Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi,2018,53 (2) :450-462
Third Sector Social Economic Review,2018,53(2) :450-462
***doi:** 10.15659/3.sektor-sosyal-ekonomi.18.06.949*

KÜRESEL KRİZ SONRASI GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE DOLARİZASYON SÜRECİ

AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS, THE DOLLARIZATION PROCESS IN EMERGING COUNTRIES

KÜRŞAT YALÇINER[1], ARİFE AYCAN MUTLU[2]

Geliş Tarihi: 21.05.2018	**Kabul Tarihi: 27.05.2018**

ÖZET

Çalışmada, Küresel Finansal Krizin ardından dolarizasyon trendinin ne yönde değiştiği ve gelişmekte olan ülkelerde "dolarizasyon" süreci mi "de-dolarizasyon" sürecimi yaşandığı sorusuna birleşik dolarizasyon endeksi kullanılarak cevap aranmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, kriz sonrasında dolarizasyon trendinin ekonomilere tekrar hakim olduğu; özellikle 2013 yılından sonra gelişmekte olan ülkelerde artan bir dolarizasyon baskısı oluştuğu görülmektedir. Varlıkların yabancı para cinsinden tutulduğu ve artan dış borç sorunlarının gözlemlendiği bu süreçte, gelişmekte olan ülkelerde yabancı paranın yerel paraya göre daha çok tercih edildiği görülmüştür. Yükümlülük dolarizasyonu açısından en çok baskıyı hisseden ülke Türkiye'dir. Meksika ve Brezilya'da dış borç oranındaki artış hızının yüksekliği ise dikkat çekicidir.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Finansman, Döviz Kuru, Dolarizasyon, Finansal Kriz

JEL Kodları: F31, G01

SUMMARY

In this study, the answers are searched for the questions of how the dollarization trend has changed after the Global Financial Crisis and whether the "dollarization" or "de-dollarization" process has been experienced in emerging countries by using the composite dollarization index. According to the results, the dollarization trend once again dominates these economies after the crisis; especially after 2013, there is an increased pressure on the emerging countries towards dollarization. In this process, where assets are mainly held in foreign currency and external debt problems are increasing, it is seen that foreign currencies in emerging countries are preferred over the local currency. In terms of liability dollarization the most pressure is found in Turkey, whereas the acceleration of external debt ratio increase is found to be at most in Mexico and Brazil.

Key Words: International Finance, Foreign Exchange, Dollarization, Financial Crises

JEL Classification Codes: F31, G01

GİRİŞ

Küresel Finansal Kriz sonrasındaki endişelerin bir bölümü, gelişmekte olan ülkelerde 1980'li yıllarda sıkça yaşanan yüksek enflasyon, devalüasyon ve takiben ortaya çıkan dolarizasyon sarmalının kriz sonrasında yaşanıp yaşanmayacağıyla ilgili olmuştur. Yerel paranın, değişim aracı, değer saklama aracı ve hesap ölçüsü olma işlevlerinden birini veya hepsini kendine göre daha istikrarlı bir seyir izleyen yabancı paraya devrettiği ekonomilerde dolarizasyon süreci yaşanmaktadır. Agénor ve Khan (1996)' a göre, bu fonksiyonların yabancı bir para birimi tarafından üstlenmesi dolarizasyonun son aşaması olan

[1] Prof. Dr., İstanbul Gelişim Üniversitesi, İİSBF İşletme Bölümü, kyalciner@gelisim.edu.tr
[2] Dr, Devlet Hava Meydanları İşletmesi, arifeaycan.kasap@dhmi.gov.tr

para ikamesidir (currency substitution) ve para ikamesinin de yüksek enflasyonun nihai bir sonucu olduğu çok sık tekrarlanan bir olgudur (Calvo ve Vegh, 1992).

Dolarizasyon; çoğunlukla istikrarsız ekonomik ortamlarda meydana gelen yüksek enflasyona karşı, finansal varlıkları yerli paranın değer kaybetme riskine karşı korumak amacıyla ortaya çıkmaktadır (Reinhart, Rogoff ve Savastano, 2014). Yüksek enflasyonun bulunduğu ülkelerde yerel para cinsinden varlıkları elde tutmanın yaratacağı maliyetten korunma isteği dolarizasyonun yaygınlaşmasının temel nedeni olmaktadır (Kubo, 2014).

Dolarizasyon türlerinden birisi, Panama ve Ekvator örneklerinde olduğu gibi, ülkenin ulusal parasını tamamen terk edip, yabancı bir para birimini resmi para birimi olarak kullanması şekli olan tam dolarizasyondur (full dolarization). Kendi parası yerine değeri daha istikrarlı, oynaklığı düşük olan yabancı bir parayı benimseyen ülkenin, para krizleriyle karşılaşmayacağı, ülkede parasal uyumsuzlukların olmayacağı beklentisi vardır (Berg ve Borensztein, 2000).

Bir ülkedeki yerleşiklerin yüksek enflasyon nedeniyle yerel parada ortaya çıkan değer kaybından korunmak amacıyla, yerel para cinsinden finansal varlıklar yerine, yabancı para cinsinden finansal varlıkları seçmeye başlaması da kısmi dolarizasyondur (partial dollarization) (Serdengeçti, 2005). Bu dolarizasyon türüne Arjantin, Peru, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde daha çok rastlanmaktadır.

Genelde dolarizasyonun ilk aşamasının varlık dolarizasyonu (asset dollarization), son aşamasının da para ikamesi olduğu bilinir. Calvo ve Vegh (1992)'e göre para ikamesi; yabancı paranın yerel para yerine değişim aracı olma fonksiyonu üstlenmesi iken; dolarizasyon, yerel paranın hesap birimi olma ve değer saklama fonksiyonlarının yabancı para tarafından ele geçirilmesidir. Bu da para ikamesinin dolarizasyonun son aşaması olduğunu gösterir.

Varlık dolarizasyonunun yabancı para cinsinden varlıkların değer biriktirme aracı olarak kullanılması olduğu düşünülür ve yabancı para cinsinden mevduatların (DTH) toplam mevduatlar veya para arzına (M2, M2Y) oranının varlık dolarizasyon derecesinin en iyi göstergesi olduğu kabul edilir (Akıncı, Özer ve Usta, 2005). Bilanço uyumsuzluklarının önemli bir göstergesi olan yükümlülük dolarizasyonun ise, finansal kırılganlığı arttırdığı pek çok çalışmada dile getirilirken; 1994-95 Tekila krizi, 1997'de Asya krizleri ile başlayan ve yayılan üçüncü nesil krizlerde bu kırılganlıkların önemli yer tuttuğu söylenir (Galindo ve Liederman, 2005). Bilançolarının yükümlülük kısmı önemli ölçüde yabancı paraya dayalı olan firmalar, yerel paranın değer kaybetmesi sonucunda önemli ölçüde öz sermaye kaybına uğrarken, reel yatırımlar azalmakta ve ülke büyük oranda üretim kaybına uğramaktadır.

Bu çalışmanın amacı, Küresel Finansal Kriz ardından gelişmekte olan ülkelerdeki dolarizasyonun şiddetini birbirleri ve gelişmiş ülkeler ile mukayeseli bir şekilde ölçmek; 2008 yılına kadar gelişmekte olan ülkelerde yaşanan de-dolarizasyon sürecinin sürüp sürmediğini araştırmaktır.

LİTERATÜR

Literatürde geniş yer tutan dolarizasyon hakkındaki ilk çalışmalar 1970'li yıllarda gelişmiş ülkeler ile ilgili olmuştur. 1980'li yıllarda ise çoğunlukla para ikamesi başlığında yer alan çalışmalarda ulusal ve yabancı para getirilerine dair beklentilerin para ikamesindeki temel ölçüt olduğu düşünülmüş ve bu da çalışmaları gelişmekte olan ülkelere doğru kaydırmıştır. 1990'lı yıllardan itibaren Asya ve Latin ülkelerinde oluşan krizler ve dolarizasyon arasındaki ilişkiler çoğu çalışmaya konu edinilmiştir.

2000'li yıllar ile birlikte bu konu hakkında daha detaylı ve ayrıştırıcı çalışmalar yapılmıştır. Honohan ve Shi'nin (2001) çalışmaları bu konudaki kapsamlı çalışmalardandır. 58 tane gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmada 1990 – 2000 döneminde, toplam banka mevduatları içerisinde dolar bazlı

mevduatların oranının arttığı görülmüştür. Honohan, 2007 yılında tekrarladığı çalışmasında; 2001 yılından itibaren varlık dolarizasyonun bu ülkelerde arttığını, 2002 yılında en büyük artış hızına eriştiğini tespit etmiştir.

Dolarizasyon hakkında son yıllarda yapılan önemli birkaç çalışmalardan birisi, Reinhart ve diğerlerine (2014) aittir. "Addicted to Dollar" isimli çalışmada dolarizasyonun mali ve döviz kuru politikalarına olan etkisini incelemek amacıyla birleşik dolarizasyon endeksi oluşturulmuştur. Elde edilen sonuçlara göre; yüksek dolarizasyon oranları döviz kurunun enflasyona geçiş etkisini artırırken, yüksek dolarizasyon oranına sahip ülkeler için dalgalanma korkusunun daha büyük bir problem olduğunu teyit eden sonuçlar elde etmişlerdir.

Mecagni ve diğerleri (2015) çalışmalarında dolarizasyonu azaltma çabalarının son on yılda karmaşık sonuçlar verdiği sonucuna ulaşmışlardır. Dünyanın geri kalanına göre Afrika bölgesinde dolarizasyon daha yüksek orandadır. Her ne kadar bu bölgede Angola gibi başarılı bir de-dolarizasyon süreci geçirebilen ülkeler olsa da; Kongo Demokratik Cumhuriyeti gibi bazı örneklerde de hala 2000'li yıllardaki gibi yüksek dolarizasyon seviyeleri bulunmuştur. Enflasyonun ve nominal döviz kurunun dolarizasyonun ana nedenlerinden olduğu teyit edilmek ile birlikte, enflasyon riskinden korunmak için yabancı paraların kullanılmasının para ikamesinin ana sebeplerinden olduğu da teyit edilmiştir. Ayrıca siyasi belirsizlik, hammadde ihracatına olan güçlü bağımlılık ve finansal piyasaların sınırlı bir şekilde gelişmiş olması da, bu ülkelerdeki dolarizasyonu kamçılamaktadır. Ayrıca Mecagni ve diğerleri (2015), yabancı para cinsinden banka kredileri (mevduat) toplamının toplam banka kredilerine (mevduat) olan oranını kullanarak uluslararası kredi ve mevduat dolarizasyonu incelenmiştir. Meksika, Brezilya gibi bazı ülkelerde ciddi anlamda başarılı bir de-dolarizasyon stratejisi uygulanabilmişken; Avusturalya gibi bazı ülkelerde de tam tersi bir şekilde dolarizasyon artmıştır. Banka mevduatlarının dolarizasyonu incelendiğinde Türkiye'de de hızla artan bir dolarizasyon sürecinin yaşandığı gözlemlenmiştir.

Catão ve Terrones (2016), gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerindeki dolarizasyonu inceleyen çalışmalarında Küresel Finansal Krize kadar de-dolarizasyon trendi araştırmaya dahil 28 ülkede sürerken, bundan sonra tersine dönen bir süreç başlamıştır. Her ne kadar bazı ekonomiler hala "de-dolarizasyon" sürecini yaşasalar da, 2009 yılından itibaren dolarizasyon ve de özellikle finansal dolarizasyon ülke dinamiklerine ve bunların küresel faktörler ile olan uyumuna bağlı olarak artmıştır.

ÇALIŞMANIN KAPSAMI

Dolarizasyonun çoğunlukla gelişmekte olan ülkelerin bir problemi olması gerçeğinden hareketle çalışmaya öncelikle gelişmekte olan ülkeler, daha sonra da kıyaslama yapabilmek adına gelişmiş ülkeler dahil edilmiştir. Veri bulabilme kıstı altında örnekleme dahil olan gelişmekte olan ülkeler Brezilya, Meksika, Türkiye, Polonya, Tayland, Hindistan ve Çek Cumhuriyeti iken; kıyaslama yapabilmek adına örnekleme dahil edilebilen gelişmiş ülkeler ise Almanya, İngiltere, Danimarka, Fransa, İsviçre, İtalya, Japonya, Kanada, İsrail, Kore ve Singapur'dur[3]. Toplamda 18 ülke çalışma kapsamına alınmıştır.

SINIRLILIKLAR VE VERİ

Belirli bir zaman diliminde ülkeler arası bir karşılaştırma yapabilmek için, tutarlı olabilmek adına tek bir veri tabanı kullanılmaya çalışılmış; fakat bazı ülkelere ait verilere ulaşılamaması farklı veri tabanlarının kullanımını zorunlu kılmıştır. Mecagni ve diğerleri (2015), Kubo (2014), Reinhart ve diğerleri (2014) gibi çalışmalarda kullanılan değişkenlerin aynısı karşılaştırmaların anlamlı olabilmesi için kullanılmaya

[3] IMF sınıflandırmasına göre World Economic Outlook 2015 Raporunda gelişmiş ülke olarak Kanada, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Fransa, Almanya, İsrail, İtalya, Japonya, Singapur, Güney Kore, İsviçre ve İngiltere alınmıştır. Böylece 11 ülke gelişmiş ülke (developed) ve geriye kalan 7 ülke de gelişmekte olan ülke (emerging) kategorisinde alınmıştır.

çalışılsa da, özellikle DTH, dış borç, kamunun yabancı para cinsinden dış borcu hakkındaki verilerin elde edilmesinde sıkıntı yaşanmıştır. Dış borç verisi hakkında ise farklı tanımlamalar yapılmıştır. Bu da, doğal olarak, kullanılan veriye göre çıkan sonuçları değiştirmektedir. Bu sebeple kullanılan iki dış borç tanımına da yer verilmiş ve karşılaştırılmaları sunulmuştur.

Çalışmada asıl hedeflenen nokta gelişmekte olan ülkelerdeki birleşik dolarizasyon endeksinin karşılaştırılması iken, veri konusunda yaşanan sıkıntılar karşılaştırmanın yalnızca üç ülke ile sınırlandırmasına neden olmuştur.

Birleşik dolarizasyon endeksi (BDE) için gerekli olan verilerin hepsinin tüm ülkeler için bulunabilme güçlüğü nedeniyle, BDE üçe bölünerek analize devam edilmiştir. Birinci inceleme alanı olan varlık dolarizasyonu için net dış varlıkların para arzına oranı alınmıştır. İkincinde, yükümlülük dolarizasyonu için ise Reinhart ve diğerlerinin (2014) çalışmasında da kullanılan toplam dış borç stokunun gayri safi milli gelire oranı ve üçüncüsü de genel yönetim borç stokunun gayri safi yurt içi hasılaya oranı kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenler EK-2'de verilmiştir.

YÖNTEM VE MODEL YAKLAŞIMI

Dolarizasyonun farklı türleri olduğu gibi, toplam dış borcun gayri safi yurt içi hasılaya oranı; yabancı para cinsinden mevduatların toplam mevduatlara oranı; özel kesimin yabancı para cinsinden kredilerinin toplam kredilere oranı gibi farklı ölçme yöntemleri de vardır. Bu çalışmada Reinhart ve diğerlerinin (2014) çalışmalarında da kullandıkları, hem varlık hem de yükümlülük dolarizasyonunu içermesi açısından açıklayıcı ve kapsayıcı bir endeks olan birleşik dolarizasyon endeksi (composite dollarization index) kullanılmıştır. Endeks aşağıdaki gibi yazılabilir.[4]

$$\text{Birleşik Dolarizasyon Endeksi(BDE)} = \frac{\text{DTH}}{\text{M2}} + \frac{\text{Dış Borç Stoku}}{\text{GSMH}} + \frac{\text{YP Cinsinden İç Borç Stoku}}{\text{Toplam İç Borç Stoku}}$$

Eşitlikteki birinci oran, para arzı içerisindeki döviz cinsinden mevduatların oranını göstermektedir ve literatürde en yaygın biçimde kullanılan dolarizasyon ölçüsüdür. İkinci oran, tüm sektörlerin yabancı para cinsinden dış yükümlülüklerini kapsamaktadır. Üçüncü oran ise, kamu sektörünün yabancı para cinsinden iç yükümlülüğünü ifade etmektedir. Endeks, söz konusu oranların EK-1'de gösterildiği şekilde 10 değerine göre normalleştirilmesi ile oluşturulur. Ardından da ülkelerdeki dolarizasyon derecesi, endeks değerlerine göre sınıflandırılmıştır. Sonuç olarak ortaya çıkan bileşik endeks 0'dan 30'a kadar değerler alarak düşük, orta, yüksek ve çok yüksek olarak gruplandırılmaktadır.

Birleşik dolarizasyon endeksinin birinci kısmı varlık dolarizasyonu için net dış varlıkların para arzına M2'ye oranı alınmıştır. Bunun sebebi, Küresel Kriz sonrası döneme ilişkin döviz tevdiat hesabı verisine ulaşılamaması ve bu çalışmada kullanılan oranın aynı zamanda literatürde de varlık dolarizasyonunu temsil eder bir şekilde kullanılmasıdır.

Birleşik dolarizasyon endeksinin ikinci bileşeni ise toplam dış borç stokunun GSYH'ya (total external debt/GDP) oranıdır. Burada kullanılan veri tabanları ve veriler değişkenlik göstermektedir. Birinci veri toplam dış borç stokunun gayri safi milli gelire (total external debt/GNI) oranı iken; ikinci veri de genel yönetim borç stokunun gayri safi yurt içi hasılaya oranıdır[5]. Toplam dış borç stokunun gayri safi milli

[4]Reinhart vd. (2014) çalışmasında bahsi geçen endeksi şu şekilde açıklamaktadır:

$$\text{The composite index} = \frac{\text{bank deposits in foreign currency}}{\text{broad money,}} + \frac{\text{total external debt}}{\text{GNP}} + \frac{\text{domestic government debt denominated in (or linked to) a foreign currency}}{\text{total domestic government debt}}$$

[5] "Avrupa Birliği bünyesinde ekonomik ve parasal birliğe geçişin ön koşulu olan "Maastricht Kriterleri" çerçevesinde hesaplanmakta olan borç stoku verisidir… Böylece uluslararası standartlara uygun genel yönetim

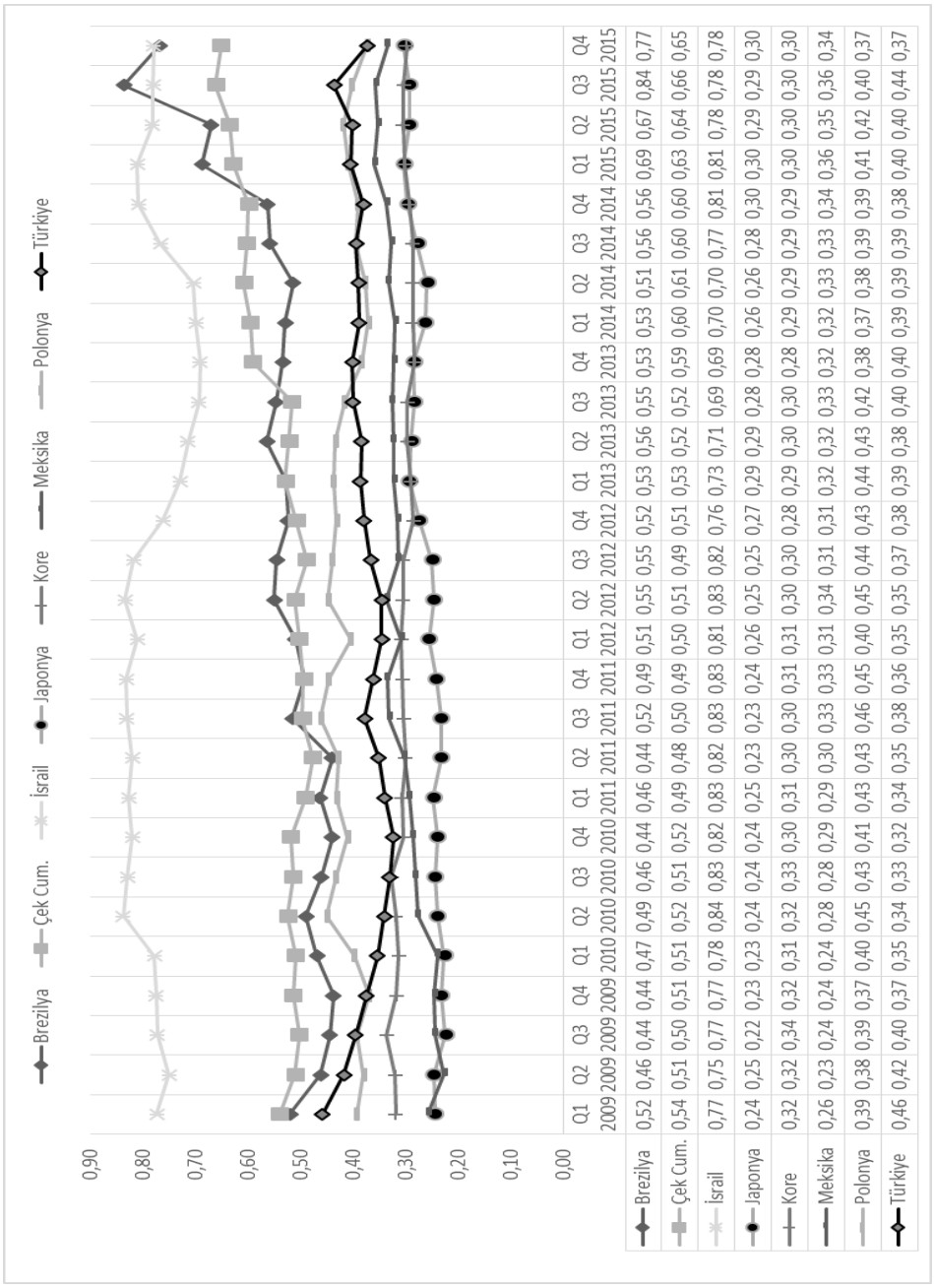
gelire oranı gelişmekte olan ülkeler arasında bir karşılaştırmayı mümkün kılarken; genel yönetim borç stokunun gayri safi yurt içi hasılaya oranı ise daha geniş çapta bir karşılaştırma imkanı sunmaktadır.

Birleşik dolarizasyon endeksinin üçüncü bileşeni ise toplam iç borç stokunun ne kadarının yabancı para cinsinden veya yabancı paraya endeksli olduğuna dairdir. Bu şekilde kamudaki dolarizasyon hakkında bir bilgi elde etmek hedeflenmektedir. Fakat bu konuda ülkeler arası bir karşılaştırma yapmayı mümkün kılacak veri bulmak konusunda sıkıntı yaşandığı için, konu hakkında aydınlatıcı olması adına merkezi yönetimin yabancı para cinsinden borçlarının gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı hakkında bilgi verilecektir.

AMPİRİK BULGULAR

Net dış varlıkların para arzına oranlanması sonucunda elde edilen dolarizasyon sonuçları Grafik 1'de gösterilmektedir. Grafik 1'den izlenebileceği gibi, en yüksek varlık dolarizasyonuna sahip olan ülke İsrail'dir. Ortalama olarak %78 olan dolarizasyon oranı, %84 ile 2010 ve 2011'de en yüksek oranlara ulaşmıştır. Brezilya ise ikinci sırada en yüksek varlık dolarizasyonu oranına sahip ülkedir. Ortalama olarak %54 olan bu değer, özellikle 2014'den itibaren artmış ve 2015 yılını %77 ile kapatmıştır. Aynı şekilde Çek Cumhuriyeti de yüksek oranda varlık dolarizasyonuna sahiptir; ortalama varlık dolarizasyonu %54 iken, 2013 yılından itibaren artan bu oran 2015 yılında %65'e ulaşmıştır. Kore'de çok istikrarlı bir seyir izleyen dolarizasyon endeksi, ortalama olarak %30'dur. Meksika'da %26'dan %34'e kadar çıkan varlık dolarizasyonu, ortalamada %31 ile Kore'ye benzerdir. Türkiye'de %46'dan %37'e inen varlık dolarizasyon oranı, ortalamada %38'dir. Türkiye'de 2010 yılında varlık dolarizasyonu %32'ye kadar inmiş olmasına rağmen, ilerleyen yıllarda tekrar %40'lara tırmanmıştır. Son olarak ise Japonya'da en yüksek %30'a çıkan varlık dolarizasyonu, ortalama olarak ise %26 olarak seyir etmiştir.
Grafik 1: Varlık dolarizasyonu

sektörü borç stoku verileri elde edilmektedir. Bu kapsamda, uluslararası karşılaştırılabilirliği olan söz konusu stok verileri, ülkeler hakkında teknik analizlere imkân sağlaması bakımından önem arz etmektedir." (https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Sik-Sorular-Listesi?nm=616 Erişim tarihi: 06.04.2017)



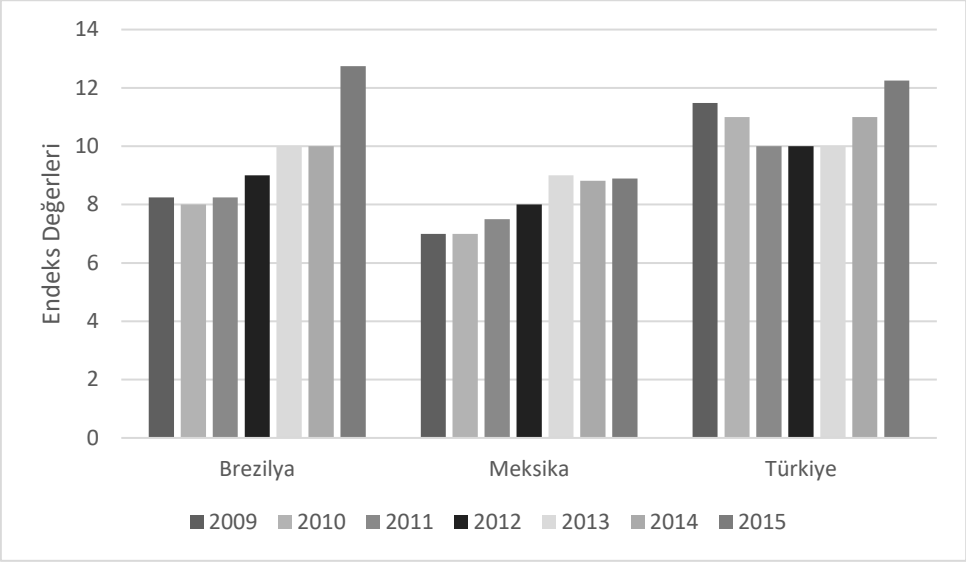
	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015
Brezilya	0,52	0,46	0,44	0,44	0,47	0,49	0,46	0,44	0,46	0,44	0,52	0,49	0,51	0,55	0,55	0,52	0,53	0,56	0,55	0,53	0,53	0,51	0,56	0,56	0,69	0,67	0,84	0,77
Çek Cum.	0,54	0,51	0,50	0,51	0,51	0,52	0,51	0,52	0,49	0,48	0,50	0,49	0,50	0,51	0,49	0,51	0,53	0,52	0,52	0,59	0,60	0,61	0,60	0,60	0,63	0,64	0,66	0,65
İsrail	0,77	0,75	0,77	0,77	0,78	0,84	0,83	0,82	0,83	0,82	0,83	0,83	0,81	0,83	0,82	0,76	0,73	0,71	0,69	0,69	0,70	0,70	0,77	0,81	0,81	0,78	0,78	0,78
Japonya	0,24	0,25	0,22	0,23	0,23	0,24	0,24	0,24	0,25	0,23	0,23	0,24	0,26	0,25	0,25	0,27	0,29	0,29	0,28	0,28	0,26	0,26	0,28	0,30	0,30	0,29	0,29	0,30
Kore	0,32	0,32	0,34	0,32	0,31	0,32	0,33	0,30	0,31	0,30	0,30	0,31	0,31	0,30	0,30	0,28	0,29	0,30	0,30	0,28	0,29	0,29	0,29	0,29	0,30	0,30	0,30	0,30
Meksika	0,26	0,23	0,24	0,24	0,24	0,28	0,28	0,29	0,29	0,30	0,33	0,33	0,31	0,34	0,31	0,31	0,32	0,32	0,33	0,32	0,32	0,33	0,33	0,34	0,36	0,35	0,36	0,34
Polonya	0,39	0,38	0,39	0,37	0,40	0,45	0,43	0,41	0,43	0,43	0,46	0,45	0,40	0,45	0,44	0,43	0,44	0,43	0,42	0,38	0,37	0,38	0,39	0,39	0,41	0,42	0,40	0,37
Türkiye	0,46	0,42	0,40	0,37	0,35	0,34	0,33	0,32	0,34	0,35	0,38	0,36	0,35	0,35	0,37	0,38	0,39	0,38	0,40	0,40	0,39	0,39	0,39	0,38	0,40	0,40	0,44	0,37

Birleşik dolarizasyon endeksi için normalleştirilmesi gereken diğer iki oran; yükümlülük dolarizasyonu olan toplam dış borç stokunun gayri safi milli gelire oranı ile kamu sektöründeki dolarizasyonu simgeleyen merkezi yönetimin yabancı para cinsinden borçlarının gayri safi yurt içi hasılaya oranıdır. Fakat bu alanda bulunan veri sayısı daha da azaldığı için makalenin özünü kaybetmemek adına bu bulgulara burada yer verilmemiştir. Bu iki dolarizasyon ile ilgili elde edilen bulgular EK-3'de sunulmaktadır.

Birleşik dolarizasyon endeksini hesaplayabilmek için üç farklı dolarizasyon oranının tek bir değerde normalleştirilmesi gerekmektedir. Elde edilen bulgular birleştirildiği zaman sadece Türkiye, Brezilya ve Meksika için birleşik dolarizasyon endeksini hesaplayacak verinin elde edildiği görülmektedir. Burada

birinci bileşen olan varlık dolarizasyonu için "net dış varlık/M2" alınmıştır. İkinci bileşen için ise "toplam dış borç/GSMH" alınırken, üçüncü bileşen için ise "merkezi yönetimin yabancı para cinsinden borçları/GSYH" olarak alınmıştır. Birleşik dolarizasyon endeksi, EK-1'de gösterildiği şekilde on değerine göre normalleştirilen değerlerin toplanması ile oluşturulur. Ardından da ülkelerdeki dolarizasyon derecesi, endeks değerlerine göre sınıflandırılır. Sonuç olarak ortaya çıkan bileşik endeks 0'dan 30'a kadar değerler almaktadır. Sonuçların detaylı endeks bilgileri EK-4'de detaylı bir şekilde sunulmakta iken, Grafik 2'de ise grafiksel gösterimi mevcuttur.

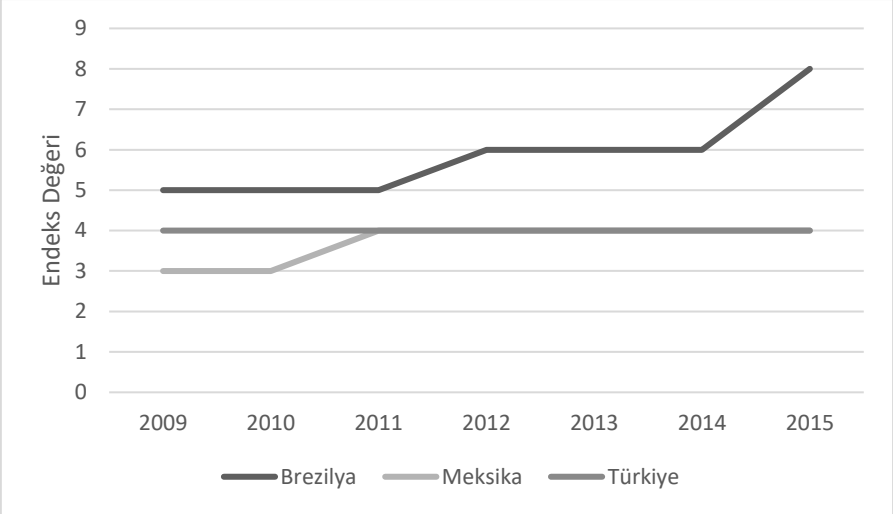
Grafik 2: Birleşik Dolarizasyon Endeksleri



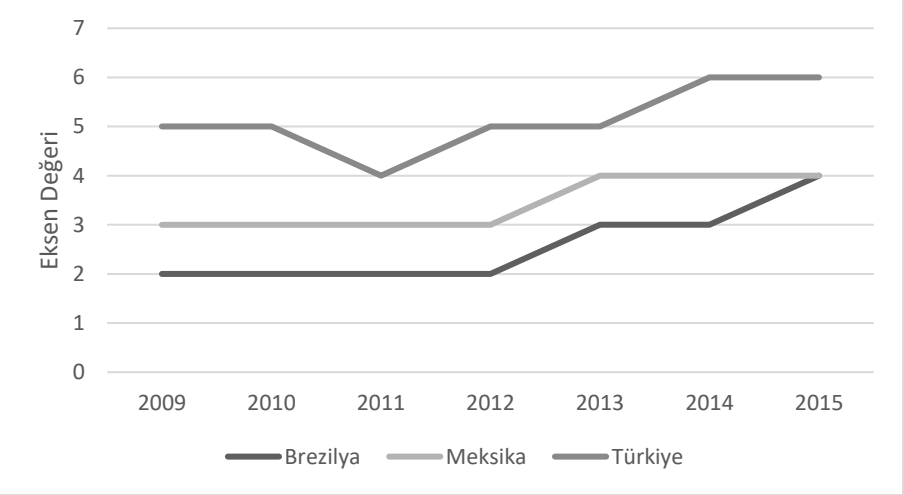
İlk olarak "Net dış varlık / M2" oranına bakıldığı zaman, en yüksek değerlerin Brezilya'da; "toplam dış borç stoku /GSMH" oranı için ise en yüksek değerlerin Türkiye'de ve son olarak ise "merkezi yönetimin yabancı para cinsinden borçları/GSYH" oranı için en yüksek değerlerin yine Türkiye'de olduğu görülecektir. Birleşik dolarizasyon endeksi için ise en yüksek değerlerin Türkiye'ye ait olduğu görülmektedir. Bulunan bu sonuçlara göre Türkiye'de dolarizasyon her zaman, yüksek olarak sınıflandırılan aralığa düşmektedir. 2011 yılında düşen bu endeks, 2013 yılından sonra artış göstermiştir. Buna karşın Brezilya, dolarizasyon derecesini 2009-2011 yılları arasında orta seviyede tutmayı başarmışken, özellikle artan varlık dolarizasyonu ile yüksek seviyede dolarizasyon sergileyen bir ülke konumuna gelmiştir. Meksika ise 2013 yılından sonra orta seviyede olan dolarizasyonunu, yüksek seviyeye çıkarmıştır. Buradaki artış ise toplam dış borç/GSMH oranından kaynaklanmaktadır.

2013 yılında, ABD'nin tahvil alımını kısmaya başlayacağını açıklaması ile olumsuz yönde etkilenen gelişmekte olan ülkelerdeki dolarizasyon seyri Grafik 3 ve Grafik 4'de varlık ve yükümlülük açısından ayrı ayrı gösterilmektedir. Türkiye'deki dış borcun GSMH'ya oranının özellikle 2011 yılından sonra arttığı da dikkat çekmektedir. Aynı şekilde Meksika ve Brezilya'da da 2011 yılından sonra ivme kazanan bir oran görülmektedir. Burada 2011 yılında ABD'nin artan bütçe açığı nedeni ile AAA olan kredi notunun Standard & Poor's tarafından durağandan negatife döndürülmesinin; 2008 yılında başlayan Küresel Finansal Krizi kontrol altına almak amacı ile yapılan operasyonlar neticesinde bozulan kamu maliyesinin de etkisi ile negatife dönen bir küresel ekonomik görünümün etkisi olduğu düşünülebilir. Kısacası toplam dış borç stokunun Türkiye'deki yüksek ve artan seyri dikkat çekici iken; varlık dolarizasyonun Brezilya'da özellikle 2015 yılı içerisinde artması da diğer bir önemli bulgudur.

Grafik 3: Net dış varlıklar / M2



Grafik 4: Toplam Dış borç stoku /GSMH



Reinhart ve diğerlerinin (2014) 1980 ile 2001 yılları arası için yaptığı çalışmada Brezilya BDE=5 ve Meksika BDE=7 endeks değeri ile orta dolarizasyon bölgesinde bulunmuşken, Türkiye BDE=13 endeks değeri ile yüksek dolarizasyon bölgesinde bulunmuştur.

Geçen zaman içerisinde Brezilya'da artan bir dolarizasyon süreci yaşanmıştır. Özellikle varlık dolarizasyonu konusunda artan bir baskı hissedilmekte iken, yabancı para cinsinden iç borç oranlarında nispeten daha az bir artış olmuştur. Bunun yanında özellikle dış borcun yabancı paraya olan bağımlılığının ise 2009 yılından 2015 yılına kadar olan süreçte kademeli bir şekilde arttığı gözlemlenmiştir; zira bahsi geçen 21 yıllık süreçte 4 olan endeks değeri 2009 yılına 2'ye kadar düşürülebilmiştir. 2015 yılı Brezilya için düşen büyüme oranları ve hatta yaşanan ekonomik küçülme, doğrudan yabancı yatırımların azalması, petrol fiyatlarının düşük seyretmesi neticesinde düşen ihracat oranları sebebi ile zor bir yıl olmuştur. Yatırım notunun düşürülmesi ile neticelenen bu tablonun, grafiklerden de görüleceği üzere hızla artan dolarizasyon oranlarını beraberinde getirdiği eklenmelidir.

Meksika için Reinhart ve diğerlerinin (2014) çalışmasında 2001 yılında birleşik dolarizasyon endeksi 7 olarak bulunmuştur. 2009 yılı için de BDE=7 olarak bulunmuş iken; 2015 yılına kadar olan zaman diliminde, aynı Brezilya'da olduğu gibi, Meksika'da da kademeli bir artış yaşanmıştır. Meksika

ekonomisinde kamu sektörü dolarizasyon endeksi açısından ciddi bir iyileşme yaşanırken, varlık ve yükümlülük dolarizasyonu açsısından ise bir kötüleşme yaşanmıştır. Fakat Brezilya ve Türkiye ile kıyaslandığında 2009 yılından 2015 yılına kadar olan zaman diliminde Meksika'da dolarizasyon daha az artış göstermiş ve hep en düşük birleşik dolarizasyon endeks değerlerini almıştır.

Türkiye baktığımızda ise 21 yıllık zaman dilimi ile kıyaslandığında bir iyileşme varmış gibi dursa da, hala yüksek dolarizasyon bölgesinde olması, sınırlı bir iyileşme olduğunun altını çizer. Bunun yanında Türkiye'de kısmi olarak yaşanan "de-dolarizasyonun", özellikle artan dış borç oranları ile bozulduğunu görmek mümkündür. Özetle incelenen bu üç gelişmekte olan ülke için dolarizasyon kategorilerinde önemli bir değişiklik olmadığı, 2009 yılından 2015 yılına doğru ise ekonomide yaşanan dolarizasyonun arttığı ve ülkelerin kendi iç dinamikleri ve ekonomik ortamları nedeni ile farklı boyutlarda etkilendiklerini söylemek mümkündür.

SONUÇLAR VE TARTIŞMA

Gelişmekte olan ülkelerde, Küresel Finansal Krizinin ardından dolarizasyonun hangi boyutlarda yaşandığının araştırıldığı bu çalışmada görülmüştür ki; 2008-2015 döneminde özellikle Türkiye ekonomisi artan yükümlülük dolarizasyonun etkisi ile artan bir dolarizasyon baskısı altındadır. Özellikle 2013 yılında FED'in politikalarının etkisi ile negatif etkilenen gelişmekte olan ülke piyasalarından olan Brezilya ve Meksika'da dolarizasyon kendini varlık ve yükümlülüklerdeki artan yabancı para baskısı ile hissettirmektedir. Çalışmadan elde edilen başka bir sonuç ise, küresel piyasalar ile bütünleşmenin kaçınılmaz bir sonucu olduğu düşünülen varlık dolarizasyonu açısından en çok baskı altında olan ekonominin İsrail ekonomisi olduğudur. Dış borcu işaret eden yükümlülük dolarizasyonu oranları, 2008-2015 döneminde Türkiye'nin ortalamada en çok baskı altında olan ekonomi olduğunu gösteriyor olsa da; Brezilya ve Meksika'nın dış borç oranlarının en hızlı artış gösteren ülkeler oldukları bulunmuştur. Japonya, uyguladığı maliye politikası ile yükümlülük dolarizasyonun başka bir göstergesi olan genel yönetimin toplam brüt borcu açısından diğer ülkeler ile kıyaslandığında yaklaşık iki kat daha borçludur.

Sonuç olarak 2008 yılına kadar küresel anlamda yaşanan de-dolarizasyon trendinin dünya ekonomileri üzerinde derin etkiler gösteren Küresel Finansal Krizini takip eden 2009 yılından itibaren tersine döndüğü; bu durumdan ise başta Türkiye olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin yüksek dolarizasyon bölgelerine giren endeks değerleri ile olumsuz bir şekilde etkilendikleri görülmüştür.

KAYNAKÇA

Agénor, P.-R. ve Khan, M.S. (1996). Foreign currency deposits and the demand for money in developing countries. *Journal of Development, 50,101-118.*

Akıncı, Ö., Özer, Y. ve Usta, B. (2005). Dolarizasyon endeksleri: Türkiye'deki dolarizasyon sürecine ilişkin göstergeler. *TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği*, 05/17.
Berg, A., ve Borensztein, E. (2000). The dollarization debate. Finance & Development, 37(1), 38-42.

Calvo, G. A. ve Vegh C. A. (1992). Currency substition in developing countries: an ıntroduction*, IMF Working Paper*, 92/40. International Monetary Fund, Washington, DC.

Catão, L. ve Terrones, M.E. (2016). Financial De-Dollarization: A Global Perspective and the Peruvian Experience. *IMF Working Paper,* 16/97. International Monetary Fund, Washington.

Galindo, A. J., ve Leiderman, L. (2005). Living with dollarization and the route to dedollarization. *Inter-American Development Bank Working Paper*, 669582.

Honohan, P. (2007). Dollarization and exchange rate fluctuations. *Policy Research Working Paper Series,* 4172, The World Bank, Washington, DC.

Honohan, P. ve Shi, A. (2001). Deposit dollarization and the financial sector in emerging economies. *Policy Research Working Paper Series*, 2748, The World Bank, Washington, DC.

International Monetary Fund. (1997). *Exchange rate arrangements and economic performance in developing countries, World Economic Outlook: October 1997*. Washington: International Monetary Fund.

Kubo, K. (2014). Deposit Dollarization in Myanmar. *IDE Discussion Paper*, 473, August 2014.

Mecagni, M., Corrales, J. S., Dridi, J., Garcia-Verdu, R., Imam, P., Matz,J., Macario,C., Maino,R., Mu,Y., Moheeput,A., Narita,F., Pani, M., Rosales,M., Weber,S., ve Yehoue,E. (2015). *Dollarization in Sub-Saharan Africa experience and lessons*. Washington, D.C. : International Monetary Fund.

Reinhart, C.M., Rogoff, K. S. ve Savastano, M. A. (2014). Addicted to Dollars. *Annals of Economics and Finance*, Society for AEF, 15(1), 1-50.

Sarı, İ. (2006). Impact of dollarization on exchange rate: the Turkish case between 1990 and 2004. Yüksek Lisans Tezi, University of Denver.

Serdengeçti, S. (2005). Dolarizasyon ve Ters Dolarizasyon. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.

Us, V., ve Özcan, K. ve (2006). Dolarizasyon sürecinde son gelişmeler: Türkiye ekonomisi örneği. TİSK Akademi, 1(2), 99-105.

EK 1 Birleşik dolarizasyon endeksi hesaplaması

Birleşik dolarizasyon endeksi hesaplaması

Oranlamadan Elde Edilen Değer*	Karşılık Gelen Endeks Değeri
$x_i = 0$	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
$0,9<x_i$	10

*x_i, BDE hesaplanırken elde edilen üç oran i=1,2,3

Birleşik dolarizasyon dereceleri

Dolarizasyon Derecesi	Birleşik Dolarizasyon Endeksi BDE
Çok yüksek	14-30
Yüksek	9-13
Orta	4-8
Düşük	0-3

EK 2 Kullanılan değişkenler ve veri tabanları

KULLANILAN DEĞİŞKENLER	**KULLANILAN VERİTABANI**
Gross PSD, Central Gov., all maturities, all instruments, foreign currency, nominal value, national currency	WORLD BANK QPSD
Gross domestic product, national, nominal	IMF IFS
M2, national	IMF IFS
Gross PSD, General gov., all maturities, debt securities, nominal value, % of GDP	WORLD BANK QPSD
Gross PSD, general gov., all maturities, debt securities, nominal value, national currency	WORLD BANK QPSD
Depository corporations survey, net foreign assets, claims on non-residents, national currency	IMF IFS
Other depository corporations survey, net foreign assets, claims on non-residents, national currency	IMF IFS
Currency composition of PPG debt, Euro (%)	WORLD BANK IDS
Currency composition of PPG debt, U.S. dollars (%)	WORLD BANK IDS
External debt stocks (% of GNI)	WORLD BANK IDS
General government debt % GDP	The Global Competitiveness Report 2011-2012; 2015–2016; 2016 -2017

Total external debt ranking, %GDP	T.C. Kalkınma Bakanlığı Uluslararası Ekonomik Göstergeler, 2010, 2012, 2013, 2014
General government debt total, % of GDP	OECD, National Accounts at a Glance
Bankaların zorunlu karşılığa tâbi döviz tevdiat hesaplarının dağılımı (Türkiye için)	TCMB EVDS
Türkiye brüt dış borç stoku	TCMB EVDS
Döviz cinsinden iç borçlanma	Hazine Müsteşarlığı
Toplam iç borçlanma	Hazine Müsteşarlığı

EK 3 Yükümlülük dolarizasyonu ve kamudaki dolarizasyon hakkında elde edilen bulgular

Toplam dış borç stoku (% GSMH)							
Ülke	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Brezilya	17,73	16,22	15,72	18,50	20,53	23,51	31,30
Hindistan	18,88	17,18	18,58	21,77	23,22	22,67	23,40
Malezya	60,34	54,19	49,81	64,02	60,40	60,17	66,31
Meksika	21,43	23,17	24,86	29,49	32,69	34,34	37,54
Tayland	29,72	32,64	30,33	35,22	34,62	35,37	35,16
Türkiye	45,94	41,47	39,74	43,05	47,78	50,70	56,15
Genel yönetim toplam brüt borcu (% GSYH)							
Ülke	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Almanya	72	81	78	80	77	75	71
Brezilya	65	63	61	62	60	63	74
Çek C.	34	38	40	45	45	43	41
Danimarka	40	43	46	45	45	45	46
Fransa	79	81	85	89	92	96	97
Hindistan	73	67	69	68	66	66	67
İngiltere	66	77	82	85	86	88	89
İsrail	74	71	69	68	67	67	65
İsviçre	47	46	46	47	46	46	46
İtalya	113	115	116	123	129	133	133
Japonya	210	216	232	238	244	249	248

Kanada	79	81	82	85	86	86	91
Kore	31	31	32	32	34	35	36
Meksika	44	42	43	43	46	50	54
Polonya	50	53	54	54	56	50	51
Singapur	100	97	101	105	102	98	98
Tayland	42	40	39	42	42	44	43
Türkiye	46	42	39	36	36	34	33
Merkezi yönetimin yabancı para cinsinden borçları (%GSYH)							
Ülke	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Çek C.	5	6	6	7	8	6	5
Brezilya	2	2	2	1	1	2	2
Kanada	1	1	1	1	1	1	2
Fransa	..	0	0	0	0	0	0
İtalya	0	0	0	0	0	0	0
İsrail	14	12	12	11	9	10	9
Meksika	5	5	6	6	6	7	8
Türkiye	13	11	11	9	10	10	10

EK 4 Türkiye, Meksika ve Brezilya için birleşik dolarizasyon endeksi hesapları

Değişken	Ülke	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Net dış varlıklar / M2	Brezilya	5	5	5	6	6	6	8
	Meksika	3	3	4	4	4	4	4
	Türkiye	4	4	4	4	4	4	4
Toplam Dış borç stoku /GSMH	Brezilya	2	2	2	2	3	3	4
	Meksika	3	3	3	3	4	4	4
	Türkiye	5	5	4	5	5	6	6
Merkezi yönetimin yabancı para cinsinden borçları /GSYH	Brezilya	1	1	1	1	1	1	1
	Meksika	1	1	1	1	1	1	1
	Türkiye	2	2	2	1	1	1	2
Birleşik Dolarizasyon Endeksi	Brezilya	8	8	8	9	10	10	13
	Meksika	7	7	8	8	9	9	9
	Türkiye	11	11	10	10	10	11	12