterli likidite tutmaları bankaların kırılma noktalarını ortadan kaldırmamaktadır. Likit varlıkların acil satışı, merkez bankası müdahale etmez ise, parayı zayıflatacak ve bankanın sermaye kaybetmesine neden olacaktır. Bu nedenle, bankaların günlük döviz kurunu güncellemeleri ve risk primini bu değere dahil etmeleri bu tür risklerden korunmak açısından oldukça önemlidir (Honohan ve Shi, 2001).

Dolarizasyon, finansal sektör istikrarı açısından son derece önemli sonuçlar doğurmakta, finansal sistemin ödeme gücü ve likidite riski açısından

kırılganlığını artırmaktadır. Diğer yandan, yabancı para mevduatların çekilme olasılığı yerli para mevduatlara oranla daha fazladır. Ayrıca, merkez bankasının yabancı para mevduatlar üzerindeki faiz oranlarını artırma gücünün kısıtlı olması ve bankaların yabancı para mevduat faizlerini artırmaktan kaçınmaları³ nedeniyle yabancı para mevduatların miktarının kontrol edilmesi güçleşmektedir (IMF, 2005).

2.1.7. Kredi Daralması

Dolarize ekonomilerdeki devalüasyon, “bilanço etkisi” nedeniyle ekonomiyi küçültücü etki yaratmaktadır. Böylece, borçların geri ödenme olasılığı daha da düşmektedir. Devalüasyon, borçluyla birlikte bankanın da sağlamlığını bozmakta, devalüasyondan kaynaklanan kredi riski kredi daralmasını tetiklemekte ve mevduat çekimlerine neden olmaktadır (IMF, 2005).

Kredi dolarizasyonu, bankaların varolan döviz yükümlülüklerini dengelemeleri için pek iyi bir yöntem sayılmayabilir. Para krizi sonrasında, döviz kredilerin geri dönmemesi bankaların varlık kalitesini daha da bozmaktadır. Bankacılıktaki istikrarsızlığın artması nedeniyle bankaların kredi arzı azalmakta, yatırımlarda yaşanan zincirleme daralma ile finansal krizin maliyeti daha da artmaktadır. Para krizleri yüksek derecede dolarize olmuş ekonomilerde banka bilançolarının her iki tarafını da bozmakta ve ekonomiyi daraltıcı etki yaratabilmektedir (Arteta, 2003).

Dolarizasyon offshore hesaplarda toplanan yabancı para mevduatlar şeklinde yaşandığında, ülkeden kaynak çıkışı anlamına gelmekte ve kredi arzının düşmesine neden olmaktadır (Honohan ve Shi, 2001).

Mudilerin mevduat hesaplarını, herhangi para birimi cinsinden açabildikleri durumda, kur spekülasyonuna bağlı olarak da bankacılık riskleri artabilmektedir. Örneğin devalüasyon beklentilerine bağlı olarak, yatırımcıların portföylerinin para birimi kompozisyonunu sık sık değiştirmeleri, kurlarda oynaklığa neden olmakta ve bankalar bu duruma tepki olarak

³ Bu durum zayıflık olarak algılanabilmekte ve daha fazla mevduat çekilişine neden olabilmektedir (IMF, 2005).

varlıklarını likit olarak tutmaktadırlar. Varlıkların likit olarak tutulması, kredi kullandırımı için ayrılan fonların azalmasına, bu nedenle kredi arzının düşmesine neden olmaktadır (Honohan ve Shi, 2001).

2.2. Finansal Dolarizasyon, Reel Sektör ve Hanehalkı Arasındaki İlişki

2.2.1. Reel Sektördeki Yabancı Para Açık Pozisyonu

Firmaların kırılabilirliğinin nedeni, döviz cinsinden borçlanma değil ancak gelir, varlık ve yükümlülük uyumsuzluğu nedeniyle açık pozisyonun varolmasıdır. Bir ülkedeki açık pozisyon incelenirken sadece yabancı para cinsinden borçlara değil, bu borçların ekonomide hangi sektörlerde kullandırıldığına da araştırılması, devalüasyon sonrasında üretim ve yatırımların nasıl etkileneceğinin tahmin edilebilmesi açısından önemlidir (IADB, 2005).

Daha da önemlisi, yüksek derecede dolarize ekonomilerdeki bankalar yabancı para cinsinden geliri çok az ya da hiç olmayan firmalara da yabancı para cinsinden kredi kullandırma eğiliminde olmaktadır. Bu durum yabancı para pozisyonlarında dengesizlik yaratarak, bilançoların bozulmasına neden olmaktadır. Bankalar ani reel kur değişimleri sonrasında büyük kayıplara maruz kalabilmektedir. Bu durum, borçlunun geliri kura paralel artmadığı için, yabancı para borçların ödenmesinin zorlaşmasından kaynaklanmaktadır. Hazinesinin yabancı para cinsinden borçlanması ve gelirinin ulusal para cinsinden olması nedeniyle ülkeler de aynı risk altındadır. Bu nedenle, yüksek finansal dolarizasyon Arjantin (2001) ve Uruguay (2002) krizlerinde olduğu gibi ekonomik krizlerin daha da derinleşmesine neden olmaktadır (Rennhack ve Nozaki, 2006).

Luca ve Petrova (2003), gelişmekte olan ekonomilerde açık pozisyonların özellikle reel sektörde yoğunlaştığını tespit etmişlerdir. Bankalar, kur riskini daha iyi yönetmekte ve bunu firmalara aktarmaktadırlar. Ancak, reel sektördeki açık pozisyon problemi, bankacılık ve para krizlerinin olumsuz etkilerini ağırlaştırmaktadır.

Ize ve Parrado (2002), finansal dolarizasyonun reel dolarizasyondan fazla olduğu durumlarda, ekonomide bir yerlerde açık pozisyonun mutlaka olacağını belirtmişlerdir. Krugman (1999), ikiz krizlerin temel sebebi olarak bankacılık dışı sektörlerdeki açık pozisyonu göstermiştir.

Özatatay (2006), dolarizasyonun yaratacağı sorunların çözümü için bazı öneriler getirmektedir. Birincisi, banka ve şirket bilançolarına yoğunlaşılması gereğidir. Açık pozisyonların iyi denetlenmesi bu noktada çok önemlidir. Reel sektör firmalarının bankalar tarafından iyi değerlendirilmesi ve ondan sonra kredi kullandırılması gerekmektedir. Cansen (2006), Türkiye’de firmaların 75 milyar ABD Doları civarında yabancı para borcundan bahsettikten sonra devalüasyonun firmaları olumsuz yönde etkileyeceğini,, bunun da vade uyumsuzluğundan kaynaklanacağını belirtmektedir. TCMB (2006b) de reel sektör kaynaklı olarak, Eylül 2006 itibariyle 43,6 milyar ABD Doları açık pozisyonun bulunduğunu belirtmektedir.

Yabancı para cinsinden borcu bulunan ve gelirlerini ulusal para cinsinden kazanan firmalar açık pozisyon sorunu ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Devalüasyon sonrasında, yerli para cinsinden borcu artan firmanın gelirleri ya da varlıkları aynı seviyede kalır ve bu nedenle borcunu ödeme ya da yenileme kapasitesi düşer. Borçlanma kapasitesinde zarar gören firmalar, “bilanço etkisi” olarak da bilinen yatırımların ve üretim faaliyetlerin azalması sorunu ile karşılaşacaklardır. Açık pozisyon ve devalüasyon oranı çok yüksek ise, firma aniden borçlarını ödeyemez duruma gelip iflas etmektedir. Bu da banka bilançolarına olumsuz yansımaktadır (IADB, 2005).

2.2.2. Batamayacak Kadar Büyük Problemi

Piyasa aksaklıkların ilk kaynağı devlet tarafından üstlenilen kurtarma operasyonlarıdır. Bu tür kurtarmalar, firmalar borçlarını ödeyemediklerinde ya da mevduatların banka tarafından ödenememesi durumunda yükümlülüğün devlete transfer olması durumudur. Kurtarma beklentisine giren büyük firmalar, aşırı döviz borçlanacaklardır. Önceden verilmiş bir garanti olmasa bile, piyasa oyuncuları devlet tarafından gelecek desteğin beklentisine

girebilirler. Söz konusu firma, batamayacak kadar büyük ise devletin kurtarma operasyonu kaçınılmaz olmaktadır (Mishkin, 2005).

2.2.3. Üretim Maliyetleri

Ekonomide finansal dolarizasyonun yarattığı kırılganlığın diğer bir kaynağı da üretimin yapısı düşünüldüğünde, ara malı ithalatının payı nedeniyle, kurdaki artışın üretim maliyetlerine yansımalarıdır. Döviz borçlarının kur artışından etkilenmesi ve ithal girdi maliyetlerinin bu nedenle artmış olması, yurtiçi malları ithalatçılar için daha cazip hale getirirse bile üretim maliyetlerini artırması nedeniyle yatırımların azalmasına neden olabilmektedir (Özatay, 2006).

2.2.4. Hanehalkı

Bireylerin aldıkları yatırım kararlarının finansal sistemi etkilemesi, hanehalkının incelenmesini gerektirmektedir. Finansal dolarizasyonun nedenlerinden biri olarak kabul edilen güvensizlik ortamı, hanehalkının yatırımlarının para birimi kompozisyonunu döviz cinsinden yatırımlar lehine etkilemektedir. IMF (2001a) tasarruf mevduatlarının oynaklığını ve mevduat faiz oranlarını tüketici güvenini gösteren dolaylı ölçümler olarak kabul etmektedir.

2.3. Finansal Dolarizasyon ve Makro Değişkenler Arasındaki İlişki

2.3.1. Üretim ve Tüketim Oynaklığı

Finansal dolarizasyon, krizlerin üretim üzerindeki daraltıcı etkisini hafifleten tampon görevi de görebilmektedir. Örneğin, mevduatların büyük bölümünün ulusal para cinsinden olması durumunda para krizi, mudileri şiddetli bir şekilde etkileyebilir. Diğer yandan, mevduatların önemli bir kısmı yabancı para cinsinden ise (hızlı mevduat çekilişi ve zorunlu dönüşüm olmayacağı varsayımı altında) krizin hanehalkı serveti üzerinde, dolayısıyla tüketim üzerindeki olumsuz etkisi daha az olacaktır. Aynı şekilde, kredi dolarizasyonu, kur riskinin yeniden bölüşümünü sağlamakta, bu da dengeleyici olabilmektedir. Yabancı para krediler kur riskini bankalardan

firmalara taşımakta, bu nedenle firmaların risk yönetimini geliştirmelerini ve riskten korunma faaliyetlerini artırmalarını özendirilmektedir. Ayrıca, bankalar yabancı para kredilerinin büyük kısmını gelirleri yabancı para ağırlıklı olan güvenilir firmalara kullanıyorsa, kredi riski sınırlandırılmış olmaktadır (Arteta, 2003).

2.3.2. Fiyat İstikrarı

Merkez bankası kredibilitesinin düşük olduğu ülkelerde kaçınılmaz bir olgu olarak algılanan finansal dolarizasyon, kredibilitesi yüksek olan bir para biriminin kullanılmaya başlanması sayesinde fiyat istikrarına katkı sağlamaktadır (Ize ve Powell, 2005). Bazı ülkeler için dolarizasyonun bankacılık sisteminin istikrarı açısından iyi sonuçlar getirebileceği belirtilmektedir. Bu ülkeler Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvador ve Meksika gibi bazı Latin Amerika ülkeleri ile Hong Kong, Malezya, Güney Kore, Singapur ve Tayvan gibi bazı Doğu Asya ülkeleri ve Türkiye olarak sıralanmaktadır. Fakat, dolarizasyonun maliyeti bütün ülkeler için aynı değildir. Örneğin, Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Meksika ve Türkiye gibi etik bozulmanın yüksek olduğu ülkelerde maliyetin çok daha yüksek olacağı belirtilmektedir (Gale ve Vives 2001).

Diğer yandan dolarizasyon, enflasyonun etkilerinden korunmak amacıyla para birimi değiştirmenin maliyetini düşürerek para talebi oynaklığını artırabilir ve merkez bankasının para politikasını yürütmesini zorlaştırır. Bu yaklaşım para ikamesi görüşüne dayanmakla birlikte yurtiçi tasarruflar için de geçerlidir (Yeyati, 2006).

Finansal dolarizasyon, özellikle kriz dönemlerinde politika manevraları için gerekli hareket alanını daraltmaktadır. Yurtiçi yerleşikler nakit değerlerinin önemli bölümünü yabancı para cinsinden tutuyorlarsa, enflasyonun kontrolü ya da bankacılık problemlerinin “nihai kredi mercii” finansmanı ile azaltılması için gerekli para politikası, daha az etkili olacaktır (Rennhack ve Nozaki, 2006).

Yabancı para kredilerdeki artış nedeniyle bankalar, devalüasyondan daha fazla etkilenmekte, bu nedenle ödeme güçlüğü yaşayabilmektedirler. Dolarizasyon ve enflasyonda yüksek geçişkenlik bir arada yaşandığında ise, otoriteler mali baskının azaltılması için sert devalüasyonlara başvurabilmektedirler (Honohan ve Shi, 2001).

Dolarizasyon, para politikasının uygulanmasını güçleştirmektedir (Özatay, 2006). Yüksek dolarizasyon ortamının para talebi tahminini zorlaştırması nedeniyle enflasyonun tahmin ve kontrolünü güçleştirdiği bilinmektedir. Bunun nedeni dalgalı kur rejimi altında, yüksek dolarizasyon ve yüksek geçişkenliğin beraber görülmesi durumunda, kurdaki sıçramanın enflasyonu olumsuz yönde etkileyecek olmasıdır (Gürses, 2006a).

2.3.3. Yüksek Faiz Spredleri

Dolarizasyon sistemin şoklara karşı kırılganlığını artırabilmekte, kredi arzını da, mevduatlardaki arza bağlı olarak etkilemektedir. Artan dolarizasyonla beraber yaşanması beklenen kredi daralması, faiz spredlerinin de artmasına neden olmaktadır. Honohan ve Shi (2001) tarafından tahmin edilen regresyon sonuçlarına göre, mevduat dolarizasyonundaki yüzde10'luk artış, spredlerde 150 baz puanlık artışla beraber görülmektedir. Bankaların piyasa gücü, artan spredler nedeniyle etkilenmekte, yerli para mevduatların ve piyasa varlıklarının reel faizleri piyasa dengesinde yükselmektedir (Honohan ve Shi, 2001).

Chamon (2001), kurun yüksek seviyelerinde temerrüt söz konusu olduğunda, ulusal para cinsinden tasfiye halindeki alacakların, döviz bazındaki alacaklara göre azaldığını belirtmektedir. Ayrıca, bankalar borçlunun toplam borcunun parasal kompozisyonunu gözlemleyemiyorsa, ulusal para cinsinden kredilerden daha yüksek prim talep edebilirler. Firmalar da buna karşılık olarak yerli para kredilerden uzak durmaktadırlar. Denge noktasında aşırı yabancı para borçlanmayı teşvik eden koşullar, her iki borçlanma piyasasında da ayrı ayrı oluşmaktadır.

Ayrıca, enflasyon vergisi tabanı, dolarizasyonun yüksek olduğu ekonomilerde küçüktür. Dolayısıyla, enflasyon vergisinin ek bir gelir olduğu ortamlarda, dolarizasyon ve yüksek geçişkenlik kombinasyonu nominal kur değerlerini artıracak ve reel faiz oranlarına risk primi ekleyecektir. Dolarizasyon seviyesi ülke riskinden çok kur riskini artırıcı bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır (Honohan ve Shi, 2001).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL DOLARİZASYON VE FİNANSAL İSTİKRAR UNSURLARI ARASINDAKİ İLİŞKİSİ

Çalışmanın önceki bölümlerinde finansal dolarizasyona ilişkin literatüre ve bunun finansal istikrar unsurları ile ilişkisine yer verilmişti. Bu bölümde finansal dolarizasyonun Türkiye'deki gelişimi ve finansal istikrarın unsurları ile ilişkisi incelenecektir. Bu çerçevede, finansal istikrarın unsurları olan bankacılık sektörü, reel sektör, hanehalkı ve makro ekonomik değişkenler ile finansal dolarizasyon arasındaki ilişkiye temas edilecektir.

3.1. Türkiye'de Finansal Dolarizasyon ve Tarihsel Gelişimi

3.1.1. Yöntem

Türkiye'de finansal dolarizasyonun tarihsel gelişimini incelemeyi önce finansal dolarizasyonun ölçüm yönteminin ortaya konulması faydalı olacaktır. Bu bölümde, Türkiye'deki finansal dolarizasyon seviyesi literatürde kullanılan ve finansal istikrarın en önemli unsurlarından olan bankacılık sektörünün analizini daha doğru bir şekilde yapmamızı sağlayacak bazı ölçümler aracılığıyla değerlendirilecektir. Bunlardan birincisi kredi dolarizasyonu, diğeri ise mevduat dolarizasyonudur. Kredi dolarizasyonu, yabancı para kredilerin toplam krediler içindeki payı olarak tanımlanmaktadır. Bu çalışmada kredi dolarizasyonu TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) verileri kullanılarak, Bankacılık Sistemi Kredi Hacmi başlığı altında mevduat ve kalkınma ve yatırım bankaları kredileri kullanılarak hesaplanmıştır. Yerleşiklerin tercihlerini göstermesi ve risk unsurları nedeniyle yalnızca yurtiçi krediler dikkate alınmıştır.

$$\text{Kredi Dolarizasyonu} = \text{Yabancı Para Krediler}^4 / \text{Toplam Krediler} \quad (3.1)$$

⁴ Döviz Endeksli Krediler (DEK) dahil değildir.

Mevduat dolarizasyonu hesaplamasında da yine TCMB verilerinden mevduat bankalarındaki yurtiçi yerleşiklerin toplam mevduatlar içindeki payı kullanılacaktır.

Mevduat Dolarizasyonu = Yabancı Para Mevduatlar / Toplam Mevduatlar (3.2)

3.1.2. Finansal Dolarizasyonun Tarihsel Gelişimi

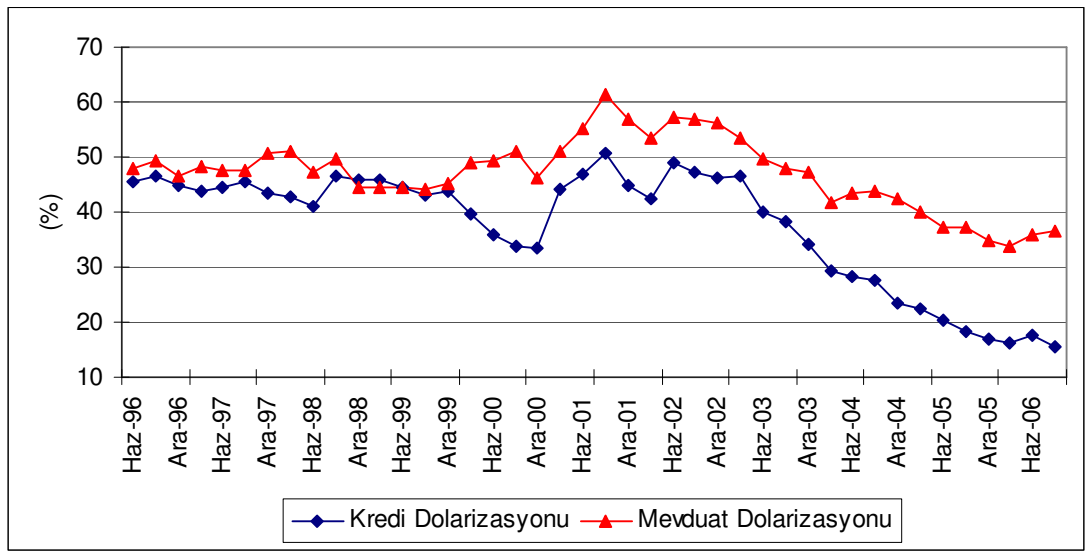
Kasım 2000-Şubat 2001 krizlerinin öncesinde ve sonrasında finansal istikrar ile finansal dolarizasyon arasındaki ilişkinin ortaya konulabilmesi için, öncelikli olarak finansal dolarizasyonun tarihsel gelişiminin incelenmesi gerekmektedir. Veri tabanı kısıtı nedeniyle finansal dolarizasyonun tarihsel gelişimi için 1996 yılının ikinci çeyrek ve 2006 yılının üçüncü çeyrek dönemleri arası incelenmiştir.

Öngörülebilir kur rejimlerinin uygulanması, yüksek ve kronik enflasyon, tam mevduat güvencesi, siyasi istikrarsızlık gibi nedenlerle 1996-1999 döneminde finansal dolarizasyonun yüksek seviyelerde bulunduğu; kredi ve mevduat dolarizasyonu oranlarının yüzde 40 ile yüzde 50 arasında gerçekleştiği görülmektedir. 1999 yılında açıklanan yeni para programının ardından kredi dolarizasyonu azalmış, mevduat dolarizasyonu artmış ve bankacılık sektörü yüksek açık pozisyon ile çalışmaya başlamıştır. Ancak, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından Türkiye’de mevduat dolarizasyonu artmaya devam etmiş, açık pozisyon kapatmak isteyen bankalar kredi dolarizasyonunun da hızla artmasına neden olmuşlardır. 2001 yılının üçüncü çeyreğinde en yüksek seviyesine ulaşan kredi dolarizasyonu oranı yüzde 50,8, mevduat dolarizasyon oranı yüzde 61,4 olarak gerçekleşmiştir.

2002 yılından itibaren düşüş trendine giren kredi dolarizasyonu 2006 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 15,7, mevduat dolarizasyonu yüzde 36,5 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.1). Son dönemde hızla gerileyen mevduat ve kredi dolarizasyonu oranının arkasında 2001 yılından bu yana uygulanmakta olan güçlü ekonomiye geçiş programı, Avrupa Birliği (AB) süreci ve küresel likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler lehine gelişmesi sonucunda Türk Lirası’na olan güvenin artması, yüksek uluslararası rezervler, tek haneli

rakamlara gerileyen yıllık enfasyon oranları ve oynaklığın azalması yatmaktadır.

Ayrıca, ülkemizde mevduat dolarizasyonu ve kredi dolarizasyonunun benzer bir seyir izlediği gözlenmektedir. Bu durum, literatür bölümünde, kredi dolarizasyonunun aslında mevduat dolarizasyonu nedeniyle pozisyon kapatmak isteyen bankaların döviz kredi kullandırmalarının bir sonucu olarak açıklanmaktaydı. Dolayısıyla, dolarizasyonla mücadelede, mevduat dolarizasyonuna karşı alınacak önlemler önem kazanmaktadır.



Grafik 3.1: Kredi Dolarizasyonu ve Mevduat Dolarizasyonu

Kaynak: TCMB

3.2. Türkiye’de Finansal İstikrar Unsurları

Bu bölümde, finansal dolarizasyon ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin ortaya konulabilmesi için ilk olarak, Türkiye’deki finansal istikrarın unsurları üzerinde durulmaktadır. Daha sonra, bu unsurların analizinde kullanılacak göstergeler tanımlanmaktadır.

IMF (2001a, 2001b) çalışmasında finansal istikrarın unsurları olarak mevduat kabul eden finansal kuruluşları, diğer finansal kuruluşları, reel sektörü, hanehalkını, piyasa likiditesini ve emlak piyasasını kabul etmektedir. Ayrıca, makro ekonomik göstergelerin de yakından izlenmesi gerektiği vurgulanmaktadır. TCMB tarafından yayımlanan Finansal İstikrar Raporu’nda (FİR), finansal istikrar unsurları kamu maliyesi, dış alem, hane halkı, reel

sektör, hanehalkı, bankacılık sektörü ve bankadışı finansal kuruluşlar olarak kabul edilmektedir.

Bu çalışmada Eylül 2006 itibariyle finansal sektörün yüzde 87,8'ini oluşturan bankacılık sektörü, bankacılık sektörünün en önemli müşterileri olan reel sektör ve hanehalkı ile makro ekonomik değişkenler finansal istikrarın unsurları olarak kabul edilmektedir.

Finansal istikrar unsurlarından birincisi olan bankacılık sektörünün dolarizasyon ile ilişkilendirilmesinde Finansal Sağlık Endeksi, açık pozisyon ve vade uyumsuzluğu değişkenleri kullanılmaktadır. İkinci finansal istikrar unsuru olarak ele alacağımız reel sektör, reel sektör performansını gösteren ve TCMB sektör bilançolarında yayımlanan rasyolar aracılığıyla analiz edilmektedir. Üçüncü unsur olan hanehalkı, hanehalkının güvenini de yansıtan mevduat faiz oranları aracılığıyla dolarizasyon ile ilişkilendirilmektedir. Finansal istikrarın dördüncü unsuru olarak kabul ettiğimiz makro ekonomik göstergeler enflasyon, büyüme, kur seviyesi, faiz oranları, ödemeler dengesi ve ülke riski aracılığıyla dolarizasyon ile ilişkilendirilmektedir.

Finansal istikrar ile dolarizasyon arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlayan bu çalışmada bankacılık sektörünün sağlamlığını temsilen TCMB tarafından yayımlanan ve FİR'nda kullanılan "Finansal Sağlık Endeksine" ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından yayımlanan "Bankacılık Performans Endeksine" benzer bir yöntemle hesaplanacak olan Finansal Sağlık Endeksi (FSE) kullanılmıştır.

Endeksin hesaplanmasında TBB, BDDK ve TCMB verilerinin kullanılmış olması nedeniyle endekste bazı uyarlamalar yapılmaktadır. 1996 yılı baz yılı kabul edilen endeks değeri 1996 yılı için 100 olarak alınmaktadır. Finansal Sağlık Endeksini oluşturan alt endeksler ve ilgili rasyolar aşağıdaki tabloda verilmektedir. Konsolide endeks, aktif kalitesi, likidite, kur riski, karlılık ve sermaye yeterliliğini temsil eden rasyolar yardımıyla hesaplanmaktadır.

TABLO 3.1. FİNANSAL SAĞLAMLIK ENDEKSİNİ OLUŞTURAN RASYOLAR

	Kullanılan Rasyolar	Endekse Etki Yönü	Ağırlık
Aktif Kalitesi	Krediler / Mevduatlar	pozitif	0.25
	Brüt Takipteki Alacaklar / Brüt Krediler	negatif	0.25
	Net Takipteki Alacaklar / Özkaynaklar	negatif	0.25
	Duran Aktifler / Toplam Aktifler ¹	negatif	0.25
Likidite	Likit Aktif / Toplam Aktif ²	pozitif	1.00
Kur Riski	YP Aktif/YP Pasif	pozitif	1.00
Karlılık	Net Kar / Özkaynaklar (ROE)	pozitif	0.50
	Net Kar / Toplam Aktif (ROA)	pozitif	0.50
Sermaye Yeterliliği	Serbest Sermaye / Toplam Aktif ³	pozitif	0.50
	Özkaynaklar / Toplam Aktif ⁴	pozitif	0.50

¹ Duran Aktifler; iştirak, bağlı ortaklık, elden çıkarılacak kıymetler, sabit kıymetler ve net takipteki alacaklar toplamından oluşmaktadır.

² Likit Aktifler; nakit değerler, merkez bankası, piyasalar, bankalar ve ters repo işlemlerinden alacaklar toplamından oluşmaktadır.

³ Serbest sermaye, özkaynak tutarından duran aktiflerin çıkarılması yoluyla hesaplanmıştır.

Bankacılık sektörü ayrıca açık pozisyon ve vade uyumsuzluğu konularının değerlendirilmesi yoluyla da ele alınmaktadır. Açık pozisyona ilişkin yasal çerçeve ve pozisyondaki gelişmeler dolarizasyon çerçevesinde ele alındıktan sonra, bankaların vade uyumsuzluğu yabancı para krediler ve mevduatlar yardımıyla değerlendirilmektedir.

Finansal istikrar unsurlarından olan reel sektör performansı, borçluluk göstergesi olarak kabul edilen kaldıraç oranı, karlılık göstergesi olan ROA (Aktif Getirisi) ve ROE (Özkaynak Getirisi) rasyoları ve reel kesim dış borçları yardımıyla dolarizasyonla ilişkilendirilmektedir. Hanehalkı ve dolarizasyon arasındaki ilişki IMF (2001a) çalışmasında hanehalkının güvenini gösterdiği kabul edilen mevduat faizlerindeki gelişim aracılığıyla değerlendirilmektedir.

Finansal istikrar unsurlarından kabul edilen makro göstergelerin finansal dolarizasyonla ilişkisi, enflasyon oranı, büyüme, kur, iç borç faizleri, ödemeler dengesi ve EMBI+ değerlerinin dolarizasyon ölçümleri ile ilişkilendirilmesi aracılığıyla yapılmaktadır.

3.3. Finansal Dolarizasyonun Finansal İstikrar Unsurları İle İlişkisi

3.3.1. Finansal Dolarizasyon ve Bankacılık Sektörü

Finansal dolarizasyonun bankacılık kesimi açısından değerlendirilmesi Finansal Sağlık Endeksi, daha sonra açık / fazla pozisyon ve vade uyumsuzluğu konuları yardımıyla yapılmaktadır. Bu çerçevede öncelikle, bankacılık sektörünün sağlamlığı ve finansal dolarizasyon arasındaki ilişkinin ortaya konması amacıyla FSE ve alt endeksler ile dolarizasyon arasındaki ilişki tartışılmaktadır.

Ayrıca, finansal dolarizasyon ve finansal istikrar açısından önemli olan bankaların yabancı para net genel pozisyonlarına ilişkin yasal çerçeve, raporlama ve ilgili rasyonun gelişimine değinilmektedir. Daha sonra, bankacılık sektörünün yerine getirdiği aracılık faaliyetinin (kısa vadeli kaynakların uzun vadeli yatırımlara yöneltilmesi) doğal bir sonucu olarak ortaya çıkan vade uyumsuzluğu, yabancı para işlemler açısından incelenmektedir.

3.3.1.1. Finansal Sağlık Endeksi

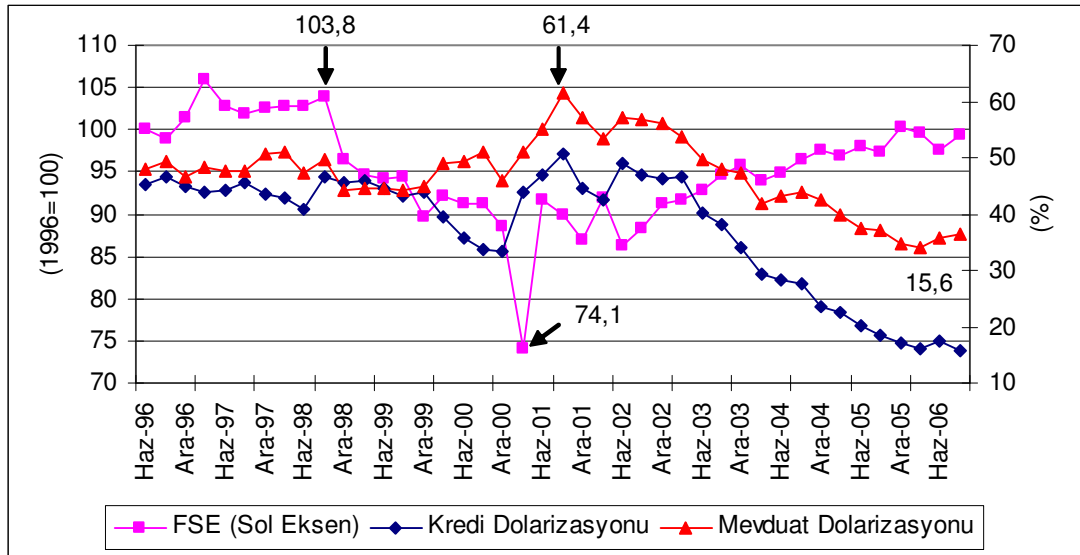
Grafik 3.2'de görüldüğü gibi, bankacılık sektörünün sağlamlığının bir göstergesi olarak kullandığımız FSE ve finansal dolarizasyon göstergeleri zıt yönde hareket etmektedir. Bu durum literatürde de vurgulandığı üzere finansal kırılganlığın dolarizasyon ile birlikte arttığına işaret etmekle birlikte, aynı zamanda finansal sisteme duyulan güvenin dolarizasyonu azaltıcı etkisini de göstermektedir.

1996-1998 yılları arasında FSE ve finansal dolarizasyon göstergelerinin yüksek seviyelerini koruduğu, ancak daha sonra gerilemeye başladığı görülmektedir. 1997 ve 1998'de yaşanan küresel dalgalanmalar, 1999 yılında sabit kur rejimine geçilmesi ve akabinde Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin yaşanmasının ardından 2001 yılında, ortalama 85,7 olarak gerçekleşen FSE, 2001 yılı ortalarında en düşük seviyelerine ulaşmıştır. Aynı dönemde kredi ve mevduat dolarizasyonu da en yüksek seviyelerinde gerçekleşmiştir.

2002 yılından itibaren ise dolarizasyonun azalmakta olduğu ve FSE'nin de yüksek seviyelerde gerçekleştiği göstermektedir. 2001 yılından bu yana uygulanmakta olan güçlü ekonomiye geçiş programı, AB süreci ve küresel likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler lehine gelişmesi sonucunda Türk Lirası'na olan güvenin artması, yüksek uluslararası rezervler, tek haneli rakamlara gerileyen yıllık enflasyon oranları, mevduata tam güvencenin kalkması FSE'deki iyileşmenin temel nedenleridir.

FSE, 2006 yılı ortalamasında (ilk üç çeyrek dönem) 98,8 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılı Mart ayında 99,5 olarak gerçekleşen endeks, 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında meydana gelen dalgalanmanın etkisiyle Haziran 2006'da 97,5'e düşmüştür. Uygulanan ekonomik programdan taviz verilmemesi ve ekonomik programın aynı kararlılıkla sürdürülmesi sonucunda FSE, Eylül 2006'da tekrar 99,3'e yükselmiştir. 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında yaşanan dalgalanmaya rağmen endeksin 100 baz değerine yakın seyretmesi bankacılık sektörünün dayanıklılığını göstermektedir.

Kısaca, 2001 yılı ile kıyaslandığında sektörün dış şoklara karşı dayanıklı olduğu görülmektedir.



Grafik 3.2: FSE, Kredi Dolarizasyonu ve Mevduat Dolarizasyonu

Kaynak: TBB, BDDK ve TCMB

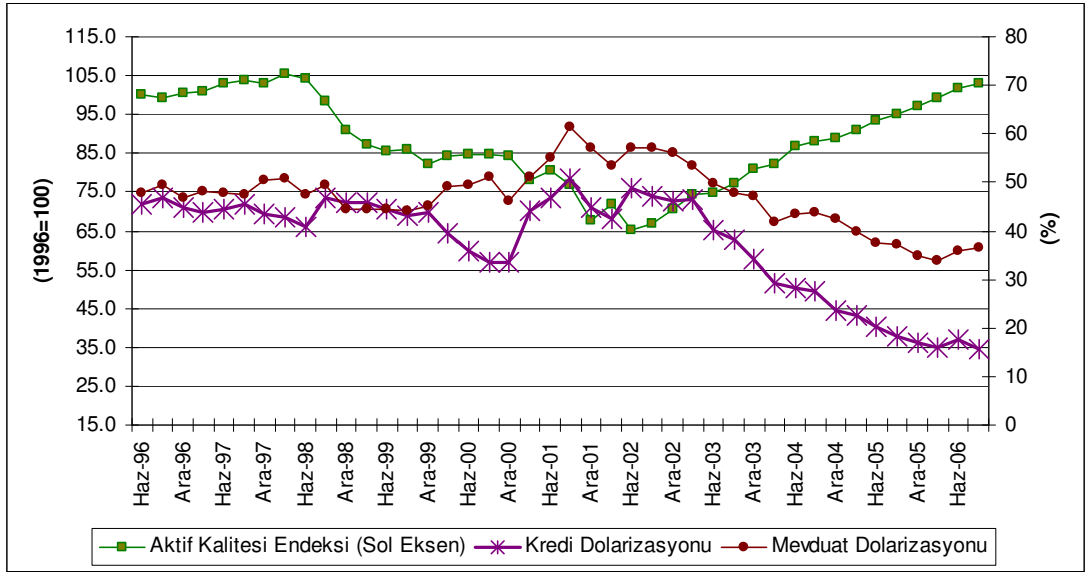
FSE ile dolarizasyon arasındaki ilişkinin daha iyi anlaşılması için FSE'nin alt endeksleri olan aktif kalitesi endeksi, likidite riski endeksi, kur riski

endeksi, karlılık endeksi ve sermaye yeterlilik endeksinin de incelenmesi uygun olacaktır.

Aktif kalitesi endeksi, mevduatların krediye dönüşüm oranı (Krediler / Mevduatlar), net Tahsili Gecikmiş Alacakların (TGA) özkaynaklara oranı, duran aktiflerin toplam aktifler içerisindeki payı ve takibe dönüşüm oranlarından (TGA/Kredi) oluşmaktadır. Mevduat ve kredi dolarizasyonunun yüksek seyrettiği 1996 ile 2002 yılları arasında aktif kalitesinin bozulma trendinde olduğu gözlenmektedir. Diğer yandan, kredi ve mevduat dolarizasyonunun 2001 yılından itibaren azalma trendine girmesinin ardından 2002 yılından itibaren aktif kalitesinin de iyileşmeye başladığı gözlenmektedir.

2006 yılının Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanmanın kredi riskine etkisinin gecikmeli olarak yansması nedeniyle TGA dönüşüm oranlarında kötüleşme yaşanmamış ve TGA dönüşüm oranı düşük seviyelerini korumuştur. Genel olarak aktif kalitesindeki artış, dolarizasyon göstergelerindeki azalış ile birlikte gözlenmektedir. Dolarizasyondaki artış bankacılık sistemi kırılganlığını artırmakta, aktif kalitesinde bozulmaya neden olmaktadır.

Aralık 2005'te 97,2 olan aktif kalitesi endeksi, duran aktiflerin toplam aktifler içerisindeki payının ve takibe dönüşüm oranının gerilemesi nedeniyle artmaya devam etmiş, Haziran 2006'da 101,7 olarak gerçekleşmiş, Eylül 2006'da da artış eğilimini sürdürerek 102,9 seviyesine yükselmiştir (Grafik 3.3). Bu artışta, Net TGA / Özkaynaklar oranındaki düşüş ile mevduatların kredilere dönüşüm oranındaki artış etkili olmuştur. Dalgalanmanın bankacılık sektörünün aktif kalitesi üzerindeki etkisinin sınırlı kaldığı görülmekle birlikte dalgalanmanın TGA'ya etkisinin gecikmeli olarak yansiyabileceği gözönünde bulundurulduğunda, TGA gelişiminin yakından izlenmesi önem arz etmektedir.



Grafik 3.3: Aktif Kalitesi Endeksi ve Dolarizasyon Oranları

Kaynak: TBB, BDDK ve TCMB

Dolarizasyona karşı durulması ya da durulmamasının önemi herhangi bir dalgalanma anında bankacılık sisteminin nihai kredi mercii finansman kaynağından yararlanamayacak olmasından kaynaklanmaktadır (Calvo ve Vegh, 1992). Bu nedenle, likidite riski endeksinin dolarizasyon göstergeleri ile ilişkisinin ortaya konması, bankacılık sektörünün likidite durumunun dolarizasyon ortamından nasıl etkilendiğinin anlaşılması açısından önemlidir.

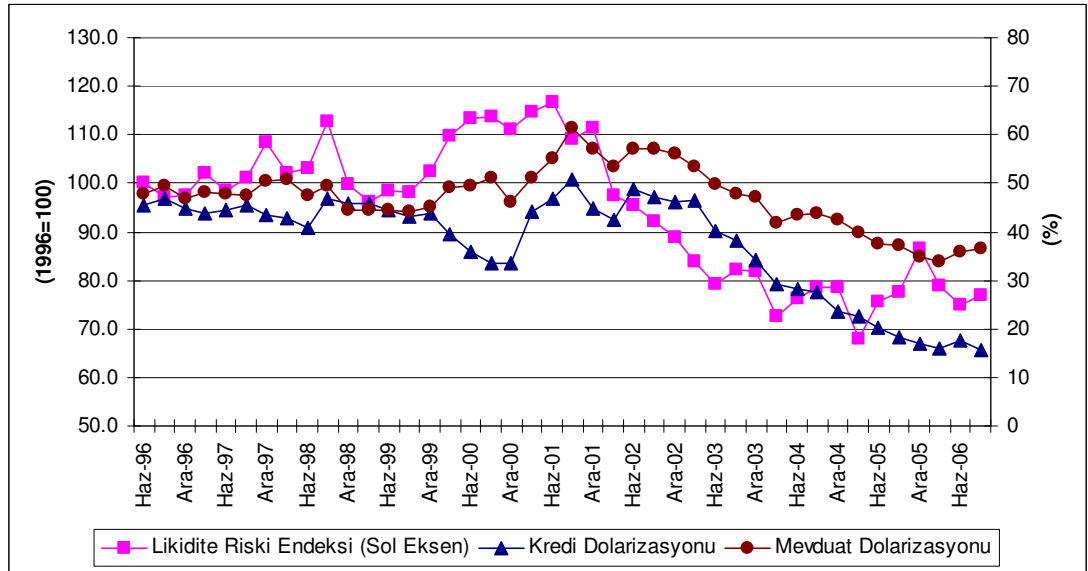
Likidite riski endeksi, likit aktifler / toplam aktifler oranından yola çıkılarak hesaplanmaktadır. Her ne kadar yüksek likidite oranları finansal sağlamlık göstergesi kabul edilse de, likit aktiflerin artması, bankaların sisteme duydukları güvenin azalması veya oynaklığa bağlı riskler nedeniyle portföylerini güçlendirme kaygılarından kaynaklanmaktadır. Türkiye uygulamasında likidite oranının dolarizasyonla aynı yönde hareket ettiği görülmektedir. Nitekim literatürde, yatırımcıların devalüasyon beklentilerine bağlı olarak portföylerinin para birimi kompozisyonunu sık sık değiştirdikleri, bankaların da buna tepki olarak likit kalmayı tercih ettikleri belirtilmektedir. Ayrıca, likidite oranının artması bankaların karlı olmayan yatırımları bulunduğu anlamına da gelebilmektedir.

Diğer yandan likit aktiflerin azalmasının temel nedeni bankacılık sektörünün sisteme güven duyması ile birlikte uzun vadeli yatırımlara

yöneldiği olabilmektedir. Beklentilerin iyileşmesi ve güven ortamı ile birlikte dolarizasyon azalmaktadır. Likit aktiflerin azalması, yani bankaların sisteme güven duymaları dolarizasyonun azalması ile birlikte gözlenmektedir. Dolayısıyla, dolarizasyon ve likidite riski endeksinin aynı yönde hareket etmesi beklenen bir durumdur.

Mevduat ve kredi dolarizasyonunun yüksek seyrettiği 1996 ile 2002 yılları arasında bankacılık sektörünün likit kalmayı tercih ettiği görülmektedir. Diğer yandan, kredi ve mevduat dolarizasyonunun 2001 yılından itibaren azalma trendine girmesi ile birlikte likidite riski endeksi de azalmaya başlamıştır.

2005 yılı sonunda 86,6 olarak gerçekleşen likidite riski endeksi, 2006 yılı ilk çeyreğinde 78,9 olarak gerçekleşmiştir. Haziran 2006'da likit aktiflerin toplam aktif içerisindeki payı gerileyerek yüzde 9,9 seviyesinde gerçekleşmiş ve endeks 75 seviyesine düşmüş, dalgalanmanın ardından Eylül 2006'da likidite endeksi 77 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.4).



Grafik 3.4: Likidite Riski Endeksi ve Dolarizasyon Oranları

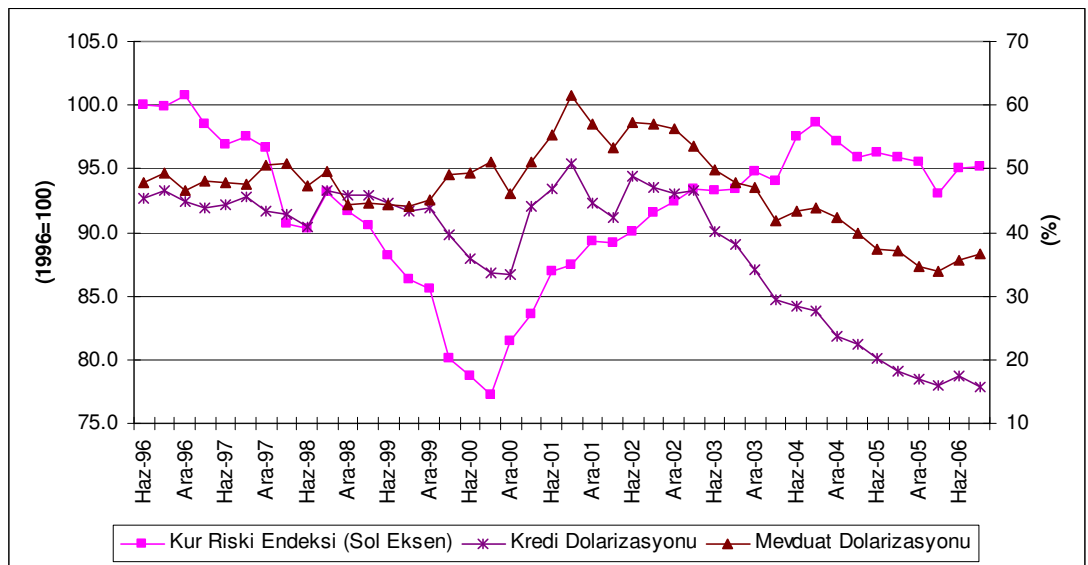
Kaynak: TBB, BDDK ve TCMB

Kur seviyesini belirleyen teorik modeller kurdaki istikrarsızlığın para ikamesi ile arttığını belirtmektedir. Akçay ve diğerleri (1997) çalışmalarında bu doğrultuda sonuçlar elde etmişlerdir. Dolayısıyla, dolarizasyondaki artış ile kur riskinin aynı yönde hareket etmesi beklenmektedir.

Bu çalışmada kur riski endeksi bankacılık sektöründeki döviz cinsi aktiflerin döviz cinsi yükümlülüklerle oranı ile ölçülmektedir. Endeksteeki artış bankacılık sektörünün kur riskine daha dayanıklı olduğunu göstermektedir.

Kur riski endeksinin seyrine bakıldığında 1996-2000 yılları arasında bankacılık sektörünün pozisyonlarını hızla açması nedeniyle sürekli gerilediği ve 2000 yılında en düşük seviyeye ulaştığı; Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından bankacılık sektörünün söz konusu açık pozisyonlarını hızla kapatmaları sonucunda hızla gerilediği ve 2004 yılına kadar artış trendinde olduğu görülmektedir. Ancak, 2004 yılından itibaren bankaların pozisyon açmalarıyla düşmeye başlayan endeks, 2006 yılının ilk çeyreğinde 93 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2006 yılının Mayıs-Haziran aylarında yaşanan dalgalanmanın etkisiyle bankaların açık pozisyonlarını tekrar kapatması kur riski endeksini 95 seviyesine yükseltmiştir. Bankaların pozisyon kapatmalarının arkasında yatan sebep Mayıs-Haziran 2006 yaşanan finansal dalgalanmada TL'nin ani değer kaybetmesine bağlı olarak kur riskinin artmasıdır (Grafik 3.5).

Kısacası, Türkiye'de kur riski endeksinin arttığı yani kur riskinin azaldığı dönemlerde, finansal dolarizasyon göstergesi olarak kullandığımız kredi ve mevduat dolarizasyonu oranlarının da literatürde beklendiği gibi iyileştiği görülmektedir.



Grafik 3.5: Kur Riski Endeksi ve Dolarizasyon Oranları

Kaynak: TBB, BDDK ve TCMB

Bankacılık sektörü karlılık endeksi, ROA ve ROE oranlarından oluşmaktadır. Literatürde, dolarizasyon ve karlılık göstergelerinin zıt yönde hareket etmesi beklenmektedir.

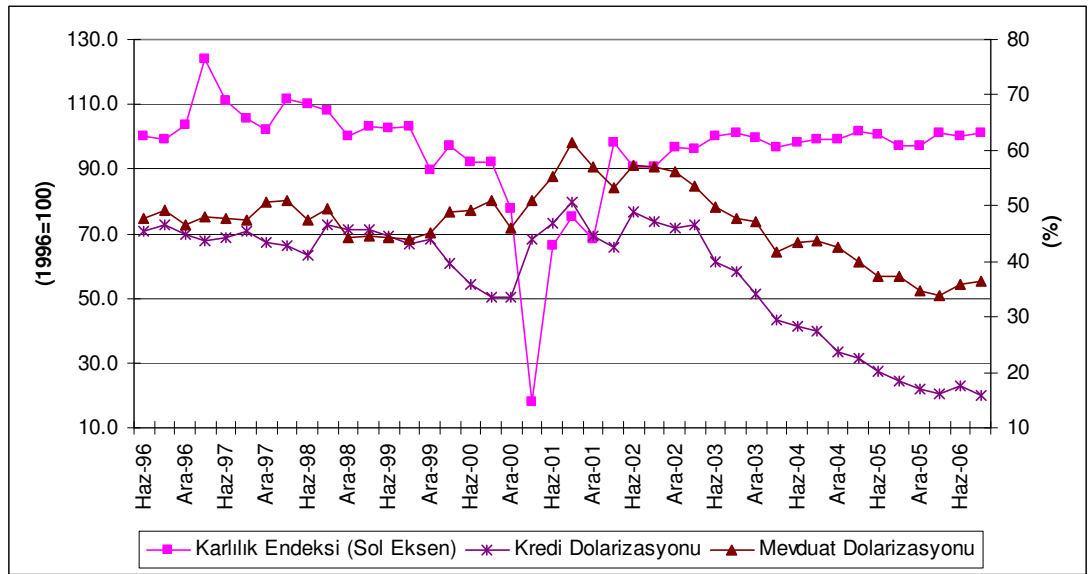
Grafik 3.6'yı incelediğimizde, karlılık endeksi, 1997 yılının ilk çeyreğinde 123,9 ile incelenen dönemdeki en yüksek, 2001 yılı ilk çeyreğinde 18 endeks değeri ile en düşük seviyesini görmüştür. Bu çerçevede, mevduat ve kredi dolarizasyonunun yüksek seyrettiği 1996 ile 2000 yılları arasında bankacılık sektörünün karlılığının yüksek olmasına rağmen azaldığı, hatta Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından zarar ettikleri görülmektedir. Diğer yandan, söz konusu yüksek karlılık oranlarının arkasında enflasyondan arındırılmamış nominal karların olduğu bilinmektedir. Söz konusu yüksek nominal karlar üzerinden de bankacılık sektörünün vergilendirilmesi ve temettü dağıtılması, bankacılık sektörünün özkaynaklarını eritmiş ve karlılık oranlarının yüksek gerçekleşmesini sağlamıştır.⁵

Kredi ve mevduat dolarizasyonunun 2001 yılından itibaren azalma trendine girmesi ile birlikte karlılık endeksinin de arttığı görülmektedir. 2001 yılı Haziran döneminden itibaren artış trendine giren karlılık endeksi 2002 yılı sonrasında istikrarlı bir seyir izlemiştir. 2001 yılı ve öncesinden farklı olarak, 2002 yılından itibaren elde edilen yüksek karların enflasyondan arındırılmış olması veya düşük enflasyon ortamında gerçekleşmesi karlı bir bankacılık sektörünün daha az dolarize olduğunu düşündürmektedir. Riskli yani batma olasılığı yüksek olan bankaların daha fazla döviz pozisyonu taşıyacağı literatür bölümünde ortaya konulmuştu. Benzer bir ilişkinin tüm bankacılık sektörü için de geçerli olduğu göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye verileri bu bağlamda destekleyici sonuçlar vermektedir.

⁵ Altınışık (2005) de bu konuya ilişkin şunları ifade etmiştir: "Geleneksel muhasebe sisteminde, enflasyondan kaynaklanan kayıp ve/veya kazançların sonuç hesaplarına yansıtılma imkanı bulunmadığından, işletmelerde oluşan dönem karı veya zararı da gerçek durumu göstermemektedir. Böylece işletmeler, rasyonellikten uzaklaşarak, dönem sonunda oluşan nominal karları dağıtmaktadırlar. Diğer bir ifadeyle, yüksek enflasyonist dönemlerde geleneksel muhasebe ilkelerine göre hazırlanıp sunulan mali tablolar, fiyat hareketleri sonucu para biriminin satın alma gücünde meydana gelen azalışlar dikkate alınmadan hazırlandığından anlamsızlaşmakta ve gerçeği yansıtmaktan uzaklaşmaktadır. Diğer taraftan, enflasyonist dönemlerde gider ve geliri oluşturan kalemler farklı satın alma gücüne sahip para birimiyle ifade edildiğinden, mali tabloların homojenliği bozulmakta, tarihi maliyetler gerçek maliyetlerden az gözüktüğünden, cari maliyetler ile cari satışların karşılaştırılma imkanını ortadan kaldırmakta, dolayısıyla işletmede nominal karın doğmasına sebep olmaktadır. Nominal karların üzerinden ödenecek vergi ve dağıtılacak temettü, özsermayenin satın alma gücü ve üretim potansiyelinin korunması imkanını yok edip, işletme sermayesini erozyona uğratacak, işletme faaliyetlerinin düzenli, aynı düzeyde sürdürülmesinde yönetimi sıkıntıya sokacaktır."

Diğer yandan, 2006 yılı Mart ayında 101,1 seviyelerine kadar yükselen endeks, 2006 yılı Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanmanın ardından Haziran 2006'da bir miktar düşmüş, Eylül 2006'da 101 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.6).

2006 yılı Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanmanın bankacılık sektörünün karlılığına etkisinin sınırlı ölçüde kalmasının en önemli nedenlerinden biri artan risk yönetimi teknikleri ve bankaların bilanço dışı işlemler yoluyla bilanço içi kısa pozisyonlarını kapatmalarıdır.



Grafik 3.6: Karlılık Endeksi ve Dolarizasyon Oranları

Kaynak: TBB, BDDK ve TCMB

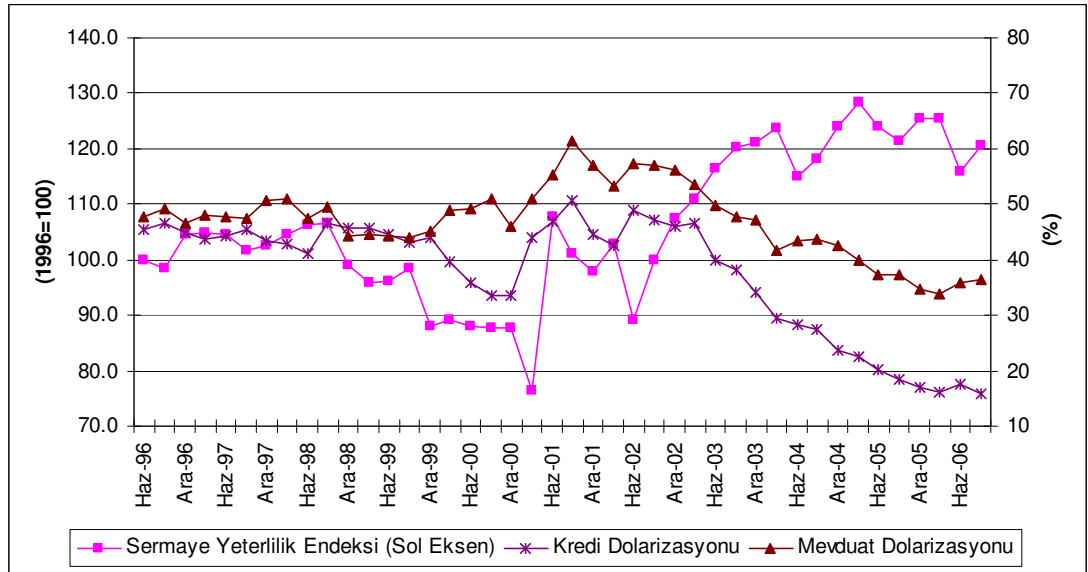
FSE'nin alt endekslerinden olan sermaye yeterlilik endeksi bankacılık sektörünün özkaynaklar / toplam aktifler oranı ve serbest sermaye / toplam aktifler oranı kullanılarak hesaplanmaktadır. Literatürde dolarizasyonun kredi ve likidite riski nedeniyle sermayenin erimesine neden olduğundan bahsedilmektedir. Dolayısıyla, sermaye yeterliliği endeksi ile finansal dolarizasyon arasında zıt yönlü bir hareket beklenmektedir.

Grafik 3.7'de, mevduat ve kredi dolarizasyonunun yüksek seyrettiği ve arttığı 1996 ile 2001 yılları arasında bankacılık sektörünün sermaye yeterliliği endeksinin de beklendiği gibi azaldığı görülmektedir. Diğer yandan, kredi ve mevduat dolarizasyonunun 2001 yılından itibaren azalma trendine girdiği, sermaye yeterliliği endeksinin de arttığı görülmektedir. Özellikle,

dolarizasyon göstergeleri ve sermaye yeterlilik endeksinin 2002 yılından itibaren belirgin biçimde ters yönde hareket ettikleri gözlenmektedir.

Bankacılık sektörü, yasal olarak aldığı riskler için sermaye bulundurmamak durumundadır. Yasal sermaye yeterliliği rasyosunun yüzde 8 olduğu ve sektörün gerekenden fazla özkaynağa sahip olduğu göz önünde bulundurulduğunda sermaye yeterliliği endeksinin yüksek seyretmesi daha da iyi anlaşılmaktadır.

Aralık 2005 itibariyle 125,5 olan endeks, Mart 2006'da 125,6 olarak gerçekleşmiş, 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında yaşanan dalgalanma sonrasında faizlerin artması nedeniyle menkul kıymet değer kayıplarının özkaynakları ve karlılığı olumsuz etkilemesi nedeniyle Haziran 2006'da endeksi oluşturan her iki rasyoda da azalma görülmüş, sermaye yeterliliği endeksi 115,8'e gerilemiştir. Ancak, faizlerdeki artışın durmasının ardından söz konusu kayıpların azalması ile birlikte Eylül 2006'da sermaye yeterlilik endeksi artarak 120,5 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.7).



Grafik 3.7: Sermaye Yeterlilik Endeksi ve Dolarizasyon Oranları

Kaynak: TBB, BDDK ve TCMB

3.3.1.2. Açık Pozisyon

Finansal dolarizasyonun bankacılık sektörüne olası etkilerinden birisi de sektörün açık veya fazla pozisyonları nedeniyle kur riskine duyarlılığının

artmasıdır. Bu çerçevede, ülkemizde yasal çerçevenin ve açık pozisyonun gelişiminin anlaşılması önem arz etmektedir.

3.3.1.2.1. Yasal Çerçeve

“Yabancı Para Net Genel Pozisyon / Özkaynak Standart Oranının Bankalarca Konsolide ve Konsolide Olmayan Bazda Hesaplanması ve Uygulanması Hakkında Yönetmelik” 1 Kasım 2006 tarihinde 26333 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun 43, 47 ve 93 üncü maddelerine dayanılarak hazırlanmış olan bu Yönetmelik banka bilançolarındaki döviz varlık ve yükümlülüklerin uyumlu olmasını ve özkaynaklar ile döviz net genel pozisyonu arasında bir dengenin oluşmasını sağlamayı amaçlamaktadır. Bunun için “yabancı para net genel pozisyon / özkaynak” standart oranına ilişkin usul ve esaslar bu yönetmelikle düzenlenmiştir.

Bu yönetmeliğe göre iş günleri üzerinden hesaplanan yabancı para net genel pozisyon / özkaynak standart oranının mutlak değerlerinin haftalık basit aritmetik ortalaması yüzde 20’yi aşamaz. İş günleri üzerinden hesaplanan standart oranları içerecek şekilde haftalık olarak düzenlenen cetvelin, izleyen hafta içinde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’na ulaştırılması gerekmektedir. Konsolide finansal tablolar esas alınarak hesaplanan yabancı para net genel pozisyon / özkaynak standart oranının mutlak değeri aynı şekilde yüzde 20’yi aşamaz. Ara dönemler itibariyle hazırlanan bildirim cetvellerinin ana ortaklık niteliğine sahip bankalarca, hesaplama dönemini izleyen altmış gün içinde, yıl sonu itibariyle hazırlanan bildirim cetvelinin ise Nisan ayı sonuna kadar Kuruma ulaştırılması gerekmektedir.

Yabancı para net genel pozisyon / özkaynak standart oranının yasal sınırının aşılması halinde, bankalar aşımın nedenlerini, bildirim cetvelinin Kuruma gönderilme süresi içinde bildirmek zorundadır. Orandaki aşımın takip eden iki hafta içinde giderilmesi zorunludur. Bir takvim yılı içerisinde haftalık oranlarda, giderilen aşımın dahil altı defadan fazla aşım olamaz. Konsolide yabancı para net genel pozisyon/konsolide özkaynak standart

oranının azami sınırının aşılması halinde, bankalar aşımın nedenlerini de, bildirim cetveli ile beraber Kuruma gönderilme süresi içinde bildirmek zorundadır. Konsolide yabancı para net genel pozisyon / konsolide özkaynak standart oranındaki aşım tutarı hesaplama dönemi itibarıyla dikkate alınır. Konsolide yabancı para net genel pozisyon / konsolide özkaynak standart oranında oluşabilecek aşım tutarı, bir sonraki hesaplama dönemine kadar giderilir ve bu süre içinde aşım giderilmiş olsa dahi, bir takvim yılı içerisinde bir defadan fazla aşım gerçekleştirilemez.

3.3.1.2.2. Türkiye’de Yabancı Para Net Genel Pozisyonuna İlişkin Gelişmeler

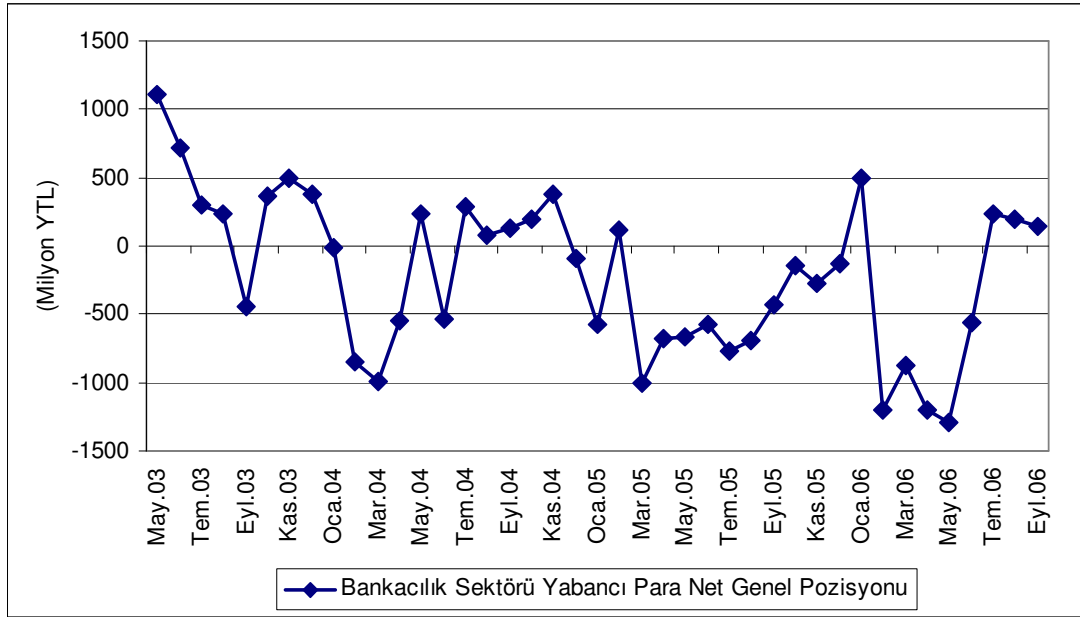
Dalgalı kur rejimine geçilmesi ile birlikte piyasa oyuncularının kur riskini yönetme becerileri büyük önem kazanmıştır. Bu nedenle bankaların yasal olarak bildirmek zorunda oldukları yabancı para net genel pozisyonu / özkaynaklar oranındaki hareketler büyük önem arz etmektedir.

Türkiye’de bankacılık kesimi bilanço içinde yabancı parada açık pozisyon taşımakta ancak bilanço dışı türev işlemlerle bu pozisyonunu kapatmakta ve yasal sınırlar içerisine çekmektedir. Bilanço içi ve bilanço dışı pozisyonlar banka gruplarına göre farklılık göstermekle birlikte en çok rastlanan bilanço dışı işlem yurtdışı piyasalarda gerçekleştirilen swap işlemleridir.

Bankacılık sektörünün yabancı para net genel pozisyonu 2006’nın ilk yarısında negatif iken Temmuz dönemi ile birlikte pozitif değerlere ulaşmıştır. Bankacılık sektörünün yabancı para net genel pozisyonu incelendiğinde bankaların pozisyon açığının küçük olduğu görülmektedir. Sektörün Şubat 2005’ten itibaren (Ocak 2006 hariç) Mayıs 2006 dönemine kadar açık pozisyon taşırken, 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarındaki dalgalanmanın ardından açık pozisyonunu kapattığı ve Yabancı Para Net Genel Pozisyonunun (YPNGP) pozitif seyrettiği görülmektedir. Ancak, YPNGP’nin düşme eğilimine rağmen, TL’nin değerleneceği beklentisi ile bankaların tekrar pozisyon açabilecekleri düşünülmektedir (Grafik 3.8).

Ayrıca, bankacılık sektörünün yabancı para net genel pozisyonu / özkaynak oranının tarihsel gelişimi incelendiğinde dönemsel hareketler gözlenmektedir. Sene başında negatiflere düşen oran, yıl sonlarında pozitif değerlere ulaşmaktadır. Bu durum yıl sonlarında bankaların pozisyon kapattıklarını, hatta fazla pozisyona geçerek bilançolarını düzelttiklerini göstermektedir.

Bir başka önemli bulgu ise yabancı para net genel pozisyonunun oldukça düşük seyrettiği bu dönemde finansal dolarizasyonun azalma eğiliminde olmasıdır. Özellikle 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında yaşanan dalgalanmadan önce bankacılık sektörünün pozisyon açmış olması ve dalgalanma sonrasında pozisyonlarını kapatmalarına rağmen mevduat dolarizasyonunun artması dikkat çekicidir. Bu artışta, kurdaki volatilitenin etkili olduğu düşünülmektedir.



Grafik 3.8: Bankacılık Sektörü Yabancı Para Net Genel Pozisyonu

Kaynak: BDDK

Bankacılık sektörü içerisinde yer alan banka gruplarının risk algılamalarının farklı olduğu göz önünde bulundurulduğunda, yabancı para net genel pozisyonunun daha iyi anlaşılabilmesi için grup bazında hareketlerin incelenmesi yerinde olacaktır. Mayıs 2003 - Eylül 2006 döneminde YPNGP / Özkaynaklar oranının grup bazlı dağılımı Tablo 3.2'de gösterilmektedir. Yabancı bankalar yüzde 4'e yakın oranla Eylül 2006

döneminde en yüksek orana sahip iken özel bankalar negatif oran ile pozisyon açmış bulunmaktadırlar. Ancak bu değerler yasal limit olan (+/-) yüzde 20'nin altında bulunmaktadır.

Bu çerçevede, banka gruplarının taşıdıkları kur risklerinin (açık/fazla pozisyon) farklı olduğu anlaşılmaktadır. Tablo 3.2'de de görüldüğü gibi, özel bankalar genelde kısa pozisyon taşırken, kamu bankaları ve yabancı bankalar genelde uzun pozisyon taşımaktadırlar. Bankacılık sektörünün, YPNGP / Özkaynaklar oranı, özel bankaların pozisyon açıklarını artırdıkları dönemde düşmekte ve azalttıkları dönemde yabancı bankaların pozisyon fazlası sayesinde artmaktadır. Ayrıca, bilanço dışı türev işlemlerini en fazla kullanan banka grubu olan özel bankaların pozisyonu bankacılık sektörü ortalamasının altında bir oranda seyrederken, kamu bankalarının pozisyonu bankacılık sektörünün üzerinde seyretmektedir.

2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında yaşanan dalgalanmadan önce yabancı bankaların pozisyon açtığı ve bu pozisyonlarını Mayıs'ta kapatarak uzun pozisyona geçtikleri görülmektedir. Özel bankalar da dalgalanmadan sonra kısa pozisyonlarını azaltmakla birlikte sürdürmektedirler. Kalkınma ve yatırım bankaları net genel pozisyonlarını uzun pozisyonda tutmakta ve istikrarlı bir seyir izlemektedirler. Kamu bankaları 2006 yılında Nisan ayı hariç fazla pozisyon taşımaktadır.

TABLO 3.2. GRUP BAZINDA YABANCI PARA NET GENEL POZİSYONU / ÖZKAYNAKLAR ORANI

	Kamu Bankaları	Özel Bankalar	Yabancı Bankalar	Kalkınma ve Yatırım Bankaları	TMSF Bankaları	Bankacılık Sektörü
May-03	5.0	3.4	6.0	3.2	-4.8	4.0
Haz-03	5.2	-0.6	2.3	2.9	-62.2	2.6
Tem-03	4.4	-3.8	6.4	3.5	-70.8	1.1
Ağu-03	4.2	-2.5	5.5	3.8	-7.5	0.8
Eyl-03	3.7	-5.5	0.3	3.5	6.7	-1.5
Eki-03	4.5	-1.8	7.5	2.9	-4.3	1.2
Kas-03	4.0	-0.9	8.8	3.3	0.5	1.5
Ara-03	3.5	-1.1	3.6	4.2	0.3	1.1
Oca-04	5.9	-4.1	2.8	3.7	5.9	-0.1
Şub-04	3.1	-7.2	5.9	3.3	2.6	-2.4
Mar-04	2.2	-6.7	-0.1	2.9	-0.4	-2.8
Nis-04	3.3	-5.5	1.3	4.0	-6.2	-1.6
May-04	3.9	-1.4	0.0	1.9	-8.9	0.7
Haz-04	3.8	-4.8	0.1	1.7	-8.6	-1.6
Tem-04	4.1	-1.1	2.2	1.6	-12.8	0.9
Ağu-04	4.4	-2.7	4.8	2.1	-12.1	0.2
Eyl-04	3.8	-1.3	-6.1	2.0	-8.9	0.4
Eki-04	4.1	-1.7	2.0	1.9	5.7	0.5
Kas-04	4.2	-0.5	-0.3	2.1	0.0	0.9
Ara-04	5.1	-2.9	1.3	1.2	0.0	-0.2
Oca-05	3.7	-3.9	-0.9	1.0	0.0	-1.3
Şub-05	3.7	-1.6	3.9	1.1	0.0	0.3
Mar-05	1.1	-5.4	8.0	1.1	0.0	-2.3
Nis-05	1.0	-3.9	4.6	1.5	0.0	-1.6
May-05	1.3	-3.5	3.5	0.3	0.0	-1.5
Haz-05	1.9	-3.1	0.4	0.0	0.0	-1.3
Tem-05	1.5	-3.8	-0.1	0.6	0.0	-1.7
Ağu-05	1.3	-3.3	-1.8	0.8	0.0	-1.5
Eyl-05	1.7	-3.1	1.0	0.9	0.0	-1.0
Eki-05	2.0	-1.9	-0.2	0.9	0.0	-0.3
Kas-05	1.9	-2.1	-2.5	0.9	0.0	-0.6
Ara-05	0.6	-1.4	1.5	1.2	0.0	-0.3
Oca-06	1.7	0.2	4.9	1.2	0.0	1.0
Şub-06	1.5	-5.4	-2.4	0.7	0.0	-2.4
Mar-06	0.3	-3.6	-1.2	1.0	0.0	-1.7
Nis-06	-1.3	-4.1	-1.0	1.1	0.0	-2.4
May-06	0.9	-6.3	2.5	1.0	0.0	-2.8
Haz-06	-0.1	-3.0	3.5	1.1	0.0	-1.2
Tem-06	1.7	-0.6	3.9	1.0	0.0	0.5
Ağu-06	0.5	-0.1	3.3	1.1	0.0	0.4
Eyl-06	0.5	-0.4	3.8	0.8	0.0	0.3

Kaynak: BDDK

Diğer yandan, yabancı para net genel pozisyonu / özkaynaklar oranı düşük seviyelerde gerçekleşmesine rağmen, kurdaki dalgalanmaların ekonomik birimlerin performansını etkilemesi bankaların dolaylı olarak kur riskine maruz kalmalarına neden olabilmektedir. Özellikle, firmaların yeterli

döviz gelirleri yoksa reel sektörde yabancı para net genel pozisyonu açığı sözkonusu olabilmektedir. Firmaların açık pozisyonları aracılığıyla aldıkları kur riski ise bankalar açısından dolaylı kredi riskine ve kredi riskinin gerçekleşmesi durumunda açık pozisyona neden olabilmektedir.

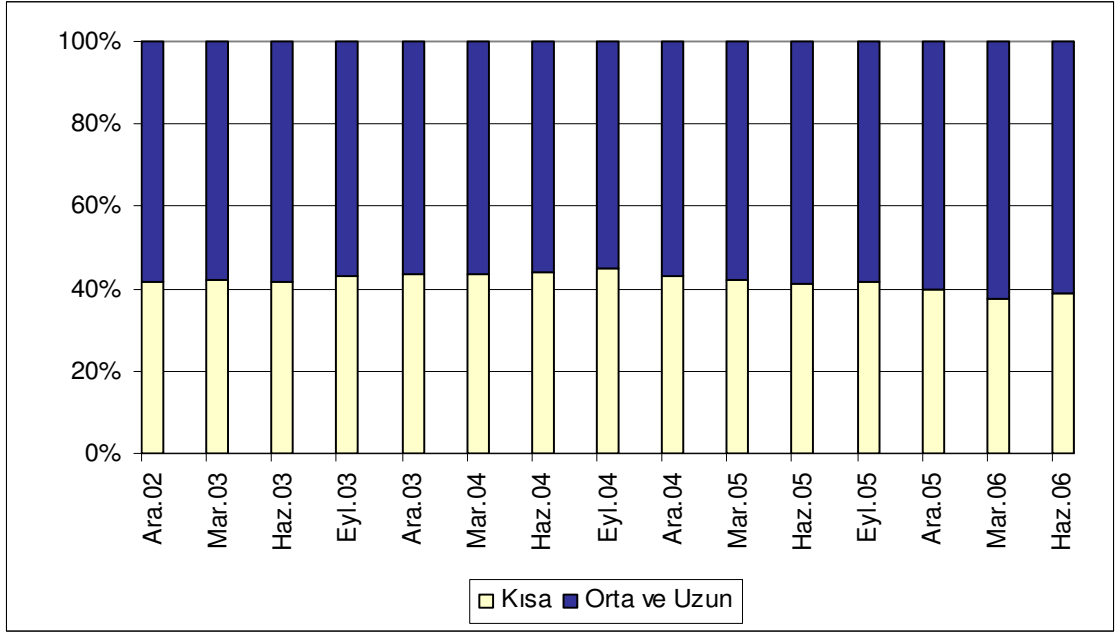
3.3.1.3. Yabancı Para Kredilerde ve Mevduatlarda Vade Uyumsuzluğu

Bankacılık sektörünün temel fonksiyonu olan finansal aracılık bir kaç şekilde yapılmaktadır. Bunlardan biri kısa vadeli kaynakların uzun vadeli varlıklara yönlendirilmesi olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla, bankacılık sektörü her zaman vade uyumsuzluğu problemi ile karşı karşıya olmakta ve söz konusu vade uyumsuzluğu probleminden kaynaklanabilecek risklerin yönetilmesi önem kazanmaktadır. Bu bölümde, Türkiye’de bankacılık sektörünün banka aktifleri içinde önemli paya sahip olan ve finansal dolarizasyon ölçümünde kullandığımız yabancı para krediler ve mevduatlar arasındaki vade uyumsuzluğuna değinilecektir.

3.3.1.3.1. Yabancı Para Kredilerin Vade Yapısı

Bankacılık sektörünün vade yapısı incelendiğinde YP kredilerin orta ve uzun vadede yoğunlaştığı görülmektedir (Grafik 3.9).

2002 sonunda yüzde 40 civarında olan kısa vadeli kredilerin toplam krediler içindeki payı, 2004 Eylül dönemine kadar artmaya devam etmiştir. Bu dönemden sonra kısa vadeli kredilerin oranı azalmış ve 2006 yılına gelindiğinde yüzde 40’ın altına inmiştir. 2005 yılı sonunda 18 milyar YTL olarak gerçekleşen kısa vadeli YP krediler Haziran 2006’da yüzde 36,7 artarak 24,7 milyar YTL’ye ulaşmıştır. Yine aynı dönemde orta ve uzun vadeli YP krediler yüzde 43,6 artarak 39 milyar YTL’ye ulaşmıştır. Orta ve uzun vadeli kredilerin bu dönemde kısa vadeli YP kredilere kıyasla oransal olarak daha fazla artmış olması, bankacılık sektörünün önünü daha iyi görebildiğini ve ekonominin uzun vadede performansına ilişkin iyimser olduğunu göstermektedir.



Grafik 3.9: YP Kredilerin Vade Yapısı

Kaynak: TBB

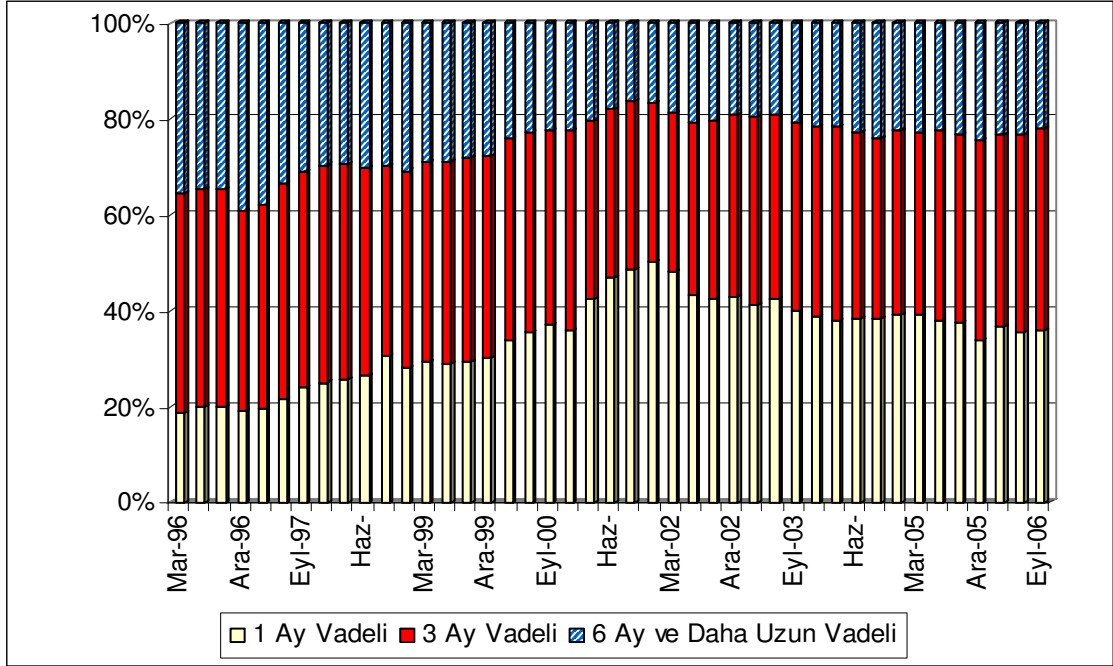
3.3.1.3.2. Döviz Tevdiat Hesaplarının Vade Yapısı

Mevduatların kısa vadede yoğunlaşmış olması vade uyumsuzluğuna neden olmakla birlikte bu durum bankacılığın özünde yatmaktadır. Ancak, mevduatların vade yapısının kısılması güven ortamının bozulduğunu göstermektedir. Nitekim 2001 yılında çok yüksek seviyelere ulaşan 1 ay vadeli DTH'ların sonraki dönemde azalması, güven ortamının bankacılık sektöründeki vade uyumsuzluğu problemine etkilerini göstermektedir.

Türkiye'de DTH'ların 1 ve 3 ay vadede yoğunlaştığı görülmektedir. DTH'ların kısa vadede yoğunlaşması ve yabancı para kredilerin uzun vadede yoğunlaşması bankaları vade uyumsuzluğu ile karşı karşıya bırakmakta, döviz kredilerin geri dönmemesi durumunda döviz yükümlülüklerin karşılanmasını riske sokmaktadır. Zaten dolaylı kur riski nedeniyle kırılgan olan bankacılık sektörünün riskleri, yabancı para işlemlerdeki vade yapısı nedeniyle daha da kötüleşmektedir.

Diğer yandan, 2005 yılı sonunda 6 aydan kısa vadeli DTH'ların toplam DTH'lar içindeki oranı yüzde 75,5 iken, bu oran Mayıs ve Haziran aylarındaki dalgalanmanın etkisiyle 2006 üçüncü çeyreğinde artarak yüzde 77,9'a yükselmiştir (Grafik 3.10). Vadedeki bu kısılma tasarruf sahiplerinin

tedirginliğinin arttığını göstermekte ve son dalgalanma sonrasında dolarizasyonda yaşanan artışı açıklamaktadır.



Grafik 3.10: Vadeli Döviz Tevdiat Hesaplarının Vade Yapısı

Kaynak: TCMB

Kısaca, DTH'ların kısa vadeli ve YP kredilerin uzun vadeli olması nedeniyle bankacılık sektörü döviz cinsinden kalemlerde vade uyumsuzluğu problemi ile karşı karşıyadır. Diğer yandan, 2001 yılından itibaren finansal dolarizasyonun azalmasının ardından 1 ay vadeli DTH'ların payının azaldığı ve orta ve uzun vadeli YP kredilerin payının arttığı görülmektedir. Dolayısıyla, olası YP cinsinden mevduat çekilişleri, bankacılık sektörünü YP likidite riski ile karşı karşıya bıraksa da, bilançoların daha az dolarize olmasına bağlı olarak YP likidite riski de azalmıştır.

3.3.2. Finansal Dolarizasyon, Reel Sektör ve Hanehalkı

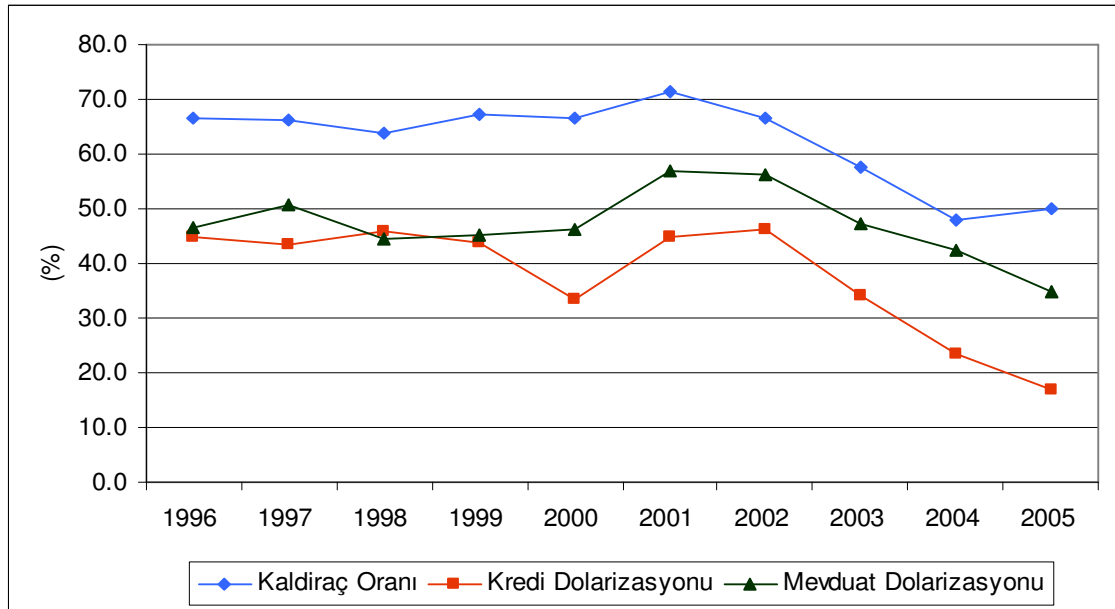
Finansal dolarizasyonun, finansal istikrara etkilerinin anlaşılmasında reel sektör ve hanehalkının da göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Yabancı para kredilerin reel sektöre kullanılması ve bu kredilerin geri dönüş performansının değerlendirilmesi amacıyla reel sektörün borçluluk ve karlılık göstergelerinin ve hanehalkının finansal sisteme duyduğu güvenin analiz edilmesi, finansal dolarizasyonun bankacılık sektörü ve finansal istikrar

açısından doğuracağı kırılmalıkların değerlendirilmesinde vazgeçilmez bir unsurdur.

3.3.2.1. Reel Sektörün Yabancı Kaynaklar Toplamı / Aktif Toplamı Oranı (Kaldıraç Oranı)

Reel sektörün borç yükünü gösteren kaldıraç oranı, reel sektör performansının analiz edilmesinde kullanılan önemli bir göstergedir. Genel olarak bakıldığında, ekonomik performanstaki iyileşme ile birlikte reel sektör borçlanma ihtiyacının ve ekonomik performansın iyileşmesine bağlı olarak kaldıraç oranı düşmektedir. YTL'ye olan güvenin artması nedeniyle dolarizasyon da düşmektedir. Dolayısıyla kaldıraç oranı ve dolarizasyon göstergelerinin aynı yönde hareket etmesi beklenmektedir.

Grafik 3.11'i incelediğimizde, reel sektörün kaldıraç oranının 2001 yılı ve öncesinde yüksek seviyelerde seyrettiği gözlenmektedir. Kaldıraç oranı 2001 yılı sonunda yüzde 71,3 olarak gerçekleşirken aynı dönemde kredi dolarizasyonu yüzde 45, mevduat dolarizasyonu yüzde 57 ile en yüksek seviyelerinde bulunmaktadır.



Grafik 3.11: Finansal Dolarizasyon ve Kaldıraç Oranı

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

Kasım 2000–Şubat 2001 krizlerinin ardından ekonomik performansın iyileşmeye başlaması ile 2002 yılından itibaren kaldıraç oranının düşme eğilimine girdiği 2004 yılına gelindiğinde kaldıraç oranı yüzde 48'e, kredi dolarizasyonu yüzde 23,6'ya, mevduat dolarizasyonu ise yüzde 42,4'e gerilemiştir. Ancak, 2004 ve 2005 yıllarında reel sektörün karlılığının da azalmasına bağlı olarak kaldıraç oranı 2005 yılı sonunda yüzde 49,9'a yükselirken, beklenenin aksine kredi dolarizasyonu yüzde 17'ye, mevduat dolarizasyonu yüzde 34,7'ye düşmüştür.

3.3.2.2. Reel Sektör Karlılığı (ROE ve ROA)

Reel sektör performansının dolarizasyon göstergeleri ile ilişkisinin değerlendirilmesi amacıyla TCMB tarafından yayımlanan sektör bilançoları kullanılarak reel sektörün karlılık performansı ve dolarizasyon göstergeleri analiz edilmiştir. Reel sektör karlılık göstergeleri olarak ROA ve ROE kullanılmıştır.

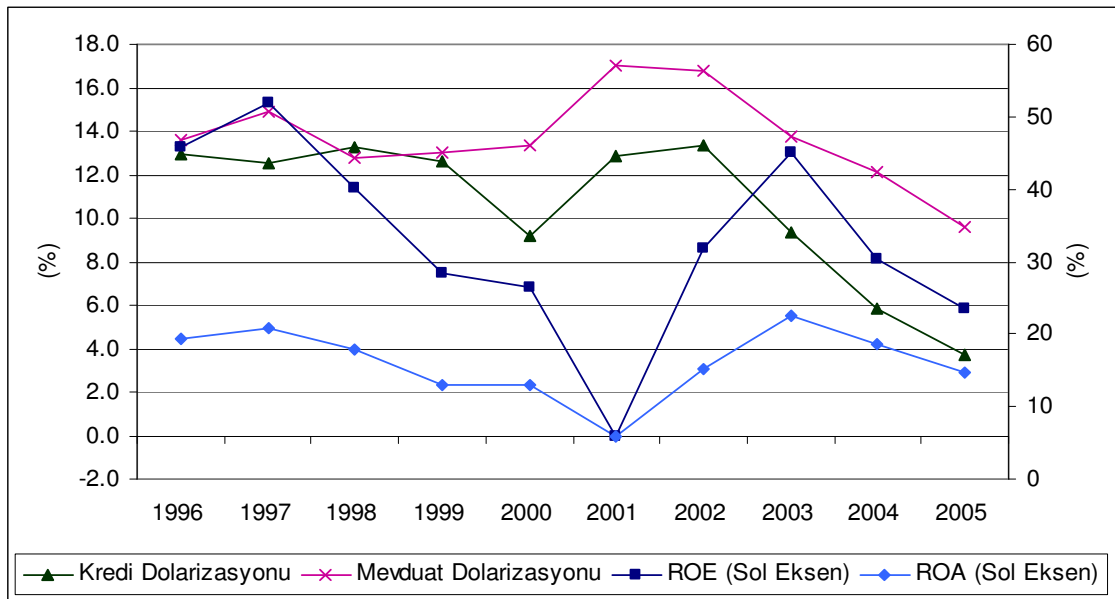
1996–2005 dönemi incelendiğinde reel sektörün karlılık göstergelerinden ROE'nin 1997, ROA'nın 2003 yılında en yüksek seviyelerine ulaştığı görülmektedir. Diğer yandan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden önce ROE ve ROA'da gerileme yaşandığı görülmektedir. 2001 yılında, yaşanan krizin de etkisiyle karlılık göstergeleri sıfır düzeyinde gerçekleşirken dolarizasyon göstergeleri oldukça yüksek seviyelerde bulunmaktadır (Grafik 3.12).

Kriz dönemi olan 2001 yılı sonrasında alınan istikrar tedbirleri sayesinde reel sektör karlılık göstergeleri iyileşmeye başlamış, 2002 yılında ROA yüzde 3,1, ROE yüzde 8,6 seviyesine yükselmiştir. 2003 yılında yüzde 13 olan ROE, 2004 yılında yüzde 8,1'e yükselirken 2005 yılında yüzde 5,8'e gerilemiştir. ROA 2003 yılında yüzde 5,5 olarak gerçekleşirken 2004 yılında yüzde 4,2 ve 2005 yılında yüzde 2,9 olarak gerçekleşerek azalış trendine girmiştir.

2005 yılında reel sektörün karlılığında yaşanan düşüşe bağlı olarak karlılık göstergeleri olan ROE ve ROA oranlarında 2003 ve 2004 yıllarına göre düşüş yaşanmıştır.

2004 ve 2005 yıllarında karlılıkta görülen gerilemenin devam etmesi durumunda, reel sektöre kullandırılan kredilerin geri dönmesinde önümüzdeki dönemlerde sorunlar yaşanabilecektir. Özellikle YP cinsinden kredilerin geri dönmemesi, bankacılık sektörünün açık pozisyon ve YP likidite riski ile karşılaşmasına neden olabilecektir.

Ancak grafikte de görüldüğü üzere reel sektör karlılığında son dönemde gözlenen düşüş, beklenenin aksine dolarizasyon göstergelerindeki düşüşle birlikte gözlenmektedir. Bu durum, ekonomik temellerin sağlamlığını koruduğu bu dönemde, reel sektör karlılığı ve dolarizasyon arasındaki ilişkiyi bozan ve reel sektör karlılık performansını etkileyen farklı unsurların (sıkı para ve maliye politikaları, iç ve dış talep eksikliği, aşırı rekabet, yüksek maliyetler gibi) bulunduğu dikkat çekmektedir (Grafik 3.12).



Grafik 3.12: Finansal Dolarizasyon Göstergeleri ve Reel Sektör ROA-ROE Oranları

Kaynak: TCMB

3.3.2.3. Reel Sektör Toplam Dış Borç Stokunun Brüt Uluslararası Rezervlere⁶ Oranı

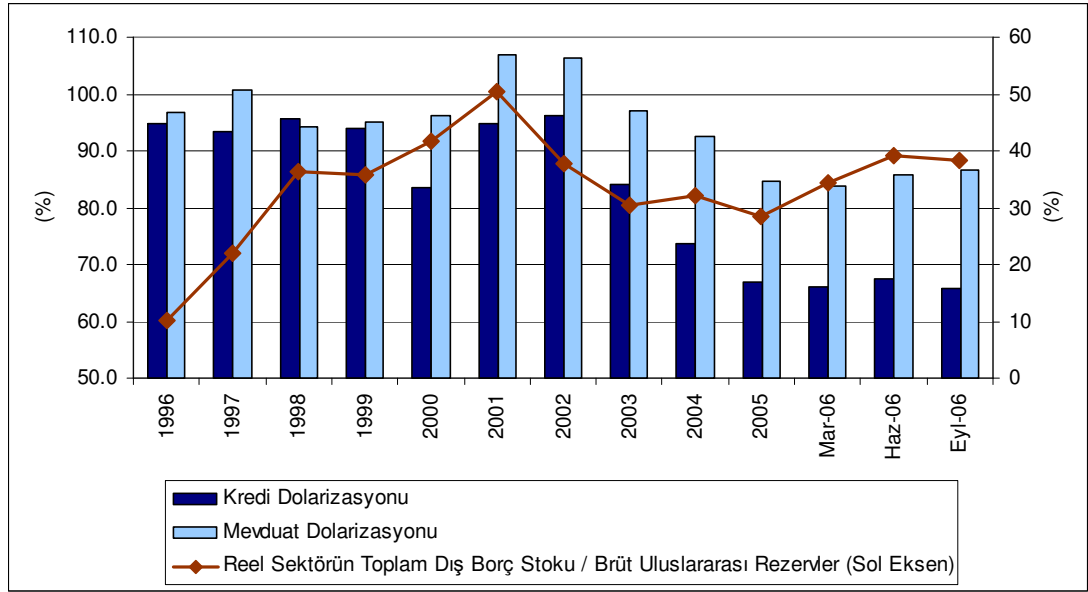
Reel kesimin ödeme gücünün göstergelerinden birisi de reel sektör toplam dış borç stokunun brüt uluslararası rezervlerle karşılanma oranıdır. Bu çerçevede, Kasım 2000-Şubat 2001 krizleri döneminde ve öncesinde, yüksek dolarizasyon ortamında reel kesim toplam toplam dış borç stokunun brüt uluslararası rezervlere oranının arttığı görülmektedir.

Kasım 2000-Şubat 2001 krizleri sonrasında ise olumlu ekonomik performansa bağlı olarak, 2005 yılı sonuna kadar söz konusu oran ve dolarizasyon gerilemiştir. Ancak, 2004 yılından itibaren reel sektörün karlılık performansındaki bozulmaya ve Mayıs-Haziran 2006'da yaşanan küresel dalgalanmaya bağlı olarak reel sektörün borçlanma ihtiyacı artmış ve reel sektörün toplam dış borç stokunun toplam brüt uluslararası rezervlere oranı da 2005 yıl sonuna göre artarak 2006 yılı üçüncü çeyreğinde yüzde 88,2'ye yükselmiştir (Grafik 3.13). Ancak, reel sektör toplam dış borç stokunun brüt uluslararası rezervlere oranının 2001 yılı sonuna göre azaldığı, 2006 yılında yaşanan artışın ise Mayıs-Haziran 2006'daki dalgalanma nedeniyle rezervlerdeki erimeden kaynaklanmadığı, reel sektörün yoğun borçlanmasından kaynaklandığı gözardı edilmemelidir.

Kısaca, dolarizasyon göstergeleri ve reel kesim toplam dış borç stokunun brüt uluslararası rezervlere oranının, analiz döneminde genel olarak aynı yönde hareket ettikleri görülmekte, ancak kredi dolarizasyonu ve dış borçların zaman zaman zıt yönde hareket ettikleri gözlenmektedir. Bu durum literatürde şu şekilde açıklanmaktadır. Güvensizlik ortamı, yerleşiklerin DTH tutma taleplerini artırmakta ve yurtdışından kredi imkanı bulunan firmaların yurtiçi kredi taleplerini daraltmaktadır. Bunun yanında güvensizlik ortamı nedeniyle bankaların yabancı para cinsinden kredilerini azaltması da, yurtiçi döviz kredilerin daralmasında etkili olmaktadır. Kısacası, güven ortamının bozulması, mevduat dolarizasyonunun artmasına, yurtdışı kredi olanakları ve bankaların kredi kullandırma iştahının azalması sonucu reel

⁶ Uluslararası rezervler, TCMB brüt döviz rezervleri (altın dahil) ile bankalar ve katılım bankalarının döviz rezervlerinin toplamına eşittir.

sektörün yurt dışından borçlanmasına neden olmaktadır. Ancak bu noktada küçük firmaların yurtdışı kredilere erişiminin sınırlı olduğu unutulmamalıdır.



Grafik 3.13: Dolarizasyon Göstergeleri ve Reel Kesim Dış Borçlarının Uluslararası Rezervlere Oranı

Kaynak: TCMB ve Hazine Müsteşarlığı

3.3.2.4. Hanehalkı

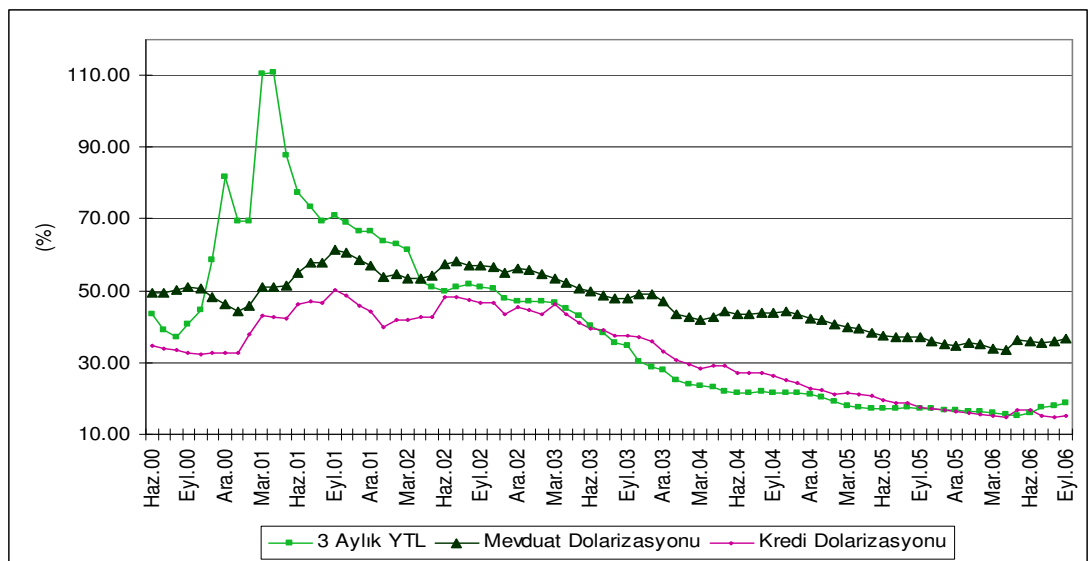
32 sayılı Karar gereğince, hanehalkı yabancı para geliri olmaması nedeniyle yabancı para cinsinden kredi kullanamamakta ve kredi dolarizasyonunu etkilememektedir. Ancak, döviz geliri olmayan hanehalkı döviz cinsinden tasarruf edebilmekte veya dövize endeksli kredi kullanabilmektedir. 2006 yılı Ekim ayı itibariyle 1,5 milyar YTL'ye ulaşan hanehalkının dövize endeksli kredi tutarı hanehalkını kur riskine maruz bırakmaktadır. Dolayısıyla, YP cinsinden ciddi varlık taşıyan ve dövize endeksli borçlanan hanehalkının da incelenmesi önem arz etmektedir.

Hanehalkının finansal sisteme güvenini tespit etmek zordur (IMF, 2001a). Bu çerçevede, finansal istikrarın unsurlarından olarak tanımlan hanehalkının, finansal sisteme olan güveninin ölçülmesi için IMF (2001a) tarafından önerilen mevduat faiz oranlarının gelişimi incelenecektir. Mudilerin, faizlerin yükseldiği veya hanehalkının güveninin azaldığı dönemlerde, riskten korunmak amacıyla, yabancı paraya yöneleceği göz önünde

bulundurulduğunda mevduat dolarizasyonunun artması ve dolaylı olarak kredi dolarizasyonunu etkilemesi beklenmelidir.

Bu çerçevede, hanehalkının güvenini yansıtması amacıyla kullanılacak olan 3 aya kadar vadeli YTL mevduatların ağırlıklandırılmış faiz oranları dolarizasyon göstergeleri ile ilişkilendirilecektir. Buradaki amaç, finansal istikrar unsurlarından kabul edilen hanehalkının güveninin sağlanmasının dolarizasyon seviyesine etkilerinin anlaşılmasıdır.

Yapılan incelemede, beklendiği gibi mevduat faiz oranlarının dolarizasyon göstergeleri ile aynı yönde hareket ettikleri gözlenmektedir. Özellikle faizlerde görülen hareket yönünün ardından dolarizasyon göstergelerinde de aynı yönde hareket gözlenmesi, mevduat faizlerinin öncü gösterge olabileceğini düşündürmektedir. 2001 yılı ortalarında faizlerin çok yüksek seviyelere ulaşmasının ardından, sene sonunda dolarizasyon göstergeleri de maksimum seviyesine ulaşmıştır. Ara dönemlerde yine faizlerin düşmesinin ardından dolarizasyon göstergelerinde düşüş gözlenmektedir. Her ne kadar YTL mevduat faizlerindeki artışla birlikte YTL mevduatların artması beklense de, güvensizlik nedeniyle yatırımcı döviz tutmayı tercih etmektedir (Grafik 3.14). Nitekim literatür, reel getiri farklılıkları ulusal para cinsinden yatırımlar lehine gelişse bile yerleşiklerin döviz tutmayı sürdürdüklerine işaret etmektedir.



Grafik 3.14: Dolarizasyon Göstergeleri ve Mevduat Faizleri

Kaynak: TCMB

2001 yılında yaşanan krizin etkisiyle yüzde 110'ları gören YTL faiz oranları 2006 yılına gelindiğinde yüzde 18'lere inmiştir. Aynı dönemde kredi dolarizasyonu yüzde 50'lerden yüzde 15'lere inerken, mevduat dolarizasyonu yüzde 60'lardan yüzde 30'lara inmiştir. Ancak, 2006 yılı sonunda faizlerde yaşanan artış trendi önümüzdeki dönemde özellikle mevduat dolarizasyon göstergelerinde artış yaşanabileceğini düşündürmektedir (Grafik 3.14).

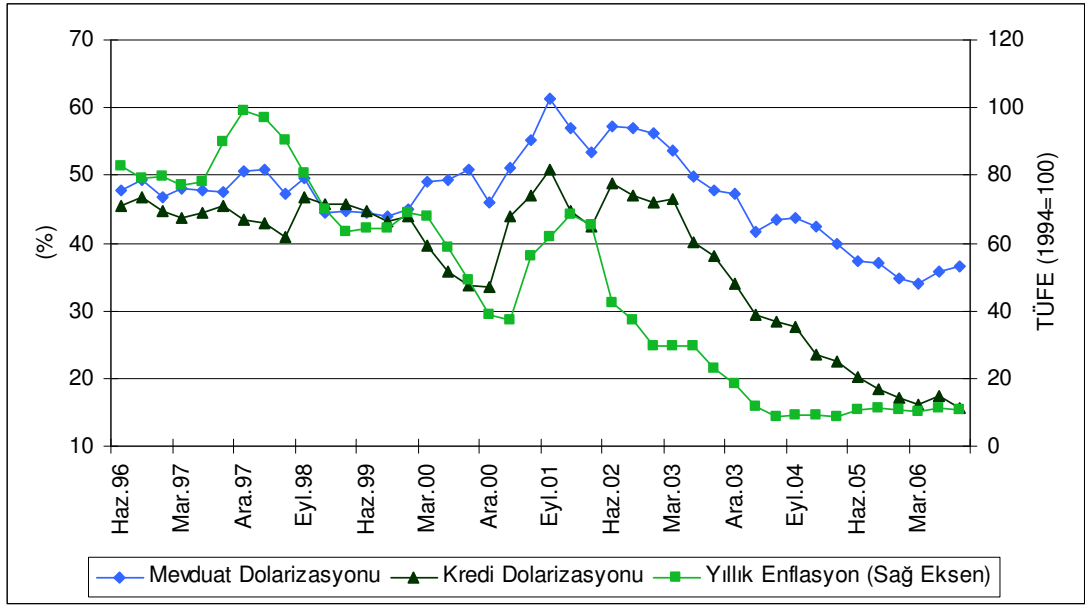
3.3.3. Finansal Dolarizasyon ve Makro Ekonomik Göstergeler

Bu bölümde finansal istikrar unsurlarından biri olan makro ekonomik değişkenlerin, dolarizasyon ile ilişkisi ortaya konulmaya çalışılacaktır. Bu çerçevede makro değişkenler olarak, enflasyon oranı, büyüme, döviz kurları, iç borçlanma faiz oranı, cari açığın GSYİH'ya oranı ve EMBI+ kullanılacaktır.

3.3.3.1. Finansal Dolarizasyon ve Enflasyon Oranı

Literatür bölümünde yüksek enflasyon ortamının dolarizasyonun nedenlerinden biri olduğu belirtilmişti. Türkiye'de de 2001 yılında uygulanmaya başlanan ekonomi programı ile birlikte enflasyon oranı yüzde 80-100'lerden yüzde 10'lara inerken, mevduat dolarizasyonu oranının yüzde 50'lerden yüzde 30'lara düştüğü gözlenmektedir. Döviz mevduatlarında bir azalma görülmekle birlikte, yüksek enflasyon ortamında fiyat riskinden korunmak amacıyla döviz tutmaya alışan yatırımcının düşen enflasyon ortamında da bu alışkanlığını belli düzeyde sürdürdüğü görülmektedir.

Enflasyonun 2002 yılından itibaren düşme trendine girmesinin ardından dolarizasyon da düşme trendine girmiştir. Enflasyon oranı 2005 yılında yüzde 10,7, kredi ve mevduat dolarizasyonu oranları sırasıyla yüzde 17 ve yüzde 34,7 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılı Eylül ayı itibariyle enflasyon oranının yüzde 10,5, kredi dolarizasyonu oranının yüzde 15,7 ve mevduat dolarizasyonu oranının ise yüzde 36,5 olarak gerçekleştiği gözlenmektedir. 2006 yılı ikinci yarısında, enflasyon oranında ciddi bir değişiklik yaşanmamakla birlikte, kredi dolarizasyonunda azalma, mevduat dolarizasyonunda ise artış gözlenmektedir (Grafik 3.15).



Grafik 3.15: Mevduat, Kredi Dolarizasyonu ve Enflasyon Oranı

Kaynak: TCMB ve TÜİK

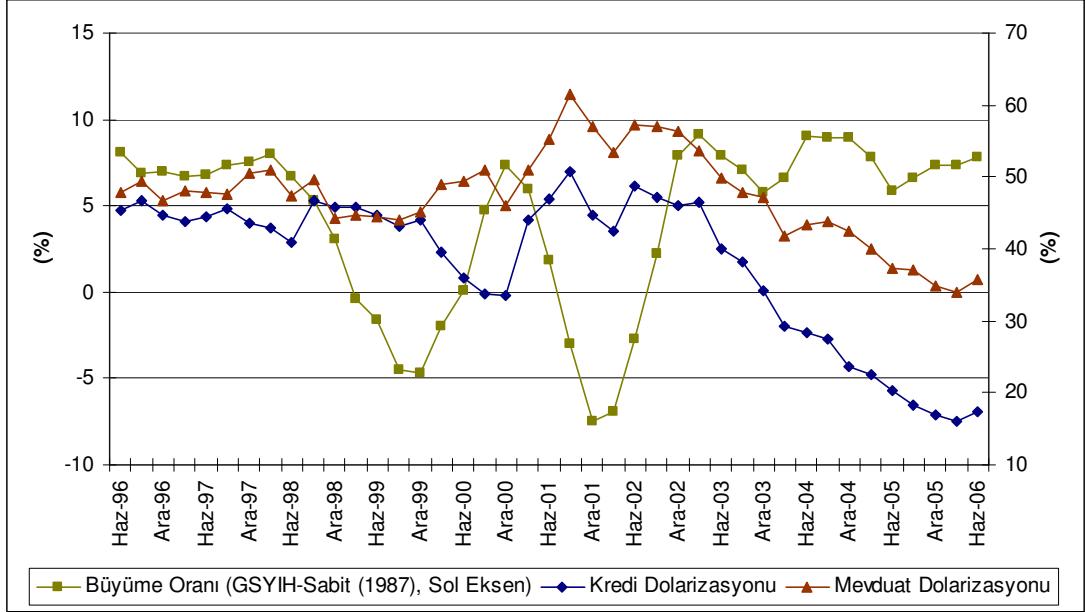
3.3.3.2. Finansal Dolarizasyon ve Büyüme

Sürdürülebilir ekonomik büyüme, finansal istikrarın olmazsa olmaz göstergelerinden birisidir. Literatürdeki bulgulara paralel olarak Türkiye’de de büyüme oranı ile dolarizasyon göstergeleri arasında negatif yönlü bir ilişki gözlenmektedir. Büyüme oranı bir ülkede refah seviyesini artırmanın yanında güven ortamı da yaratmakta ve dolarizasyonun azalmasına katkı sağlamaktadır. 1996 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 8,1 olan büyüme oranı 1999 yılının son çeyreğinde yüzde -4,7, 2000 yılı sonunda yüzde 7,4 ve 2001 yılı sonunda yüzde -7,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. İstikrarsız büyüme ortamının olduğu bu döneme yüksek dolarizasyon damgasını vurmuştur.

Bu dönemden sonra 2002 yılı birinci çeyreğinden itibaren istikrarlı büyüme trendine giren Türkiye ekonomisi çeşitli dalgalanmalara rağmen 19 dönem üst üste büyümüştür. Aynı dönemde mevduat ve kredi dolarizasyonu da beklendiği gibi gerilemiştir.

Ancak, yüksek ve istikrarlı büyüme oranlarına rağmen Mayıs-Haziran 2006 döneminde yaşanan dalgalanma mevduat dolarizasyonunda artışa neden olmuştur. Dalgalanmanın ardından dövize yönelim devam etmiş ve Mayıs 2006’da 59,7 milyar ABD Doları olan DTH’lar Kasım 2006’da 67,6

milyar ABD Dolar'ına ulaşmıştır (Grafik 3.16). Dalgalanmaya rağmen devam eden yüksek büyüme oranları ile mevduat dolarizasyonunun aynı anda artması, diğer değişkenlerin mevduat dolarizasyonunun üzerinde daha etkili olduğu çıkarımını güçlendirmektedir. Örneğin kur ve enflasyon volatilitésinin, dolarizasyon üzerindeki etkisinin çok daha dikkate değer olması beklenmektedir.



Grafik 3.16: Büyüme Oranı, Mevduat Dolarizasyonu ve Kredi Dolarizasyonu

Kaynak: TÜİK ve TCMB

3.3.3.3. Finansal Dolarizasyon ve Döviz Kuru

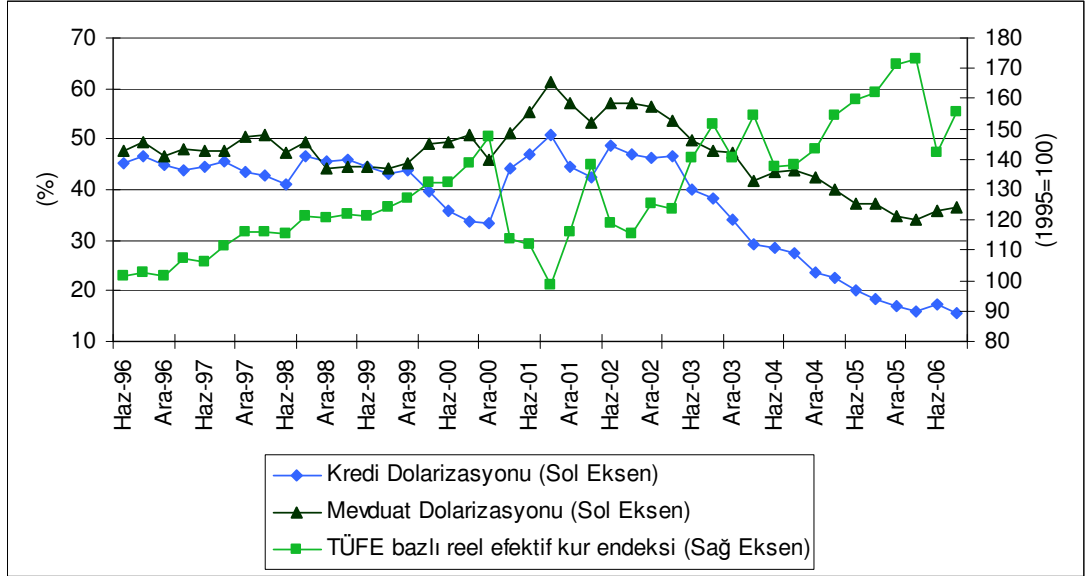
Bu bölümde dolarizasyon göstergesi olarak kullanılan kredi ve mevduat dolarizasyonu oranları TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi ile ilişkilendirilmiştir. Kur endeksindeki artış YTL'deki reel değer artışını göstermektedir.

Grafik 3.17'yi incelediğimizde, Kasım 2000 - Şubat 2001 krizleri öncesinde kur endeksinin arttığı ancak dolarizasyonun yüksek seviyelerini koruduğu görülmektedir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından Türk Lirası'na olan güvenin azalmasına bağlı olarak TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi hızla gerilemiş ve 2001 yılı üçüncü çeyreğinde 98,5 olarak gerçekleşmiştir. Dolarizasyon göstergeleri de 2001 yılında en yüksek

seviyelerine ulaşmıştır. 2002 yılından itibaren TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi dalgalı bir seyir izlemesine rağmen artış trendini sürdürmüştür.

2006 birinci çeyreğinde 173 olan kur endeksi, Mayıs - Haziran 2006 döneminde yaşanan dalgalanmanın da etkisiyle 142,1'e gerilemiştir. Aynı dönemde kredi dolarizasyonu oranı yüzde 16'dan yüzde 17,4'e, mevduat dolarizasyonu ise yüzde 33,9'dan yüzde 36,5'e yükselmiştir. Eylül döneminde TL'nin reel değeri artarak TÜFE bazlı reel efektif kur endeksi 155,5'e yükselmiştir. Mayıs-Haziran 2006'da kurlarda yaşanan dalgalanma hem kur endeksinin azalmasına yani YTL'nin reel olarak değer kaybetmesine, hem de dolarizasyon göstergelerinin artmasına neden olmuştur.

Buna göre, dolarizasyon göstergeleri ile YTL'nin reel değerinin ters yönde hareket ettikleri gözlenmektedir. Dolayısıyla, YTL'ye olan güvenin artmasına bağlı olarak TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksinin yükseldiği dönemlerde dolarizasyonun da azaldığı gözlenmektedir



Grafik 3.17: Kredi-Mevduat Dolarizasyonu ve TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi

Kaynak: TCMB

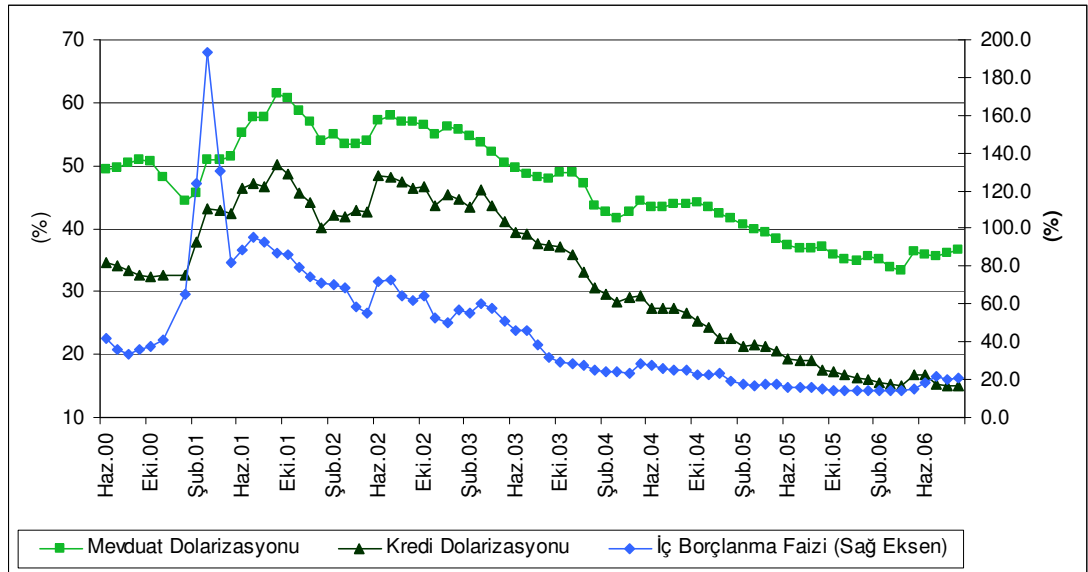
3.3.3.4. Finansal Dolarizasyon ve İç Borçlanma Faiz Oranı

Kamunun ödeme gücünün ve kredibilitesinin en önemli göstergelerinden birisi iç borçlanma faiz oranlarıdır. Literatürde de belirtildiği gibi iç borçlanma faiz oranlarındaki düşüş YTL'ye güveni ifade etmektedir.

Dolayısıyla, iç borçlanma faiz oranlarında azalış olduğu dönemlerde dolarizasyonun azalması beklenmektedir.

2000 yılı ikinci yarısı ve 2006 yılı üçüncü çeyreği arasındaki dönem incelendiğinde iç borçlanma faiz oranlarının dolarizasyon için öncü gösterge niteliğinde olduğu gözlenmektedir. Güven ortamının bozulması ile birlikte yerleşikler hem daha yüksek faiz talep etmekte hem de döviz pozisyonlarını artırmaktadırlar. 2001 yılı başlarında en yüksek seviyesine çıkan iç borçlanma faiz oranlarının ardından dolarizasyon göstergeleri de 2001 yılı sonunda tepe noktasına ulaşmıştır. İç borçlanma faizlerinde Temmuz 2001’de başlayan düşüş sürecinin ardından mevduat ve kredi dolarizasyonunda azalış trendinin başladığı görülmektedir (Grafik 3.18).

Son yaşanan Mayıs-Haziran 2006 dalgalanmasında da iç borçlanma faizi ve dolarizasyon göstergelerinde artış yaşanmış, dalgalanmanın ardından her iki gösterge mevcut seviyelerini korumuşlardır.



Grafik 3.18: Kredi-Mevduat Dolarizasyonu ve İç Borçlanma Faizleri

Kaynak: TCMB ve Hazine Müsteşarlığı

3.3.3.5. Finansal Dolarizasyon ve Ödemeler Dengesi (Cari Açık / GSYİH)

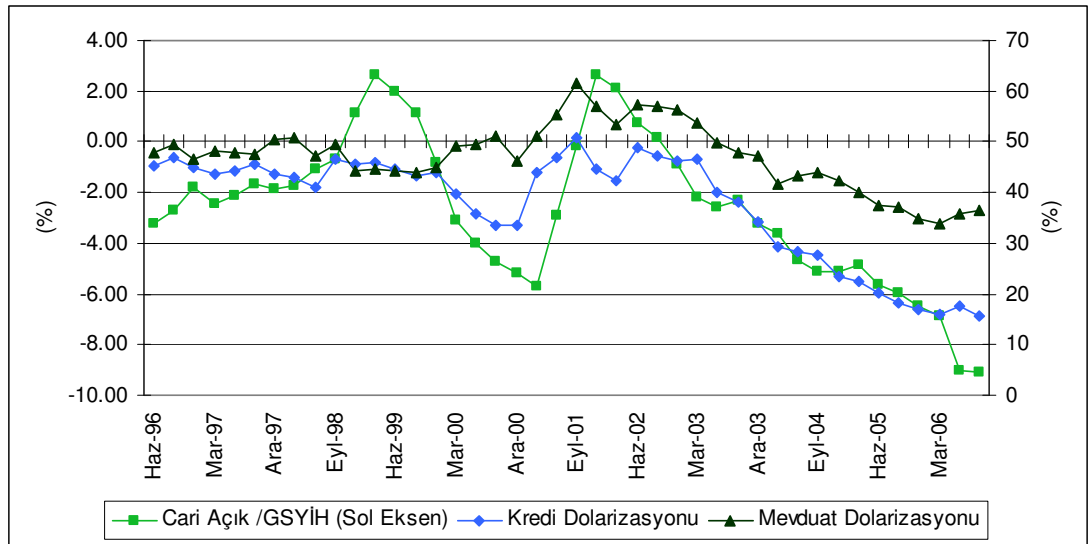
Literatürde ulusal paranın diğer para birimlerine karşı değer kazanmasının cari işlemler açığını artıracığı ifade edilmektedir. Bu

çerçevede, cari açığındaki artış, Türk Lirası'nın değerlenmesi ile de açıklanabilir. Ancak, öngörülebilir kur rejimlerinde dolarizasyon oranlarının yüksek seyrettiği de vurgulanmıştır.

Daha önce de belirtildiği gibi, Türk Lirası'na güvenin artması ile birlikte kur seviyesi düşmekte, artan güvene bağlı olarak dolarizasyon göstergeleri de azalmaktadır. Diğer yandan, Türk Lirası'nın aşırı değerlendirildiği dönemlerde cari dengenin bozulması beklenmelidir.

Grafik 3.19'de, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri öncesinde cari açık ile dolarizasyonun birbirinden bağımsız hareket ettikleri görülmektedir. Bunun arkasında öngörülebilir kur rejiminin etkili olduğu düşüncesi ön plana çıkmaktadır.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından dalgalı kur rejimine geçilmesi ile birlikte dolarizasyon göstergeleri ve cari açığın aynı yönde hareket ettiği gözlenmektedir. Krizlerin ardından cari açık hızla azalmış ve dolarizasyon göstergeleri en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2002 yılından itibaren ise kredi ve mevduat dolarizasyonu azalırken cari açık da artmıştır.



Grafik 3.19: Kredi-Mevduat Dolarizasyonu ve Cari Açık

Kaynak: TCMB ve TÜİK

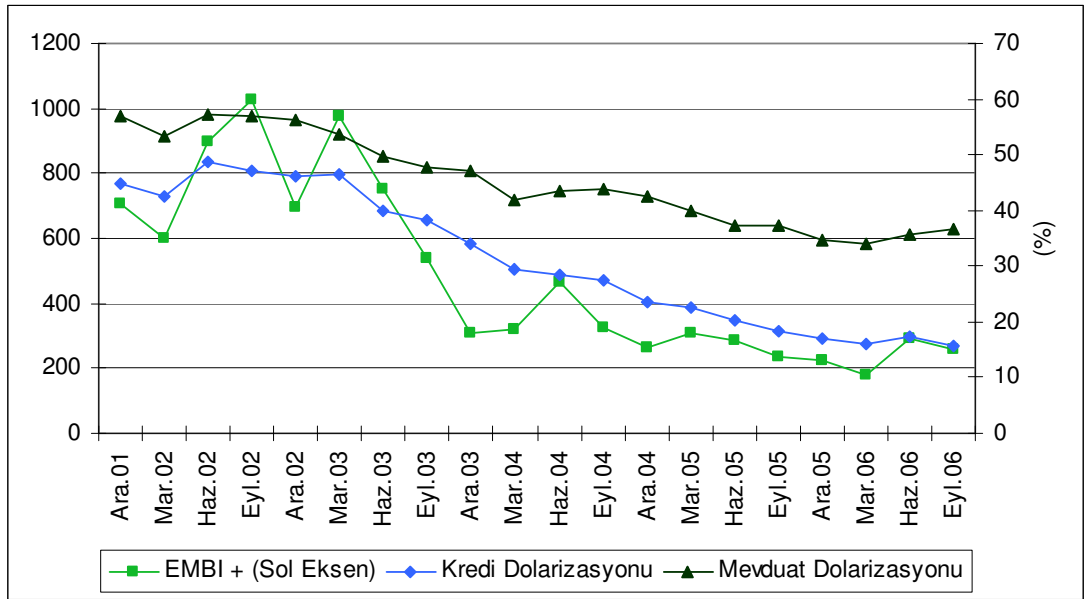
*Cari açık ve GSYİH yıllıklandırılarak hesaplanmıştır.

3.3.3.6. Finansal Dolarizasyon ve Ülke Riski

Ülke riskinin azaldığı yani EMBI+'ın azaldığı dönemlerde dolarizasyon göstergelerinin de azalması dolarizasyon seviyesinin literatürde de bahsedildiği gibi ülkelerin risk algılamasında önemli bir değişken olduğuna dikkat çekmektedir.

Dolarizasyonun önemini ve Türkiye açısından yarattığı riskleri anlamak için ülke riski göstergesi olan EMBI+ ve dolarizasyon göstergeleri aşağıdaki grafikte birlikte gösterilmektedir. Dolarizasyon göstergeleri ve EMBI+ arasında 2001 yılından itibaren pozitif yönlü bir ilişki gözlenmektedir.

Diğer yandan, 2006 yılı Mayıs Haziran aylarında yaşanan dalgalanmalarının ardından kredi dolarizasyon göstergesinin ve EMBI+ değerinin düşmesi bankacılık sektörünün ve yabancı yatırımcıların YTL'ye olan güvenin sağlandığını ve yatırımcıların portföylerinde YTL pozisyonlarını artırdığını göstermektedir. Ancak, mevduat dolarizasyonunun artması hanehalkı güveninin sağlanmadığını göstermektedir (Grafik 3.20). Yatırımcılar arasındaki davranış farklılıkları, hanehalkının bilgi seti ile yabancı yatırımcıların ve reel sektörün bilgi setinin simetrik olmadığını ortaya koyması açısından da önemlidir.



Grafik 3.20: EMBI+ ve Dolarizasyon

Kaynak: Bloomberg ve TCMB

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

Finansal dolarizasyon, paranın üç işlevine (ödeme aracı, hesap birimi ve değer saklama aracı) ve bilanço yapısına etkilerine dayandırılarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede, finansal dolarizasyon, bir ülkenin başka bir ülkenin parasını ödeme aracı, değer saklama aracı ve hesap birimi olarak kullanmasıdır. Buna bağlı olarak, yabancı para cinsinden mevduatların ve kredilerin kullanılması nedeniyle de hem varlık hem de yükümlülük dolarizasyonu tek bir başlık altında toplanmaktadır. ABD Doları'nın en yaygın kullanılan yabancı para olması nedeniyle bu olguya finansal dolarizasyon denmiştir.

Literatürde finansal dolarizasyonun ölçümü, genel olarak, yabancı para cinsinden mevduatların, toplam mevduatlar ya da geniş para arzı içindeki payı olarak ölçülmektedir. Ancak, finansal dolarizasyonun varlık ve yükümlülük tarafına geldiğimizde, kredi ve mevduat dolarizasyonu tanımları ve bunların ölçülmesi öne çıkmaktadır. Finansal dolarizasyonun varlık tarafını ifade eden kredi dolarizasyonu, bankacılık sektörünün yabancı para kredilerinin, toplam kredilere veya toplam varlıklara oranı ile ölçülmektedir. Finansal dolarizasyonun yükümlülük tarafını ifade eden mevduat dolarizasyonu, bankacılık sektörünün yabancı para mevduatlarının, toplam mevduatlara veya toplam yükümlülüklere oranı ile ölçülmektedir.

Finansal dolarizasyonun temel nedeni, tanımından da anlaşılacağı üzere ulusal paraya güvensizliktir. Literatürde, finansal dolarizasyonun nedenleri arasında; yüksek enflasyon ve fiyat oynaklığı, etik bozulma ve mevduat sigortası, dolarizasyon histerisi, temel günah, risk yönetimi ve portföy çeşitliliği, kur rejimi, finansal gelişmişlik düzeyi, makroekonomi ve para politikasına olan güvensizlik ve ekonomik açıklık düzeyi sayılmaktadır.

Finansal dolarizasyon ile ilişkisini incelemeyi amaçladığımız finansal istikrarın analizi, açık bir finansal istikrar tanımı ve bu konuda bir uzlaşma olmaması nedeniyle oldukça karmaşıktır. Dolayısıyla farklı çalışmalar için farklı finansal istikrar tanımları karşımıza çıkabilmektedir. Finansal istikrar analizi bir çok risk faktörüne dayanmakta, bu nedenle bütün risk faktörlerini başarılı şekilde kapsayan tek bir modelin varlığı mümkün olmamaktadır.

Finansal istikrar, ekonomik süreçlerin güçlendirilmesi, risklerin yönetimi ve şoklara karşı dayanıklılık olarak tanımlanabilir. Kısaca, finansal istikrar, finansal sistemin düzgün bir şekilde işlemesidir.

IMF, yayımladığı finansal sağlamlık göstergeleri ve makro göstergeler yardımıyla finansal istikrarı analiz etmektedir. Buna göre finansal istikrarın unsurları; mevduat kabul eden finansal kuruluşlar, diğer finansal kuruluşlar, reel sektör, hanehalkı, piyasa likiditesi, emlak piyasası ve makroekonomik göstergelerden oluşmaktadır.

Finansal istikrar ile finansal dolarizasyon arasındaki ilişkiyi incelediğimizde, geçmişte yapılan çalışmalarda, finansal olarak istikrarsız bir ekonomik yapıda, dolarizasyonun arttığı belirtilmektedir. Diğer yandan, dolarizasyonun tek başına finansal istikrarsızlığa neden olmadığı da literatür incelemesi sonucu anlaşılmaktadır. Ancak, dolarizasyon ortamında bankaların açık pozisyon taşıması doğrudan kur riskine neden olmaktadır. Ayrıca, yabancı para cinsinden kredi verilen şirketlerin ve hanehalkının açık pozisyona sahip olması durumunda bankalar, dolaylı kur riskine veya kredi riskine maruz kalmaktadır. Söz konusu risklerin gerçekleşmesi durumunda büyük bir firma veya bankanın batması, sistemik risk olarak da finansal sistemi tehdit edebilmektedir. Ayrıca, finansal dolarizasyon, para talebinin tahminini zorlaştırması nedeniyle, para politikasının etkinliğini azaltarak dolaylı yoldan finansal istikrarı da etkileyebilmektedir.

Literatür, finansal dolarizasyonun bu tip piyasalara getirdikleri risklerin yanında bazı yararlarının da bulunduğunu tartışmaktadır. Finansal dolarizasyonun, yüksek enflasyon ortamında finansal derinlik sağladığı ve kriz sonrası ekonomik daralmayı sınırlandırdığı belirtilmektedir.

Dolarizasyonun nedenleri ve sonuçları göz önünde bulundurulduğunda, literatürde makro ekonomik çözümler üzerinde de durulmaktadır. İlk olarak para politikasına olan güveni artıracak kurumların oluşturulması ve güçlendirilmesi yoluyla fiyat belirsizliğinin azaltılması gerekmektedir. Ayrıca, para otoritesi fiyat belirsizliklerine karşı koruma sağlayacak ulusal para cinsinden farklı ürünlerin gelişmesi için uygun politikalar icra etmelidir. Böylece, piyasa oyuncuları hem açık pozisyondan kaçınmış olacak, hem de fiyat belirsizliklerine karşı korunmasız kalmayacaklardır. Üçüncü olarak, mevduata sınırsız güvence sağlayan politikaların ve kur seviyesini garanti eden kur rejimlerinin terk edilmesi dolarizasyonu azaltacaktır. Ayrıca, siyasi istikrar, borç verenlerin haklarının korunması ve muhasebe sisteminin kalitesinin artırılması gibi etkenler de dolarizasyonun derecesini azaltmaktadır.

Çalışmanın son bölümünde finansal istikrar ile finansal dolarizasyon arasındaki ilişkinin anlaşılması amaçlanmaktadır. Bu çerçevede, ilk olarak, finansal dolarizasyonun gelişimi incelenmiştir. Ülkemizde finansal dolarizasyonun gelişiminin incelendiği 1996 yılının ikinci çeyreği ve 2006 yılının üçüncü çeyreği arasında, finansal dolarizasyon seviyesinin azaldığı gözlenmiştir. Dolarizasyondaki azalmanın arkasında, 2001 yılından bu yana uygulanmakta olan güçlü ekonomiye geçiş programı, AB kriterlerine uyum süreci ve küresel likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler lehine gelişmesi sonucunda Türk Lirası'na olan güvenin artması gibi faktörler bulunmaktadır.

Türkiye uygulamasında daha sonra finansal dolarizasyon ve finansal istikrar unsurları arasındaki ilişkinin ortaya konulması amaçlanmaktadır. Finansal istikrar unsurlarından olan bankacılık sektörünün dolarizasyon ile ilişkilendirilmesinde, Finansal Sağlık Endeksi, açık pozisyon ve vade uyumsuzluğu değişkenleri kullanılmıştır. İkinci finansal istikrar unsuru olarak ele alınan reel sektör, reel sektör performansını gösteren ve TCMB sektör bilançolarında yayımlanan rasyolar aracılığıyla analiz edilmiştir. Üçüncü unsur olan hanehalkı, hanehalkının güvenini de yansıtan mevduat faiz oranları aracılığıyla dolarizasyon ile ilişkilendirilmiştir. Finansal istikrarın dördüncü unsuru olarak kabul ettiğimiz makro ekonomik göstergeler;

enflasyon, büyüme, kur seviyesi, iç borçlanma faiz oranları, ödemeler dengesi ve ülke riski aracılığıyla dolarizasyon ile ilişkilendirilmiştir.

Buna göre bankacılık sektörünün sağlamlığını gösteren FSE ve dolarizasyon göstergeleri arasında zıt yönlü bir ilişki gözlenmiştir. Bu durum, literatürde de vurgulandığı üzere, finansal sistem istikrarının artmasına bağlı olarak dolarizasyonun azaldığı yorumunu destekler niteliktedir.

Ayrıca, FSE'yi oluşturan alt endekslerden aktif kalitesi endeksindeki artış, dolarizasyon göstergelerindeki azalış ile birlikte gözlenmiş, finansal kırılganlığın ve dolarizasyonun birbirini beslediği sonucuna varılmıştır.

Her ne kadar yüksek likidite oranları finansal sağlamlık göstergesi kabul edilse de, likit aktiflerin artması, bankaların sisteme duydukları güvenin azalması sonucunda portföylerini güçlendirme kaygılarından kaynaklanmaktadır. Türkiye uygulamasında likidite endeksinin dolarizasyonla aynı yönde hareket ettiği görülmektedir. Dolayısıyla, likidite endeksindeki azalış, bankaların sisteme olan güveninin artması sonucunda gerçekleşmektedir.

Türkiye'de kur riski endeksinin arttığı yani kur riskinin azaldığı dönemlerde, finansal dolarizasyon göstergesi olarak kullandığımız kredi ve mevduat dolarizasyonu oranlarının da literatürü destekleyecek şekilde azaldığı gözlenmiştir.

Ülkemizde dolarizasyon ve bankacılık kesimi karlılık endeksinin zıt yönde hareket etmesi, literatürde belirtildiği gibi, karlı bir bankacılık sektörünün daha az dolarize olduğunu ortaya koymaktadır.

Güçlü özkaynak yapısına sahip bir bankacılık sektöründe kredi ve mevduat dolarizasyonunun azalması beklenmektedir. 2001 yılından itibaren özellikle güçlü ekonomiye geçiş programı ile birlikte dolarizasyonun azaldığı, sermaye yeterliliği endeksinin de beklendiği gibi arttığı görülmektedir.

Türkiye'de bankacılık kesimi, bilanço içinde döviz açık pozisyonu taşımakta, ancak bilanço dışı türev işlemlerle pozisyonunu kapatmakta ve yasal sınırlar içerisine çekmektedir. Dolayısıyla, bankaların doğrudan kur riski

bulunmamaktadır. Diğer yandan, yabancı para cinsinden kredi kullandırılan firmaların açık pozisyon taşımaları nedeniyle, bankalar dolaylı kur riskine veya kredi riskine maruz kalmaktadır.

Aracılık faaliyetinin doğal bir sonucu olarak, her ülkede olduğu gibi ülkemiz bankacılık sektöründe de vade uyumsuzluğu bulunmaktadır. Ancak, 2001 yılından itibaren dolarizasyonun azalmasına bağlı olarak söz konusu vade uyumsuzluğu da azalmıştır. Diğer yandan, 2006 yılında 6 aydan kısa vadeli döviz tevdiat hesaplarına yönelimin artması veya vadedeki kısılma, tasarruf sahiplerinin tedirginliğine bağlı olarak mevduat dolarizasyonundaki artışı açıklamaktadır.

Genel olarak bakıldığında, ekonomik performanstaki iyileşme ile birlikte sektör borçlanma ihtiyacının ve ekonomik performansın iyileşmesine bağlı olarak kaldıraç oranı düşmektedir. Böyle bir ortamda, YTL'ye güvenin artması nedeniyle dolarizasyon da düşmektedir. Dolayısıyla kaldıraç oranı ve dolarizasyon göstergelerinin aynı yönde hareket ettiği gözlenmektedir.

Reel sektör karlılık performansını gösteren ROA ve ROE rasyoları ile dolarizasyon arasında zıt yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Ancak, 2004 ve 2005 yıllarında reel sektörün karlılığı azalırken, beklenenin aksine dolarizasyon da azalmıştır. Bu durum, reel sektör karlılığı ve dolarizasyon arasındaki ilişkiyi bozan ve reel sektör karlılık performansını etkileyen farklı unsurların (sıkı para ve maliye politikaları, iç ve dış talep eksikliği, aşırı rekabet, yüksek maliyetler gibi) bulunduğu dikkat çekmektedir.

Dolarizasyon göstergeleri ve reel kesim toplam dış borç stokunun brüt uluslararası rezervlere oranı, 1996-2006 döneminde genel olarak aynı yönde hareket etmekte, ancak kredi dolarizasyonu ve dış borçların zaman zaman zıt yönde hareket ettikleri gözlenmektedir. Güven ortamının bozulması, mevduat dolarizasyonunu artırırken, aynı anda yurtdışı kredi olanakları ve bankaların kredi kullandırma iştahının azalması sözkonusu ise, reel sektörün yurt dışından borçlanmasına neden olmaktadır. Özellikle, 2006 yılında reel sektörün yurtdışı borçlanmalarında yaşanan artış, 2004 ve 2005

yıllarında reel sektör karlılığındaki azalmanın neden kredi dolarizasyonuna yansımadığını gayet iyi açıklamaktadır.

Finansal istikrarın diğ er bir unsuru olan hanehalkının güvenini temsilen kullandığımız mevduat faizleri ile dolarizasyon göstergeleri, beklendiği gibi aynı yönde hareket etmektedir. 2006 yılı Mayıs-Haziran dalgalanması ile birlikte faizlerin yükselmesine bağlı olarak özellikle mevduat dolarizasyonu da artmıştır.

Finansal istikrarın en önemli unsurlarından birisi de makro ekonomik göstergelerdir. Türkiye’de de 2001 yılında uygulanmaya başlanan ekonomi programı ile birlikte, enflasyonun 2002 yılından itibaren düşme trendine girmesinin ardından, dolarizasyon da düşme trendine girmiştir. Dolayısıyla, yüksek enflasyon ortamında, enflasyon riskinden korunmak amacıyla döviz tutmayı tercih eden yatırımcı, düşen enflasyon ile birlikte pozisyonlarını Türk Lirası’ndan yana çevirmiş, ancak belli bir düzeyde döviz tutma tercihini korumuştur.

Sürdürülebilir büyüme finansal istikrarın olmazsa olmaz göstergelerinden birisidir. Literatürdeki bulgulara paralel olarak Türkiye’de de büyüme oranı ile dolarizasyon göstergeleri arasında negatif yönlü bir ilişki gözlenmektedir. Büyüme oranı, ülkemizde refah seviyesini artırmanın yanında, güven ortamını da artırmakta ve dolarizasyonun azalmasına katkı sağlamaktadır.

Ülkemizde dolarizasyon göstergeleri ve YTL’nin reel değeri zıt yönde hareket etmektedir. Dolayısıyla, YTL’ye olan güvenin arttığı dönemlerde dolarizasyonun da azaldığı gözlenmektedir.

Kamunun kredibilitesini gösteren iç borçlanma faiz oranları ile dolarizasyon aynı yönde hareket etmektedir. 2001 yılından sonra iç borçlanma faizleri azalırken, dolarizasyon da azalmaktadır. Ancak, Mayıs-Haziran 2006 dalgalanmasından sonra güven ortamının olumsuz etkilenmesi ile birlikte, kamunun daha yüksek fiyatlardan borçlanabildiği ve dolarizasyonun arttığı görülmektedir.

Dolarizasyon göstergeleri ve ödemeler dengesinin karşılaştırılması sonucunda, YTL'nin değeri olduğu dönemde cari açığın arttığı ve dolarizasyon göstergelerinin azaldığı gözlenmiştir. YTL'ye olan güvenin artması ile birlikte kur seviyesi düşmüş, artan güvene bağlı olarak dolarizasyon göstergeleri de azalmıştır. Ancak YTL'nin aşırı değeri nedeniyle cari denge bozulmuştur.

Ülke riskinin azalması ile birlikte dolarizasyonun da azalması, dolarizasyon seviyesinin ülkelere ilişkin risk algılamasında önemli bir değişken olduğu anlamına gelmektedir. Son yıllarda dolarizasyon göstergelerinin ve ülke riski göstergesi olarak kabul edilen EMBI+ değerinin düşmesi, YTL'ye olan güvenin sağlandığını ve yatırımcıların portföylerinde YTL pozisyonlarını artırdığını göstermektedir.

KAYNAKÇA

- Aguiar, M. (2005). Investment, Devaluation, And Foreign Currency Exposure: The Case of Mexico, *Journal of Development Economics*, VXXVIII, 1, 95-113.
- Akçay, O. C., Alper, C. A. ve Karasulu, M. (1997). Currency Substitution and Exchange Rate Instability: The Turkish Case. *European Economic Review*, 41, 3-5, 827-835.
- Akıncı, Ö., Barlas, Y. ve Usta, B. (Aralık 2005). "Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye'deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler." Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No: 05/17.
- Altınışik, İ. (2005). Enflasyonun İşletmeler Üzerindeki Etkisi ve Bu Etkileri Gidermeye Yönelik Yöntemler. Selçuk Üniversitesi, Karaman İİBF. Erişim tarihi: 16 Ocak 2007.
http://www.ekodialog.com/makaleler/enflasyon_isletme_iliskisi.html#.
- Arteta, C. O. (Mart 2003). Are Financially Dollarized Countries More Prone To Costly Crises?. *International Finance Discussion Papers* No: 763. Erişim: 10 Ocak 2007.
<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2003/763/ifdp763.pdf> .
- Barajas, A. ve A. Morales (2003) "Dollarization of Liabilities: Beyond the Usual Suspects". IMF Çalışma Tebliği No: 03/11.
- Bardsen G., Lindquist K. ve Tsomocos D. (2006) "Evaluation of macroeconomic models for financial stability analysis", Norges Bank Çalışma Tebliği, Finansal Piyasalar Bölümü.
- BIS. (1994). 64th Annual Report. Basel, İsviçre.
- BDDK. (2006). Kur Riski Değerlendirme Raporu. Ankara. Erişim: 10 Ocak 2007.
http://www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/rapor/bddk/kur_riski_degerlendirme/Kur_Riski_Degerlendirme_Raporu_Haziran_2006.pdf.
- BDDK. (Eylül 2006). Aylık Bülten. Ankara.
- Burnside, C., Eichenbaum, M. ve Rebelo, S. (2001). Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes. *European Economic Review*, 45, 1151-1193.
- Caballero, R. ve Krishnamurthy, A. (2002). Excessive Dollar Debt: Financial Development and Underinsurance. *Journal of Finance*, Forthcoming

- Calvo, G. A. ve Vegh, C. A. (1992). "Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction." IMF Çalışma Tebliği No: 92/40.
- Calvo, G.A., A. Izquierdo and L.-F. Mejía (2003). "On The Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheets Effects." NBER Çalışma Tebliği No: 10520.
- Cansen, E. (2 Ağustos 2006). Şirketlerde Açık Pozisyon. *Hürriyet*. Erişim: 24 Ocak 2007, <http://www.hurriyet.com.tr/yazarlar/4852592.asp?yazarid=17&gid=61>.
- Chamon, M. (2001). Why Firms in Developing Countries Cannot Borrow in Their Own Currency Even When Indexing to Inflation?, Erişim: 24 Ocak 2007, Harvard University, <http://www.lacea.org/meeting2001/chamon.pdf>.
- Cihak, M. (Haziran 2006). "How Do Central Banks Write on Financial Stability?". IMF Çalışma Tebliği No: 06/163.
- Civcir, İ. (2003). Dollarization and Its Long-run Determinants in Turkey, Erişim: 27 Şubat 2007, EcoMod Modeling School, <http://www.ecomod.net/conferences/ecomod2002/papers/civcir.pdf>.
- Cotner, J. (1991). Currency Risk in Long-term Borrowing. *Journal of Multinational Financial Management*, 1, 2, 49-64.
- Cowan, K. ve Do, Q. T. (Haziran 2003). "Financial Dollarization and Central Bank Credibility." World Bank Policy Research Çalışma Tebliği No: 3082.
- Cowan, K., Kamil, H. ve Izquierdo, A. (2004). Macroeconomic Determinants of Dollarization: A New Look at the Evidence. Inter American Development Bank, Washington DC
- Crockett, A. (28-30 Ağustos 1997). Why is Financial Stability A Goal Of Public Policy. *Federal Reserve Bank of Kansas City 1997 Sempozyumu*, Jackson Hole, Wyoming,.
- D'Arista, J. (2004). Dollars, Debt, And Dependence: The Case For International Monetary Reform. *Journal of Post Keynesian Economics*, XXVI, 4, 557.
- Domac, I. ve Martínez Pería M.S. (2003). Banking crises and exchange rate regimes: Is there a link?. *Journal of Monetary Economics*, LXI, 1, 41-72.
- Edwards, S. ve M.A. Savastano (1999): "Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need To Know?," NBER Çalışma Tebliği No. 7228.

- Eichengreen, B., R. Hausmann ve Panizza, U. (2003). "Currency Mismatches, Debt Intolerance And Original Sin: Why They Are Not The Same and Why It Matters". NBER Çalışma Tebliği No: 10036.
- Ercan, M. (4 Mayıs 2005). Dolarizasyon Gevşerken. *Radikal*. Erişim: 24 Ocak 2007. <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=151634>
- Gale, D. ve Vives, X. (Ağustos 2001). Dollarization, Bailouts, and The Stability of the Banking System. Erişim: 10 Ocak 2007. <http://www.econ.nyu.edu/user/galed/papers/paper01-07-01.pdf>.
- Glick, R. ve M. Hutchison (Aralık 1999). "Banking and currency crises: How common are twins?". Pasific Basin Çalışma Tebliği No: PB99-07, Erişim: 10 Ocak 2007. <http://www.frbsf.org/econsrch/workingp/pbc/1999/wppb99-07.pdf>.
- Guidotti, P. ve Rodriguez, C.A. (1992), "Dollarization in Latin America. Gresham's Law in Reverse?". IMF Staff Papers No: 39, 518-544.
- Gürses, U. (23 Ocak 2006). Dolarizasyondan Dönüş. *Radikal*. Erişim: 10 Ocak 2007. <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=176477>.
- Honohan, R., P. ve Shi, A. (Aralık 2001). "Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Economies". World Bank Policy Research Çalışma Tebliği No: 2748.
- IADB. (2005). IPES 2005 Unlocking Credit The Quest for Deep and Stable Bank Lending. Erişim: 10 Ocak 2007. <http://www.iadb.org/res/ipes/2005/index.cfm>.
- IMF. (2001a). Macro-Prudential Analysis: Selected Aspects Background Paper. Erişim: 10 Ocak 2007. <http://www.internationalmonetaryfund.com/external/np/mae/fsi/2001/eng/bkg.pdf>
- IMF. (2001b). Financial Soundness Indicators: Policy Paper. Erişim: 10 Ocak 2007. <http://www.imf.org/external/np/mae/fsi/2001/eng/pp.pdf>
- IMF. (29 Eylül 2005). Financial Sector Assessment: A Handbook. 54–57. Erişim: 10 Ocak 2007. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fsa/eng/index.htm>.
- Ize, A. ve Parrado, E. (2002). "Dollarization, Monetary Policy, and the Pass-Through". IMF Çalışma Tebliği: 02/188.
- Ize, A. ve Yeyati, L. (2003). Financial Dollarization. *Journal of International Economics*, LIX, 2, 323–347.
- Ize, A. ve Yeyati, E.L. (1998). "Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications". IMF Çalışma Tebliği No: 98/28.

- Ize, A. ve Powell, A. (Aralık 2005). Prudential Responses to de facto Dollarization. *The Journal of Policy Reform*, VIII, 4, 241-262.
- Jeanne, O. (2003). Why Do Emerging Market Economies Borrow in Foreign Currency?. International Monetary Fund: Washington. D.C.
- Kaplan, C. (2002). "Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği". TC Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:1.
- Kesriyeli, M., Özmen, E. ve Yiğit, S. (2006). "Corporate Sector Debt Composition And Exchange Rate Balance Sheet Effect in Turkey". TC Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:05/16.
- Krugman, P. (1999). Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises. *Journal of International Tax and Public Finance*, VI, 4, 459–472. Erişim: 11 Ocak 2007.
<http://team.univ-paris1.fr/teamperso/martinp/krugman.pdf>.
- Luca, A. ve Petrova, I. (Ekim 2003). Credit Dollarization In Transition Economies: Is It Firms' or Banks' "Fault"?, Erişim: 10 Ocak 2007, Drexel University.
http://www.bof.fi/bofit/seminar/ws2004/paper_luca.pdf.
- Macfarlane, I. J. (Ağustos 1999). The Stability of the Financial System. Reserve Bank of Australia Bulletin. Erişim: 10 Ocak 2007,
http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Bulletin/bu_aug99/bu_0899_2.pdf.
- Martinez, L. ve Werner, A. (2002). The Exchange Rate Regime and the Currency Composition of Corporate Debt: The Mexican Experience. *Journal of Development Economics*, IX, 2, 315-334.
- Mishkin, F. (Mayıs 1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective". NBER Çalışma Tebliği No: 5600.
- Mishkin, F. (2005). "How Big A Problem is Too Big To Fail". NBER Çalışma Tebliği No: 11814.
- Nicolo, G., Honohan, P. ve Ize, A. (Temmuz 2003). "Dollarization of the Banking System: Good or Bad?" IMF Çalışma Tebliği No: 03/146.
- Nicolo, G., Honohan, P. ve Ize, A. (23 Eylül 2004). Dollarization of Bank Deposits: Causes and Consequences. *Journal of Banking and Finance*, XXIX, 7, 1697-1727
- Obstfeld, M. (1998). The Global Capital Market: Benefactor or Menace? *Journal of Economic Perspectives*, XII, 4, 9-30.

- Özatay, F. (2000). A Quarterly Macro Econometric Model for a Highly Inflationary and Indebted Country: Turkey. *Journal of Economic Modelling*, XVII, 1, 1-11.
- Özatay, F. (31 Temmuz 2006). Verimlilik Artışı Sağlanmadan Bu İş Yürümez. *Radikal*. Erişim: 26 Ocak 2007.
<http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=194442>
- Özmen, E. (2004). "Cari Açık ve Ekonomi Politikaları Üzerine". *İşletme-Finans*, XIX, 223, 6-19.
- Reinhart, C., K. Rogoff ve M. Savastano (2003). "Addicted to Dollars". NBER Çalışma Tebliği No: 10015.
- Rennhack, R. ve Nozaki, M. (Ocak 2006). "Financial Dollarization in Latin America". IMF Çalışma Tebliği No: 6/7.
- Savastano, M. (1996). "Dollarization in Latin America: Recent Evidence And Some Policy Issues". IMF Çalışma Tebliği No. 96/4.
- Schinasi, G. (Ekim 2004). "Defining Financial Stability". IMF Çalışma Tebliği No: 04/87
- Schinasi, G. (2006). Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice. Erişim: 24 Ocak 2007,
<http://www.imf.org/External/Pubs/NFT/2005/SFS/eng/sfs.pdf>
- Selçuk, F. (1994). Currency Substitution in Turkey. *Applied Economics*, XXVI, 509-518.
- Selçuk, F. ve Ardiç, O.P. (2004). *Learning to Live with the Float: Turkey's Experience 2001-2003*. Erişim: 27 Şubat 2007, Bilkent Üniversitesi,
<http://www.bilkent.edu.tr/~faruk/selcukardic04.pdf>.
- Serdengeçti, S. (3 Ekim 2005). Dolarizasyon/Ters Dolarizasyon. TCMB Başkanın Konuşmaları, Eskişehir. Erişim: 24 Ocak 2007,
www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/sunumeskisehir.php
- TBB. (Haziran 2006). Banka, Grup ve Sektör Bazında Mali Tablolar ve İstatistikler, Üç Aylık Banka Bilgileri (Tüm Dönemler). İstanbul.
- TCMB. (2002). 2002 Yılında Para ve Kur Politikası. Erişim: 10 Ocak 2007,
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html>
- TCMB (1999). Sektör Bilançoları: 1996-1998. Ankara.
- TCMB (2002). Sektör Bilançoları: 1999-2001. Ankara.
- TCMB (2005). Sektör Bilançoları: 2002-2004. Ankara.
- TCMB (2006a). Sektör Bilançoları: 2003-2005. Ankara.

TCMB. (2006b). Finansal İstikrar Raporu III. Ankara.

Uzun, A. (Kasım 2005). Financial Dollarization, Monetary Policy Stance and Institutional Structure: The Experience of Latin America and Turkey. Erişim: 10 Ocak 2007, Middle East Technical University, <http://etd.lib.metu.edu.tr/upload/12606739/index.pdf>.

Yeyati, E. L. ve Broda, C. (Şubat 2003). Endogenous Deposit Dollarization. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No: 160

Yeyati, E. L. (Ocak 2006). Financial Dollarization: Evaluating the Consequences. *Journal of Economic Policy*, XXI, 45, 61–118

Yeyati, E.L. (2003). "Financial dedollarization: A carrot and stick approach", CIF Çalışma Tebliği No. 8/2003, Business School, Universidad Torcuato Di Tella, http://www.utdt.edu/Upload/CIF_wp/wpcif-082003.pdf.

Yılmaz, G. (2005). Financial Dollarization, (De)dollarization and The Turkish Experience. Turkish Economic Association Discussion Paper No: 2005/6.