BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI FİNANS VE BANKACILIK ANABİLİM DALI
BANKACILIK VE FİNANS TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

DOLARİZASYON ve KREDİ TEMERRÜT TAKASI İLİŞKİSİ (CDS) : TÜRKİYE ÖRNEĞİ

HAZIRLAYAN

İSA TONGA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TEZ DANIŞMANI

PROF. DR. ŞENOL BABUŞCU

ANKARA – 2024

BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZ ÇALIŞMASI ORİJİNALLİK RAPORU

Tarih: 05/07/2024

Öğrencinin Adı Soyadı: İsa TONGA

Öğrencinin Numarası: 22210151

Anabilim Dalı: Uluslararası Finans ve Bankacılık Anabilim Dalı

Programı: Bankacılık ve Finans Tezli Yüksek Lisans Programı

Danışmanın Unvanı Adı Soyadı: Prof. Dr. Şenol Babuşcu

Tez Başlığı: Dolarizasyon ve Kredi Temerrüt Takası İlişkisi (CDS) : Türkiye Örneği

Yukarıda başlığı belirtilen Yüksek Lisans tez çalışmamın; Giriş, Ana Bölümler ve Sonuç Bölümünden oluşan, toplam 71 sayfalık kısmına ilişkin, 05/07/2024 tarihinde tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 9'dur. Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç
2. Alıntılar hariç
3. Beş (5) kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

"Başkent Üniversitesi Enstitüleri Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Usul ve Esaslarını" inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Öğrenci İmzası:

ONAY

Tarih: 05/07/2024

Öğrenci Danışmanı Unvan Ad Soyad İmza:

Prof. Dr. Şenol Babuşcu

ÖZET

İsa TONGA, Dolarizasyon ve Kredi Temerrüt Takası İlişkisi (CDS) : Türkiye Örneği, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bankacılık ve Finans Tezli Yüksek Lisans Programı, 2024

Dolarizasyon, bir ülkenin yerel para birimi yerine yabancı bir para biriminin kullanılmasıdır ve genellikle ekonomik belirsizlikler, yüksek enflasyon ve yerel para birimine duyulan güvensizlik gibi faktörlerden kaynaklanır. Kredi Temerrüt Takası (CDS) ise bir borçlunun temerrüde düşme riskine karşı yatırımcıları koruyan finansal araçlardır. Bu tez, Türkiye'deki dolarizasyonun Kredi Temerrüt Takası (CDS) primleri üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Çalışmada dolarizasyonun tanımı, türleri (tam dolarizasyon, kısmi dolarizasyon, para ikamesi, mevduat dolarizasyonu, borç dolarizasyonu, varlık dolarizasyonu, finansal dolarizasyon, ters dolarizasyon) ve nedenleri (enflasyon, dolarizasyon histerisi, temel günah, ekonomik belirsizlik ve ekonomi politikalarına olan güvensizlik) ayrıntılı olarak ele alınmış, dolarizasyonun olumlu ve olumsuz yönleri ile ölçüm yöntemleri tartışılmıştır. Türkiye'deki dolarizasyonun tarihsel süreci de kapsamlı bir şekilde ele alınmıştır. Ayrıca CDS'in tanımı, işleyişi, kullanım amaçları ve Türkiye'nin CDS primleri hakkında bilgi verilmiştir. Ampirik analizde, Türkiye'deki dolarizasyon ve CDS primleri arasındaki ilişkiyi belirlemek için çeşitli ekonometrik yöntemler kullanılmıştır. Araştırmanın veri seti, Türkiye'nin CDS primleri ve mevduat ve kredi dolarizasyon seviyelerini içermektedir. Öncelikle verilerin durağan olup olmadığını test etmek için Augmented Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi uygulanmıştır. Ardından veriler arasında uzun dönemli ilişkileri belirlemek için Johansen Eşbütünleşme Testi kullanılmıştır. Dolarizasyonun CDS primleri üzerindeki etkisini belirlemek için regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonuçları, dolarizasyonun Türkiye'deki CDS primleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu bulgular, dolarizasyonun finansal istikrarı olumsuz etkilediğini ve ülke risk primlerinin artmasına neden olduğunu ortaya koymaktadır.

Anahtar Sözcükler: Dolarizasyon, Kredi Temerrüt Takası, CDS, Türkiye

ABSTRACT

İsa TONGA, Dollarization and Credit Default Swap Relationship (CDS): The Case of Turkey, Başkent University, Institute of Social Sciences, Master's Program in Banking and Finance with Thesis , 2024

Dollarization is the use of a foreign currency instead of a country's local currency, typically arising from factors such as economic uncertainties, high inflation, and distrust in the local currency. Credit Default Swaps (CDS) are financial instruments that protect investors against the risk of a borrower defaulting. This thesis investigates the impact of dollarization on Credit Default Swap (CDS) premiums in Turkey. The study thoroughly examines the definition of dollarization, its types (full dollarization, partial dollarization, currency substitution, deposit dollarization, debt dollarization, asset dollarization, financial dollarization, reverse dollarization), and its causes (inflation, dollarization hysteresis, original sin, economic uncertainty, and distrust in economic policies). The positive and negative aspects of dollarization and its measurement methods are also discussed. The historical process of dollarization in Turkey is comprehensively reviewed. Additionally, information on the definition, functioning, and uses of CDS, as well as Turkey's CDS premiums, is provided. In the empirical analysis, various econometric methods were used to determine the relationship between dollarization and CDS premiums in Turkey. The dataset includes Turkey's CDS premiums and deposit and loan dollarization levels. First, the Augmented Dickey-Fuller (ADF) Unit Root Test was applied to test the stationarity of the data. Then, the Johansen Cointegration Test was used to identify long-term relationships between the variables. Finally, regression analysis was conducted to determine the impact of dollarization on CDS premiums. The analysis results show that dollarization has a significant impact on CDS premiums in Turkey. These findings indicate that dollarization negatively affects financial stability and increases the country's risk premiums.

Keywords: Dollarization, Credit Default Swap, CDS, Turkey

İÇİNDEKİLER

ÖZET i

ABSTRACT ii

TABLOLAR LİSTESİ v

ŞEKİLLER LİSTESİ vi

KISALTMALAR LİSTESİ vii

GİRİŞ 1

1. BÖLÜM: DOLARİZASYON 2

1.1. Dolarizasyon Tanımı ve Türleri 2

1.1.1. Tam dolarizasyon 3

1.1.2. Kısmi dolarizasyon 4

1.1.2.1. Para ikamesi 5

1.1.2.2. Mevduat dolarizasyonu 6

1.1.2.3. Borç dolarizasyonu 6

1.1.2.4. Varlık dolarizasyonu 7

1.1.2.5. Finansal dolarizasyon 8

1.1.3. Ters dolarizasyon 9

1.2. Dolarizasyonun Nedenleri 10

1.2.1. Enflasyon 11

1.2.2. Dolarizasyon histerisi 12

1.2.3. Temel günah 13

1.2.4. Ekonomide belirsizlik ve ekonomi politikalarına olan güvensizlik 14

1.3. Dolarizasyonun Olumlu ve Olumsuz Yönleri 16

1.3.1. Dolarizasyonun olumlu yönleri 16

1.3.2. Dolarizasyonun olumsuz yönleri 17

1.4. Dolarizasyonun Ölçüm Yöntemleri 20

1.5. Dünyada Dolarizasyon 22

1.5.1. Gelişmiş ülkelerde dolarizasyon 23

1.5.2. Gelişmekte olan ülkelerde dolarizasyon 24

1.6. Türkiye'de Dolarizasyonun Tarihsel Seyri 24

2. BÖLÜM: KREDİ TEMERRÜT TAKASI (CDS - CREDIT DEFAULT SWAPS) 31

2.1. Kredi Temerrüt Takası'nın (CDS) Tanımı, İşleyişi ve Türleri..... 31
2.2. Kredi Temerrüt Takası'nın (CDS) Piyasasının Gelişimi ve Yapısı..... 33
2.2. Kredi Temerrüt Takası'nın (CDS) Kullanım Amaçları..... 34
2.3. Ülke Kredi Temerrüt Takası (CDS) Sözleşmeleri..... 35
2.4. Türkiye'de Kredi Temerrüt Takası (CDS)..... 37
2.5. Dolarizasyon ve Kredi Temerrüt Takası Arasındaki Beklenen İlişki..... 39
3. BÖLÜM: DOLARİZASYON VE KREDİ TEMERRÜT TAKASI'NA İLİŞKİN LİTERATÜR..... 41
3.1. Dolarizasyon Üzerine Çalışmalar..... 41
3.2. CDS Üzerine Çalışmalar..... 49
3.3. Dolarizasyon ve CDS'in Birlikte Yer Aldığı Çalışmalar..... 53
4. BÖLÜM: DOLARİZASYONUN KREDİ TEMERRÜT TAKASI (CDS) ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI..... 55
4.1. Araştırmanın Amacı..... 55
4.2. Veri Seti..... 56
4.3. Yöntem..... 57
4.3.1. Durağanlık ve birim kök testi..... 57
4.3.2. Eşbütünleşme analizi..... 58
4.3.3. Regresyon analizi..... 60
4.4. Analiz Bulguları..... 60
4.4.1. Durağanlığın tespiti..... 62
4.4.2. Johansen Eşbütünleşme Testi..... 63
4.4.3. Regresyon analizi..... 65
5. BÖLÜM: GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ..... 70
KAYNAKLAR..... 72

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa

Tablo 2.1. Seçili Ülkelerin CDS Primleri 38
Tablo 4.1. Analizde Kullanılan Değişkenler 56
Tablo 4.2. Verilere Ait Özet İstatistikler 60
Tablo 4.3. ADF Birim Kök Test Sonuçları 62
Tablo 4.4. Serilerin ADF Durağanlık Düzeyleri 62
Tablo 4.5. Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi 64
Tablo 4.6. Johansen Eşbütünleşme Analizi 64
Tablo 4.7. Modele İlişkin Tahmin Sonuçları 66
Tablo 4.8. Chow Testi Sonuçları 67
Tablo 4.9. Kukla Değişken Eklenmiş Model Tahmin Sonuçları 69

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1.1. Dolarizasyonun Sebep ve Sonuçları 10
Şekil 1.2. Türkiye'de Mevduat Dolarizasyonu Seyri (1996-2023) 28
Şekil 1.3. Kur Korumalı Mevdatın Değişimi.....29
Şekil 1.4. 2000 Sonrası Amerikan Doları/Türk Lirası Döviz Kuru Seyri (2000-2024).....30
Şekil 2.1. CDS Sözleşmelerinin İşleyiş Süreci.....31
Şekil 2.2. Türkiye 5 Yıllık CDS Primi Grafiği..... 39
Şekil 4.1. Değişkenlerin Zaman İçindeki Değişimleri 61
Şekil 4.2. Durağanlaştırılmış Serilerin Grafikleri..... 62
Şekil 4.3. AR Karakteristik Polinomlarınının Ters Kökleri 65
Şekil 4.4. Yapısal Kırılmanın Sınanması İçin Gerçekleştirilen CUSUM ve CUSUMQ Test Grafikleri..... 68
Şekil 4.5. Kukla Değişken Eklenen Modelde CUSUM ve CUSUMQ Test Grafikleri..... 68

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Augmented Dickey-Fuller
AIC	Akaike Information Criterion
ARDL	Autoregressive Distributed Lag Bound
ASEAN	Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CDI	Kapsamlı Dolarizasyon Endeksi
CDS	Kredi Temerrüt Takası
CUSUM	Cumulative Sum
CUSUMQ	CUSUM of Squares Test
DB	Dünya Bankası
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
DTH	Döviz tevdiat hesapları
EKK	En Küçük Kareler Yöntemi
EMU	Avrupa Parasal Birliği
FED	Amerikan Merkez Bankası
FMOLS	Fully Modified Ordinary Least Squares
FPE	Final Prediction Error
FSHIN	Fourier SHIN Cointegration Test
GARCH	Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity
GMM	Generalized Method Of Moments
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
HAC	Heteroscedasticity and Autocorrelation Consistent
HQ	Hannah – Quinn Information Criterion
IMF	International Monetary Fund
IOSCO	Standart Kuzey Amerika CDS Sözleşme Şartnamesi
ISDA	Uluslararası Swap ve Türev Ürünler Birliği
KKM	Kur Korumalı Mevduat
LIBOR	London Interbank Offered Rate
OLS	Ordinary Least Squares
M1	Para Arzı

M2	Geniş Para Arzı
MS VAR	Markov-Switching Vector Autoregressive
ROLS	Robust Sıradan En Küçük Kareler
SC	Schwarz
SIC	Schwartz Information Criterion
SVAR	Structural Vector Autoregressions
T-Y	Toda-Yamamoto
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
TL	Türk Lirası
USD	United States Dollar
VAR	Vektör Otoregresyon Analizi
VECM	Vektör Hata Düzeltme Modeli
YP	Yabancı Para

GİRİŞ

Dolarizasyon, bir ülkenin yerel para birimine olan talebin azalması ve bunun yerine dış ticarette yaygın olarak kullanılan bir yabancı para birimine olan talebin artması olarak tanımlanabilir. Bu durum, ekonomik faktörlerin, politika belirsizliğinin veya finansal krizlerin etkisiyle ortaya çıkabilir. Dolarizasyonun türleri arasında tam, kısmi, para ikamesi, varlık, borç, kredi, finansal ve reel dolarizasyon gibi çeşitli kategoriler bulunmaktadır.

Dolarizasyonun nedenleri arasında risk yönetimi, enflasyon, mevduat sigortası, temel günah, kur politikası, faiz oranları, finansal gelişmişlik düzeyi, dolarizasyon histerisi, etik bozulma, ekonomi politikasına olan güvensizlik ve ekonomik açıklık düzeyi gibi faktörler bulunmaktadır. Dolarizasyonun ekonomik ve finansal etkileri de önemlidir ve döviz kuru ile ilişkilidir. Dolarizasyonun avantajları ve dezavantajları arasında ekonomik istikrarın sağlanması, dış ticaretin kolaylaştırılması ve para birimi riskinin artması gibi faktörler bulunmaktadır.

Kredi Temerrüt Takası (CDS) ise, bir borçlunun ödeme yapma kabiliyetinin azaldığı durumlarda yatırımcıların riskini azaltmak için kullanılan bir finansal enstrümandır. CDS'in tanımı, işleyişi ve temel kavramlarının anlaşılması, CDS piyasasının gelişimi ve yapısı ile finansal sistemdeki rolü ve önemi de bu çalışmanın kapsamındadır.

Bu tez, dolarizasyon ile Kredi Temerrüt Takası (CDS) primleri arasındaki ilişkiyi Türkiye örneği üzerinden incelemeyi amaçlamaktadır. Bu kapsamda, dolarizasyonun CDS primleri üzerindeki etkisini anlamak için teorik temelleri ve Türkiye'deki uygulamaları incelenecektir.

1. BÖLÜM: DOLARİZASYON

1.1. Dolarizasyon Tanımı ve Türleri

Dolarizasyon, bir ülkede yerel para biriminin yerine veya ona ek olarak, sıklıkla ABD doları gibi yabancı bir para biriminin kullanılması ve benimsenmesi anlamına gelmektedir. Bu tür durumlarda, bu ülkelerin sakinleri, parasal varlıklarını ve işlemlerini daha istikrarlı bir yabancı para birimi olan ABD doları gibi bir para biriminde tutmayı tercih edebilirler, böylece birikimlerinin değerini korurlar. Bu, özellikle birikim ve yatırımlar da dahil olmak üzere günlük işlemler için yabancı para biriminin, özellikle doların, yaygın olarak kabul edildiği ve kullanıldığı gayri resmi bir dolarizasyona yol açabilmektedir (Yılmaz, 2005).

Dolarizasyon terimi, aslında ekonomik aktörlerin yabancı bir para birimini tercih etmesini ifade ederken, bu tercihin ABD doları olması zorunlu değildir. Diğer yabancı para birimleri de tercih edilebilir. Ancak, genellikle ABD doları tercih edildiği için bu durumun adı "dolarizasyon" olarak anılmaktadır. Öte yandan, para birliği kavramı, birbirleriyle yakın iktisadi ilişkileri olan ülkelerin ulusal paralarını terk ederek ortak bir para birimi ve merkez bankasına geçmelerini ifade etmektedir. Bu durumda, ülkeler kendi ulusal paralarını bırakıp ortak bir para birimini kullanmaktadır. Avrupa Birliği üye ülkelerinin Euro'yu tercih etmeleri, para birliği uygulamalarına örnek olarak gösterilebilir. Bu nedenle, para birliği ve dolarizasyon kavramları birbirinden farklıdır. Para birliği, ortak bir para birimini ve merkez bankasını içerirken, dolarizasyon ise ekonomik aktörlerin yabancı bir para birimini tercih etmesini ifade etmektedir (Yeyati, 2003).

1970'li ve 1980'li yıllarda dünya genelinde yaygın bir eğilim haline gelen finansal liberalleşme ile finansal piyasaların ve kurumların daha az düzenlenmesi veya serbestleştirilmesi söz konusu olmuştur. Bu dönemde, sermaye hareketlerinde ve finansal ürünlerin çeşitliliğinde belirgin bir artış yaşanmıştır. Ancak, bu liberalleşme politikalarının sonuçları, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, bazı olumsuz etkileri de beraberinde getirmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal liberalleşmenin sonuçlarından biri, dış şoklara karşı artan duyarlılıktır. Çünkü sermaye serbestisi ve sermaye hareketlerinin artması, bu ülkelerdeki ekonomilerin dış etkilere daha açık hale gelmesine yol açmıştır. Bu durumun

en kritik sonuçlarından biri ulusal paraların değerinin dış etkenlere karşı daha kırılgan olması ve dalgalanmaların artması olmuştur. Bununla birlikte enflasyonist baskılar, politik belirsizlikler ve diğer ekonomik sorunlar nedeniyle ulusal para birimlerinin değer kaybetmesi, yerel ekonomik birimlerin alternatif olarak daha istikrarlı ve konvertibl diğer ülke paralarına yönelmelerine neden olmaktadır.

1.1.1. Tam dolarizasyon

Bir ülkenin kendi yerel para biriminden tamamen vazgeçip yerine resmi olarak yabancı bir para birimini benimsediği olguya "Tam Dolarizasyon" denmektedir. Bu durumda, yerel para biriminin kullanımı sınırlı kalmakta veya tamamen ortadan kalkmaktadır ve yabancı para birimi tüm ticari ve finansal işlemlerde kullanılmaktadır. Tam dolarizasyon durumunda ülkenin para politikası bağımsızlığı önemli ölçüde azalmaktadır. Çünkü artık ülke kendi para birimi üzerinde kontrol sahibi değildir ve para arzını, faiz oranlarını veya döviz kuru politikalarını belirleme yetkisi büyük ölçüde kaybolmaktadır. Bunun yerine, dışarıdan gelen etkilere daha fazla açık hale gelir ve yabancı merkez bankalarının politikalarından doğrudan etkilenir (Yeyati vd, 2010).

Tam dolarizasyon genellikle ekonomik istikrarı sağlama, enflasyonu kontrol altında tutma ve yatırımcı güvenini artırma gibi amaçlarla gerçekleştirilir. Ancak, bu durumun bazı dezavantajları da vardır. Örneğin, ülkenin ekonomik şoklara karşı direnci azalabilir ve iç politika yapma esnekliği sınırlanabilir. Ayrıca, dolarizasyonun etkileri uzun vadede ekonomik yapıya ve gelir dağılımına da yansıyabilir. Tam dolarizasyon kararı alınmadan önce dikkatlice değerlendirilmesi gereken birçok faktör vardır ve bu süreç genellikle büyük bir ekonomik ve siyasi değişikliği içermektedir. Bu nedenle, tam dolarizasyon bir ülkenin ekonomik ve politik durumuna göre tartışılması gereken karmaşık bir konudur. Amerikan Samoası, Andorra, Doğu Timor, Ekvador, El Salvador, Kiribati, Kosova, Marshall Adaları, Karadağ, Panama, San Marino, Tuvalu tam dolarizasyon yaşanan ülkelerin bazılarıdır (Cambazoğlu, 2019).

1.1.2. Kısmi dolarizasyon

Kısmi dolarizasyon veya gayri resmi dolarizasyon, bir ülkenin yerel para birimini kullanmaya devam etmesine rağmen, ödemeler ve işlemlerde yabancı para biriminin yaygın olarak kullanıldığı durumu ifade etmetkedir. Bu durumda, yerel para birimi resmi olarak kabul edilirken, dolar veya başka bir yabancı para birimi günlük işlemlerde ve bazı finansal işlemlerde tercih edilen veya kabul edilen bir alternatif olarak kullanılmaktadır (Heysen, 2005). Genellikle yüksek enflasyon hikayesine sahip ve ekonomik anlamda dış dünya ile entegre ülkelerde sıkça görülmekte olan bir olgudur. Bu durumda, oyuncular yerel para biriminin değerindeki belirsizlik nedeniyle yabancı para birimini kısmen tercih etme eğilimindedirler. Yani yerli para ile yapabilecek işlemlerin bir kısmı yabancı para birimiyle gerçekleştirilmektedir (Castillo vd, 2006).

Kısmi dolarizasyon, bir ülkenin ekonomisinde yerel para biriminin hala önemli bir rol oynadığı ancak yabancı para biriminin de yaygın olarak kabul gördüğü bir ortamı göstermektedir. Bu durum, genellikle ülkenin döviz kuru istikrarının düşük olduğu veya yerel para birimine olan güvenin zayıf olduğu durumlarda ortaya çıkmaktadır. Yerel para birimi genellikle günlük harcamalar ve düşük değerli işlemler için kullanılırken, yabancı para birimi genellikle büyük ölçekli işlemler, dış ticaret ve uluslararası finansal işlemler için tercih edilmektedir.

Gine, Endonezya, İzlanda, Hindistan, İsrail, Brezilya, Paraguay, Nijerya, Laos, Arnavutluk, Filipinler, Tayvan, Bangladeş, Kazakistan, Arjantin, Fiji, Malezya, Tayland, Kosta Rika, Azerbaycan, Kolombiya, Uruguay, Mısır, Tanzanya, Sri Lanka, Gürcistan, Peru, Uganda, Sudan, Honduras, Meksika, Jamaika, Yeni Zelanda, Kuveyt, Haiti, Singapur, Türkiye, Guatemala, Ermenistan, Kırgızistan, Özbekistan, Vietnam, Endonezya, Gana, Şili, Kenya gibi ülkelerde kısmi dolarizasyon yaşanmaktadır (Cambazoğlu, 2019).

Kısmi dolarizasyon, farklı kök nedenlere ve ülke spesifik koşullara dayalı olarak çeşitli varyasyonlarda kendini göstermektedir. Bu çeşitlilik, kısmi dolarizasyon kavramı için pek çok tanımlanabilir durumu beraberinde gerektirir (Serdengeçti, 2005).

Aşağıda kısmi dolarizasyonun belli başlı çeşitlerine yer verilmiştir.

1.1.2.1. Para ikamesi

Para ikamesi, bir ekonomide yerel para biriminin yerine genellikle dış ticarette yaygın olarak kullanılan bir yabancı para biriminin tercih edilmesi durumunu ifade etmektedir. Bu durumda, ekonomik aktörler, özellikle tüketiciler ve işletmeler, tasarruflarını ve finansal işlemlerini yerel para birimi yerine genellikle ABD doları veya başka bir yabancı para birimi cinsinden yapmaktadır. Para ikamesi genellikle ekonomik belirsizlikler, enflasyonist ortamlar veya döviz kuru dalgalanmaları gibi faktörler nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Özellikle döviz kuru istikrarsızlığı durumunda, ekonomik aktörler yerel para birimine olan güvenlerini kaybedebilir ve tasarruflarını veya işlemlerini döviz cinsinden yapmayı tercih edebilmektedir.

Para ikamesinin yaygınlaşmasıyla birlikte, yerel para biriminin değeri genellikle daha da zayıflayarak döviz kuru üzerindeki baskılar artmaktadır. Bu durum, para politikası araçlarının etkin kullanımını zorlaştırmakta ve ekonomik istikrarsızlığa neden olabilmektedir.

Para ikamesi kavramı, farklı açılardan ele alınarak çeşitli tanımlara konu olmuştur. Fashano-Filho (1986) yerel paranın temel fonksiyonlarının yabancı para birimi ile yerine getirilmesi olarak tanımlarken, Cuddington (1983), para ikamesini, aktörlerin yabancı para kullanımına yönelmesi olarak açıklar ve bu kavramın sermaye hareketlerinden farklı olduğunu vurgulamaktadır. Giovannini ve Turtelboom (1992), para ikamesini, yerel halkın yurt içinde yabancı para mevduatları tutması ve ülke içinde yabancı paranın dolaşıma girmesi olarak tanımlamaktadır.

Ortiz (1983) para ikamesini ulusal paranın yerine yabancı para kullanımıyla açıklarken, Serdengeçti'ye (2005) göre yabancı para birimlerinin ödeme ve hesaplama aracı olarak kullanılması anlamına gelmektedir. McKinnon (1996) ise para ikamesini doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki ana kategoriye ayırmaktadır. Doğrudan para ikamesi farklı ülkelerin paralarının birbirinin yerini alabilen ödeme araçları olarak ifade edilirken, dolaylı para ikamesi ise yerel halkın farklı para birimleriyle finansal varlıklarını değiştirmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Calvo ve Gramont (1992), ekonomik kötüleşme durumunda gelirlerin ve servetlerin korunması amacıyla yapılan bir strateji olarak para ikamesini tanımlamaktadır.

1.1.2.2. Mevduat dolarizasyonu

Mevduat dolarizasyonunu, bir ülkedeki yerel para birimine olan güvenin azalması veya ekonomik belirsizliklerin artması gibi nedenlerle halkın bankalardaki mevduatlarını yabancı para cinsinden, genellikle ABD doları olarak tercih etmesi durumudur. Bu tanım, mevduat dolarizasyonunu, yerel para birimine olan güvenin azalması veya enflasyon riskinin artması gibi faktörlerle ilişkilendirmektedir. Bu durumda, halkın bankalardaki mevduatlarını korumak veya döviz kuru riskinden kaçınmak amacıyla ABD doları cinsinden tutması yaygınlaşmaktadır (Broda ve Yeyati, 2006).

Arteta (2003) tarafından dolarizasyonun diğer yabancı para birimlerini de kapsayabileceği ve bu nedenle toplam yabancı para birimlerini kullanmanın daha isabetli sonuçlar verebileceği öne sürülmektedir. Yeyati ve Rey (2006) çalışmasında, dolarizasyonu ölçmek için kullanılan oranlar arasında, yabancı para mevduatın toplam mevduatlara oranı ve yabancı para mevduatlarının geniş para arzına oranı yer almaktadır.

1.1.2.3. Borç dolarizasyonu

Borç dolarizasyonu, bir ülkenin ekonomisindeki borçların güçlü bir yabancı para birimi cinsinden olması durumudur. Bu durum genellikle ülkelerin yabancı para cinsinden borçlanması veya yerel para birimlerine olan güvenin azalmasıyla ortaya çıkmaktadır. Borç dolarizasyonu, özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarı tehdit edebilir, çünkü yerel para birimlerindeki değer kaybı borçları artırarak ödemeleri zorlaştırabilmektedir.

Borç dolarizasyonunun oluşumunda öne çıkan kilit faktörler arasında, piyasa hataları, sermaye piyasalarının yeterince gelişememesi, belirlenen döviz kuru politikaları ve mevduat getirilerinin dalgalanması bulunmaktadır (Taşseven ve Çınar, 2015). Arteta'nın (2002) çalışmasında, özel sektörün döviz cinsinden kullandığı kredilerin özel sektörün toplam kredi hacmiyle oranı ve döviz cinsinden kullandığı kredilerin toplam varlıklara oranı gibi göstergeler borç dolarizasyonunu tanımlamak için kullanılmıştır.

1.1.2.4. Varlık dolarizasyonu

Dolarizasyonun ilk evresinin varlık dolarizasyonu olduğu kabul edilmektedir. Bu evrede, yabancı para cinsinden varlıkların biriktirme amacıyla kullanılması yaygın hale gelmektedir. Yüksek enflasyonun sürekli bir sorun haline gelmesi durumunda, dolarizasyon süreci para ikamesine dönüşebilmektedir (Serdengeçti, 2005).

Varlık dolarizasyonu, yabancı bir para biriminin, yerel paranın beklenen işlevlerinden herhangi birini veya tümünü yerine getirebildiği durumlarda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, yerel para biriminin değer saklama aracı olarak kullanımında yabancı para birimine olan talep artmakta ve dolarizasyon süreci yaşanmaktadır (Akıncı vd. 2005).

Varlık dolarizasyonu, hem yerel hem de yabancı kaynaklara ilişkin risk ve getiri faktörlerinden kaynaklanmaktadır. Tarih boyunca, gelişmekte olan birçok ülkede, döviz cinsinden varlıklar, makroekonomik risklere karşı bir tür sigorta sağlamıştır; bu riskler arasında fiyat istikrarsızlığı ve uzun vadeli ekonomik daralmalar bulunmaktadır. Hatta mevcut istikrarlı koşullarda bile, bölge sakinleri küçük bir enflasyon riski bile hissetseler, yabancı para cinsinden varlıklara yönelme eğiliminde olmuşlardır (Berg ve Borensztein, 2000).

Enflasyon ve savaş dönemlerinde yerel paranın değer kaybetmesi durumunda, yerel para biriminde tutulan varlıkların gerçek değerinin azaldığı gözlenmektedir. Bir ülkede yaşanan savaş, kriz veya yüksek enflasyon gibi sosyo-ekonomik faktörlerin etkisiyle ortaya çıkan belirsizlik ve güvensizlik ortamı, ekonomik birimleri varlıklarında meydana gelebilecek aşınmalara karşı tedbirli olmaya yöneltmektedir. Bu doğrultuda, ekonomik birimlerin, riskli gördükleri yerel varlıklar yerine yabancı varlıklara yönelmesi beklenmektedir. Varlık dolarizasyonu, yerel para birimiyle tutulan varlıklar ile yabancı para birimiyle tutulan varlıklar arasındaki getiri ve risk farklılıklarından kaynaklanan maliyetleri minimize etmeyi amaçlayan ekonomik birimlerin portföylerini çeşitlendirme isteğinin bir sonucudur (Nkurunziza, 2005).

Us ve Kıvılcım (2007) tarafından da vurgulandığı üzere, varlık dolarizasyonu temelde makroekonomik açıdan yanlış yönetim geçmişinin bir sonucudur ve ekonomide meydana

gelebilecek belirsizliklerin bir ifadesidir. Bu belirsizliklere karşı varlıkların değerinde oluşabilecek kayıplara karşı önlem alma amacıyla ortaya çıkmaktadır.

1.1.2.5. Finansal dolarizasyon

Finansal dolarizasyon, bir ekonomide varlıkların ve yükümlülüklerin genellikle yabancı para biriminden bulundurulması durumunu ifade etmektedir (Sarı, 2007). Bu durum, genellikle enflasyon gibi makroekonomik belirsizliklere tepki olarak ortaya çıkmaktadır (Rennhack ve Nozaki, 2006). Özellikle dış ticarete açık ekonomilerde, ulusal paranın değerindeki dalgalanma risklerinden korunma amacıyla finansal dolarizasyonun oluştuğu vurgulanmaktadır. Ancak, finansal dolarizasyonun kontrolsüz bir şekilde artması durumunda ekonomik dengesizliklere yol açabileceği ve parasal otoritelerin bu risklere karşı önlem alması gerektiği belirtilmektedir (Serdengeçti, 2005). Yüksek enflasyon gibi faktörlerle birlikte yaşanan belirsizlik ve güvensizlik ortamı, ekonomik birimleri yerel para cinsinden varlıklardan kaçınmaya teşvik ederken, yabancı para cinsinden varlıklara yönlenme eğilimini artırmaktadır (Nkurunziza, 2005). Bu eğilim, ekonomik birimlerin varlık ve yükümlülüklerinde yabancı para tercih etme eğilimine dönüşerek finansal dolarizasyonu oluşturmaktadır (Gençay, 2007).

Finansal dolarizasyonun ölçümünde, genellikle kredi ve mevduat dolarizasyonu göstergeleri kullanılmaktadır (Özkul, 2021). Kredi dolarizasyonu, ekonomik birimlerin yerel para yerine yabancı para cinsinden kredi kullanması anlamına gelmektedir. Benzer şekilde, mevduat dolarizasyonu, yerel para yerine yabancı para cinsinden açılan mevduat hesaplarının tercih edilmesini ifade etmektedir. Bu dolarizasyon türleri, genellikle ekonomik dengesizliklerden kaynaklanmaktadır ve bankacılık sektörünün etkisi altındadır (Çağlarırmak ve Kapkara, 2021).

Finansal dolarizasyon, ekonomik birimlerin bilançolarında hem varlık hem de yükümlülüklerde yabancı para tercih etme eğilimi sonucunda ortaya çıkan bir olgudur. Bu tercih, yerel para birimine olan güvenin zayıflığı veya ekonomik belirsizliklerin artması gibi faktörlerden kaynaklanabilir (Basso vd., 2011). Finansal dolarizasyonun belirleyicileri genellikle kredi ve mevduat dolarizasyonu üzerinde yoğunlaşsa da, varlık ve yükümlülük dolarizasyonu da dikkate alınmalıdır (De Nicolo vd., 2005). Bu nedenle, finansal

dolarizasyonun analizi için geniş kapsamlı bir yaklaşım benimsenmelidir (Corrales ve Imam, 2019).

1.1.3. Ters dolarizasyon

Ekonomik birimler, dolarizasyonu kontrol altına almak veya tersine çevirmek için çeşitli politikalar uygularlar (Togay, 1997). Ters dolarizasyon politikaları olarak adlandırılan bu uygulamalar, dolarizasyonun etkilerini en aza indirmeyi veya tersine çevirmeyi amaçlamaktadır. Güvenin sağlanması, makroekonomik istikrarın temin edilmesi, para ve maliye politikalarının sıkılaştırılması, enflasyonun düşürülmesi ve ekonomik birimlerin yerel para birimine olan güveninin artırılması, ters dolarizasyon politikalarının başarılı olabilmesi için önemli görülmektedir (Fernández-Arias, Levy-Yeyati, Moron, 2006).

Dolarizasyonun tersine dönmesi için tek başına makroekonomik istikrar yeterli değildir (Webb ve Armas, 2003). Bu sürecin etkili bir şekilde yönetilmesi için likidite yönetimi, mali politikalar ve etkili mali sektör denetimi gibi önlemler alınmalıdır (Kokenyne, Ley ve Veyrune, 2010). Ters dolarizasyonun başarısı, dalgalı kur rejimi ve enflasyon hedeflemesi gibi döviz kuru ve para politikalarının verimli bir biçimde uygulanmasıyla sağlanabilir (De la Torre ve Schmukler, 2004).

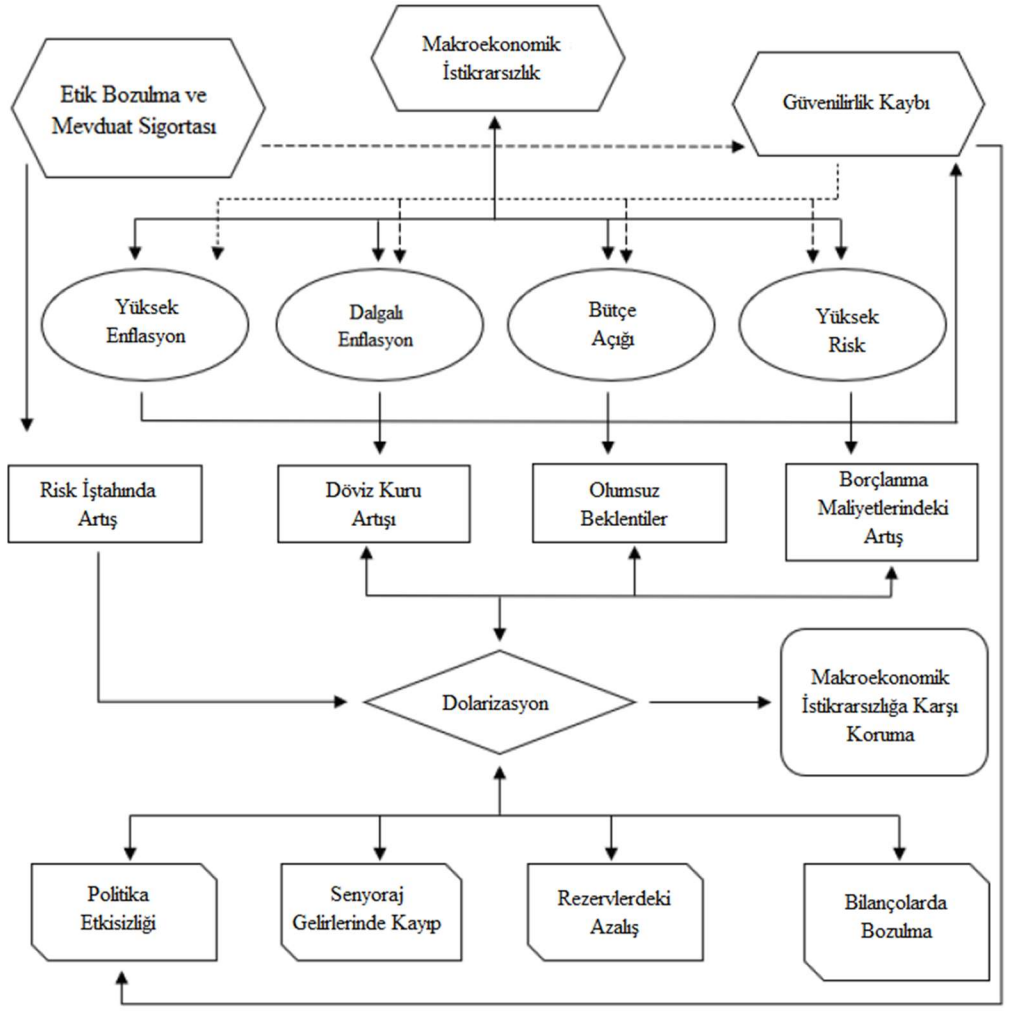
Ekonomi politikalarının başarılı uygulanmasına rağmen, ekonomik aktörlerin beklentileri nedeniyle enflasyon oranının düşmesi bile dolarizasyon eğiliminde bir değişiklik getirmeyebilir. Bu durum literatürde "Dolarizasyon Histerisi" olarak adlandırılmaktadır ve enflasyondaki azalmaya rağmen dolarizasyon düzeyinin sabit kalması olarak tanımlanmaktadır (Oomes, 2003).

Yeyati (2003) ise dolarizasyonun tersine çevrilmesi için "havuç ve sopa" stratejisini önermiştir. Ulusal paranın cazip hale gelmesi için yabancı para birimi cinsinden aracılık maliyetlerinin artırılmasının amaçlandığı bu stratejide, sermaye yeterlilik oranları, mevduat garantisi ve likit varlık tutma zorunluluğu gibi düzenlemelerle sopa stratejisi yürütülürken yerli para birimi cinsinden tasarruf ve borçlanmayı teşvik eden uygulamalarla havuç stratejisi hayata geçirilmektedir.

1.2. Dolarizasyonun Nedenleri

Dolarizasyonun ana besleyicileri, büyük ölçüde üç etkenden kaynaklanır: makroekonomik istikrarsızlık, etik bozulma ve itibar kaybı. Dolarizasyonun etkisi olarak, politika etkinliğinde azalma, senyöraj geliri kaybı, merkez bankası rezervlerinde düşüş ve bilanço sağlamlığında bozulma gibi olumsuz sonuçlar görülebilir. Şekil 1.1.'de gösterildiği gibi, dolarizasyona yol açan faktörlerin çoğu diğer faktörlerle de ilişkilidir ve dolarizasyonun ekonomik göstergeleri, dolarizasyona sebep olan etkenleri etkileyerek dolarizasyonu artırmaktadır (Eren vd, 2022).

Şekil 1.1. Dolarizasyonun Sebep ve Sonuçları



Kaynak: Eren vd, 2022

Literatürde dolarizasyon için çeşitli gerekçeler belirtilmiştir. Üzerinde konsensus sağlandığı görülen başlıca nedenler aşağıda sıralanmaktadır.

1.2.1. Enflasyon

Dolarizasyonun oluşumunda enflasyonun yüksek ve dalgalı seyri oldukça etkilidir. Yüksek enflasyon oranları ekonomik birimlerin yerel para birimine olan güvenini sarstığı gibi, alım gücünü de azaltmakta ve yerli para cinsi varlıkların değerini düşürmektedir. Bu durum, ekonomik birimlerin, satın alma gücü kaybına karşı korunma amacıyla yabancı para cinsinden finansal varlıklara yönelmesine yol açmaktadır (Thomas, 1985; Ize ve Levy-Yeyati, 1998).

Özellikle yüksek enflasyon deneyimi yaşamış ekonomilerde, belirsizlik ve gelecek beklentileri enflasyon endişelerini artırmaktadır. Feige (2003), yüksek ve sürekli enflasyonun, yerel paranın değer kaybına karşı rasyonel bir tepki olduğunu öne sürerken, Savastano (1996) ve Levy-Yeyati (2003), yüksek ve dalgalı enflasyonun dolarizasyonun temel sebeplerinden biri olduğunu savunmaktadır.

Enflasyonun yüksek olduğu ortamlarda, yerel paranın değer saklama işlevi zayıflar ve ekonomik birimler yerli para taleplerini azaltarak daha istikrarlı yabancı paralara yönelirler. Yabancı para mevduatının toplam mevduatlardaki payı ile geçmiş enflasyon oranı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Bu durum enflasyonun dolarizasyon üzerindeki etkisini vurgulamaktadır. Yüksek enflasyon ve fiyat oynaklığı, yerel para cinsinden varlıkların getirilerini belirsiz hale getirir ve ekonomik birimlerin yabancı para birimlerine yönelmesine neden olmaktadır.

Dolarizasyon, genellikle enflasyonu dizginleyemeyen para politikaları sonucunda ortaya çıkmaktadır. Döviz kuru kontrolünün sıkı bir şekilde uygulanması dolarizasyonu azaltabilmektedir. Ancak, dolarizasyonun tam olarak engellenmesi için döviz kurundaki dalgalanmaların tamamen ortadan kaldırılması gerekmektedir. Merkez bankalarının şeffaf ve tutarlı politikalar izlemesi, ekonomik birimlerin güvenini ve yerli para cinsinden varlıklara olan talebi artırabilir.

Ize ve Powell (2005), fiyat oynaklığının dolarizasyonun önemli bir etkeni olduğunu bulmuşlardır. Yüksek dolarizasyon, enflasyon sorununun çözülmesi halinde dahi devam edebilir (Rennhack ve Nozaki, 2006).

Enflasyon ve dolarizasyon arasındaki ilişki, zaman içinde değişebilir. Reel kurun istikrarının sağlanmaması, enflasyonun artmasına ve dolayısıyla dolarizasyonun daha da artmasına neden olabilir (Ize ve Levy-Yeyati, 1998). Kurdaki dalgalanmaların hızlı bir şekilde enflasyona yansıması, dolarizasyonun artmasına yol açmaktadır (Honohan ve Shi, 2001).

1.2.2. Dolarizasyon histerisi

Dolarizasyon olgusu üzerine yapılan araştırmaların hemen hepsi, dolarizasyonun ortaya çıkış nedenini ekonomik istikrarsızlıkla ilişkilendirmektedir. Genellikle, enflasyon gibi ekonomik istikrarsızlıkların arttığı dönemlerde dolarizasyon oranının yükseldiği, istikrarın sağlandığı dönemlerde ise bu oranın azaldığı öngörülmektedir. Ancak, 1990'lı yıllardan itibaren enflasyon oranlarının ve döviz kuru dalgalanmalarının azaldığı dönemlerde bile dolarizasyon oranlarının sabit kaldığı, hatta arttığı görülmektedir. Bu durum gelişmekte olan ülkeler için endişe verici bir durum olup, dolarizasyonun tersine döndürülüp döndürülemeyeceği tartışmalarını gündeme getirmiştir (Oomes, 2003).

Dolarizasyon histerisi olarak adlandırılan olgu, yüksek dolarizasyon sonrası ekonomik istikrarsızlıkların ortadan kalktığı durumlarda dahi dolarizasyon oranlarının düşmemesi şeklinde tanımlanmaktadır (Oomes, 2003). Literatürde bu olgunun açıklanması için çeşitli çalışmalar yapılmış ve farklı fikirler ortaya konmuştur. Oskooee ve Domaç (2002) ile Honohan (2007) gibi araştırmacılara göre, dolarizasyon histerisi, ekonomik birimlerin geçmiş ekonomik istikrarsızlıkları kolayca unutamamalarından kaynaklanan ulusal para cinsi varlıklara karşı güvensizlikten kaynaklanmaktadır.

İze ve Levy-Yeyati (2003) tarafından ortaya konulan portföy yaklaşımı modeline göre, dolarizasyonun nedenlerini açıklamak için enflasyon oynaklığının döviz kuru oynaklığından görece daha yüksek olduğu durumlarda dahi dolarizasyon histerisinin meydana gelebileceği ifade edilmiştir. Ayrıca, Feige (2003) kayıt dışı ekonomik faaliyetlerin dolarizasyona neden

olabileceğini belirtmiştir. Bu bağlamda, kayıt dışı ekonomik faaliyetlerin yoğun olduğu ekonomilerde dolarizasyonun histerik bir hal alabileceği öne sürülmüştür (Valev, 2010).

Makroekonomik istikrarın sağlanmasına ve enflasyon oranlarının düşmesine rağmen, bazı ekonomilerde dolarizasyon düzeyinin belirli bir seviyenin altına düşmediği gözlemlenmektedir (Rennhack ve Nozaki, 2006). Honohan ve Shi (2002) tarafından belirtildiği gibi, ekonomik birimlerin portföylerinde yabancı para tutmaya dayalı alışkanlığının sürmesi, dolarizasyonun ekonomik istikrarsızlıkların ortadan kalkmasına rağmen yüksek seviyelerde kalmasına yol açabilmektedir.

Düşük enflasyon ortamında dahi yüksek finansal dolarizasyonun devam etmesinin nedeni, yerli paraya ve para politikasına güvenin sağlanamamasıdır. Bu durum, ekonomik birimlerin geçmişte yaşadığı kötü deneyimlerin etkisinden kaynaklanmakta ve kurumlar açısından güven sağlayıcı önlemlerin zaman almasından etkilenmektedir (Fernandez-Arias vd., 2006). Bu bağlamda, ülkenin izlediği ekonomi politikalarına duyulan güvensizlik, dolarizasyonun yüksek seviyelerde kalmasına neden olabilmektedir (Ize ve Powell, 2005).

1.2.3. Temel günah

Gelişmekte olan ülkelerin, yerli para birimleriyle uluslararası piyasalardan uzun vadeli borçlanamaması ve yerli piyasalarda uzun vadeli ve sabit faizli borç ilişkileri kuramaması durumu, literatürde "orijinal günah" veya "temel günah" olarak adlandırılır (Eichengreen ve Hausmann, 1999). Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin dış finansmana erişimini kısıtlar ve genellikle yabancı para cinsinden borçlanmaya yönlendirir. Bu da ülkeleri dolarizasyon sürecine sokabilir (Eichengreen ve Hausmann, 1999).

Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, yapısal sorunlar sıkça gözlemlenir ve bu ekonomilerdeki aktörler genellikle borçlanma ihtiyacı içindedir. Ancak bu ülkeler uluslararası piyasalardan kendi para birimleriyle borç alamazlar ve yerel piyasalarda uzun vadeli ve sabit faizli borç ilişkileri kuramazlar (Hekim, 2008).

Bu sorunlar, para birimi uyumsuzluğu ve vade uyumsuzluğu şeklinde ortaya çıkmaktadır. Para birimi uyumsuzluğu, yerli para birimi cinsinden olan yatırımların yabancı para birimi ile finanse edilmesi durumunda meydana gelmektedir. Vade uyumsuzluğu ise

uzun vadeli yatırımların kısa vadeli kredilerle finanse edilmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Her iki uyumsuzluk durumu da finansal sistemde kırılganlığa ve risklere yol açmaktadır. Bu durum özellikle uzun vadeli borçlanma ihtiyacı duyan gelişmekte olan ülkeleri dolarizasyon sürecine itebilmektedir. Döviz cinsinden kredi almak, lokal pazarı döviz kuru dalgalanmaları konusunda savunmasız duruma getirerek yerel para biriminin güç kaybetmesi durumunda borç maliyetini yükseltmektedir (Eichengreen ve Hausmann, 1999).

Bordo ve diğerleri (2003), temel günah sorununu geçmişe dönük bir bakış açısıyla ele alarak, güçlü mali kurumların, kredi politikası rejiminin ve gelişmiş finansal piyasaların orijinal günahı aşmada yeterli olmadığını belirtmiştir. Finansal politikaların güvenilirliği ve borçların uzun vadeli olması, vade uyumsuzluklarına daha az maruz kalmayı sağlayabilir.

Eichengreen ve diğerleri (2003), orijinal günah sorununun çözümü için döviz piyasalarına müdahale edilmesi ve uluslararası rezervlerin biriktirilmesi gerektiğini savunmuştur. Rezerv birikimi, döviz cinsinden borçların ödenmesine yardımcı olabilir.

1.2.4. Ekonomide belirsizlik ve ekonomi politikalarına olan güvensizlik

Ekonomi politikalarına yönelik güvensizliğin dolarizasyonun önemli tetikleyicileri arasında olduğu söylenebilir. Özellikle, etkisiz bir merkez bankasının yüksek ve tahmin edilemeyen enflasyona yol açtığına inanan bankaların döviz cinsinden varlıkları tercih etme eğiliminde olduğu bilinmektedir. Güney Amerika üzerine yapılan araştırmalar, para politikasına duyulan güvensizliğin dolarizasyonu önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir. Bu durum, enflasyon oranı ve reel kurdaki dalgalanma gibi unsurlarla ilişkilendirilmektedir (Nicolo vd., 2003).

Nicolo ve diğerleri (2003), dolarizasyon düzeylerindeki değişikliklerin ana nedenini, makroekonomik politikalara duyulan güven ve kurumsal kalite olarak tanımlamaktadır. Aynı biçimde, Honohan ve Shi (2001) mevduat dolarizasyonunu etkileyen önemli makroekonomik faktörlerin kararsızlık ve güven eksikliği olduğunu ifade etmektedir. Jeanne (2003) ise merkez bankası politikalarından duyulan endişenin yerel para birimi üzerinden borçlanma maliyetini yükselttiğini ve dış para birimi kredilerini teşvik ettiğini vurgulamaktadır. Net döviz rezervlerinin gayri safi yurt içi hasılaya (GSYİH) oranının güven

ve politika sürdürülebilirliği göstergesi olarak kullanıldığında, dolarizasyonu olumsuz yönde etkileyebileceği belirtilmektedir (Luca ve Petrova, 2008).

Döviz kullanma eğilimi, bir ülkenin ekonomik politikalarının inandırıcılığına ve ekonomik yönetimdeki kurumsal yapıya bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Güçsüz bir siyasi ortamda, parasal düzenin çökme riski ve ekonomideki belirsizlikler, insanları yerel para biriminden ABD Doları ve Euro gibi yabancı para birimlerine geçmeye yönlendirebilmektedir. Politik ve ekonomik belirsizlik, döviz kullanımını artırırken, merkez bankalarının görevini zorlaştırmaktadır, çünkü yaptıkları para politikası müdahalelerinin etkisi azalmaktadır (Ercan, 2005).

Dolarizasyonun nedenlerinden biri yüksek ve kronik bütçe açıklarıdır. Bütçe açıkları, dolarizasyonu besleyen bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Kamu kesiminin yüksek bütçe açıklarını kapatmak için iç ve dış piyasalardan borçlanması, dolarizasyonun artmasına neden olabilir. Kamu borçlarının yüksek düzeyde kalması, ekonomik istikrarsızlığa ve dolarizasyona yol açabilir (Serdengeçti, 2005). Kamu borçlarının finanse edilmesi için iç kaynakların yetersiz olması durumunda dış kaynaklara başvurulması da dolarizasyonun artmasına katkı sağlayabilir (Yılmaz, 2005).

Ekonomik stabilite, ekonomi politikalarının ve gelecek ekonomik planların etkili bir şekilde uygulanmasıyla ortaya çıkar. Eğilmez (2014) ve Özsağır (2016), ekonomik stabiliteyi ekonomik büyümenin potansiyeline yakın seyrettiği, işsizlik oranlarının düşük olduğu, cari açık, bütçe açığı ve enflasyonun kontrol altında olduğu bir ekonomik ortam olarak tanımlarlar. Bahmani-Oskooee ve Domaç (2002) ise yaptıkları çalışmada, ekonomik istikrarsızlığın dolarizasyonu artırdığını ortaya koyarlar. Ekonomik istikrarsızlık, ekonomik aktörlerin finansal planlarında değişiklik yapmasına yol açar. Yatırımcılar ve tasarruf sahipleri, değişen ekonomik koşulları ve değişkenleri göz önünde bulundurarak, birikimlerini ve yatırımlarını en iyi şekilde değerlendirmek için portföylerini düzenlerler.

Dolarizasyonun makroekonomik nedenlerine bakıldığında, temel neden makroekonomik istikrarsızlıktır. Başçı (2012) gibi ekonomistlere göre, düşük enflasyon, finansal istikrar, dengeli bir kamu maliyesi, sürdürülebilir büyüme ve istikrarlı bir istihdam artışı gibi makroekonomik istikrar unsurlarında meydana gelen dalgalanmalar, makroekonomik istikrarı bozar. Bu durumda, ekonomik birimler, değerlerini koruma

içgüdüsüyle uluslararası alanda kabul görmüş başka bir para birimini veya varlığı tercih ederler. Bu da dolarizasyon eğilimini artırır.

Belirsizlik ve güven eksikliği, mevduat dolarizasyonunun ana nedenlerinden biridir. Para politikalarına güvensizlik, yerli ve yabancı ekonomik birimlerin dolar cinsinden varlık ve yükümlülükleri tercih etmesine neden olabilir. Enflasyonun düşmesi, ekonomik beklentileri iyileştirirken dolarizasyonu azaltabilir. Ancak, güvenilir politikaların benimsenmesi dolarizasyonu azaltabilir ve ekonomik istikrara katkı sağlayabilir.

1.3. Dolarizasyonun Olumlu ve Olumsuz Yönleri

1.3.1. Dolarizasyonun olumlu yönleri

Tam dolarizasyonun ekonomik birimler için güçlü bir taahhüt olarak görülmesi, belirsizlikleri azaltarak bir güven ortamı oluşturmasıyla öne çıkar. Bu, ekonomik istikrar sorunlarının ortadan kaldırılmasında önemli bir rol oynar. Berg ve Borensztein (2000) gibi araştırmacılar, tam dolarizasyonun geri dönüşünün neredeyse imkansız olduğunu ancak ulusal paranın değer kaybetme riskini ortadan kaldırarak ekonomi politikalarına olan güveni artırdığını vurgulamıştır. Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2003) ile Jácome ve Lönnberg (2010) gibi kaynaklar da tam dolarizasyonun yurt içi enflasyon sorununun çözümüne hız kazandırabileceğini ve ekonomi politikalarına duyulan güveni artırabileceğini belirtmiştir.

Tam dolarizasyonun bir diğer avantajı, işlem maliyetlerinin azalmasıdır. Chang ve Velasco (2002) ile Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2003) tarafından yapılan çalışmalar, tam dolarizasyonun ulusal paranın yabancı para birimi cinsinden değerinin hesaplanmasını içeren işlem maliyetlerini azalttığına dikkat çekmiştir. Bu durum, ekonomik ve finansal entegrasyonu artırarak finansal bütünleşmeyi teşvik eder. Berg ve Borensztein (2000) ise finansal bütünleşmenin, ülkelerin finansal gelişimine olumlu katkı sağlayabileceğini belirtmiştir.

Ülke merkez bankalarının son borç veren konumunu kaybetmesi, tam dolarizasyonun bir diğer avantajı olarak görülmektedir. Quispe-Agnoli (2002) tarafından yapılan çalışmada, bu durumun ahlaki risk sorunlarını azaltabileceği ve ekonomik birimlere daha güvenli bir

bankacılık sistemi algısı sağlayarak likidite krizlerinin meydana gelme olasılığını azaltabileceği öne sürülmüştür.

Kısmi dolarizasyon yaşayan ülkelerde ise bu durumun yabancı para birimi cinsinden kredi ve mevduatların bulunmasını sağladığı, bunun da finansal aracılık faaliyetlerini geliştirebileceği ve sermaye çıkışlarını engelleyebileceği ifade edilmiştir (Arteta, 2003). Kısmi dolarizasyon ayrıca, krizlerin ekonomik çıktı üzerindeki etkisini azaltarak bir tampon görevi üstlenebilmektedir. Özellikle devalüasyon dönemlerinde, yabancı para birimi cinsinden varlıkların değeri yerel para birimi cinsinden varlıklara göre daha korunaklı olmaktadır. Bu durum, ekonomik birimlerin kriz dönemlerinde daha az kayıp yaşamasını sağlamaktadır.

Kısmi dolarizasyon, uluslararası sermaye piyasalarıyla bütünleşmeyi artırarak daha zengin bir finansal araç yelpazesine erişimi kolaylaştırmakta, uluslararası işlemlerde entegrasyonu artırarak yerel yatırımcıların farklı yatırım fırsatlarına ulaşımını sağlayabilmektedir.

1.3.2. Dolarizasyonun olumsuz yönleri

Dolarizasyonun olumsuz etkileri, özellikle reel sektörde derinlemesine hissedilmektedir. Küreselleşme sürecinde ülke ekonomileri iç pazardan ziyade dış ticarete dayalı bir modele doğru evrilmiştir. Bu değişim, her ülkenin kendi uzmanlık alanı ve maliyet avantajına sahip olduğu ürünleri dış pazara sunarak ticaret hacmini artırmaya çalıştığı bir ortam oluşturmuştur. Reel sektörde faaliyet gösteren işletmeler için dolarizasyon, uluslararası rezerv para birikimini artırarak ülke ekonomisine katkıda bulunabilir, ancak aynı zamanda mali yapıları zayıflatarak sermaye birikimini azaltabilir (Özmen ve Yalçın, 2007). Özellikle ihracat yapmayan işletmeler için dolarizasyon, yabancı para birimi cinsinden varlıklarını sürdürebilmek adına sürekli olarak uluslararası rezerv para birimlerine başvurmaları gerekliliğini beraberinde getirir. Bu durum, döviz kuru dalgalanmalarında, firmaların finansal durumunu olumsuz etkileyebilir ve yatırımlarını kısıtlayabilir.

Gelirleri yerel para cinsinden olan işletmeler için, yabancı para cinsinden borçlanma ve varlık tutma riskleri yüksektir. Bu nedenle, dolarizasyonun ekonomik riskleri azaltmak

için alınması gereken tedbirler konusunda daha fazla dikkat gösterilmesi gerekmektedir (Billmeier ve Mathisen, 2006).

Hane halkı da dolarizasyonun etkilerini hissetmektedir. Özellikle yabancı para cinsinden borçlanma imkanı olan ülkelerde, hane halkı faiz oranları yabancı para lehine düştüğünde yabancı para cinsinden borçlanabilir. Ancak bu durum, yerel para birimi cinsinden kazançlarına karşı bir risk oluşturabilir ve ödemelerde zorluklar yaşanabilir (Reinhart vd., 2003).

Finans sektöründe dolarizasyonun etkileri, 1990'lı yıllardaki hızlı finansal küreselleşmenin bir sonucu olarak belirgin hale gelmiştir. Likit sermayenin hızlı akışı, finansal sektördeki mali yapıyı ve ülkelerin genel ekonomik durumunu olumsuz etkileyebilecek kırılganlıklara yol açmıştır. Siyasi, askeri ve ekonomik gelişmeler gibi faktörler, ülkelerdeki risk algısını artırarak sermaye akımlarının aniden tersine dönmesine veya durmasına neden olabilmektedir (Raheem ve Asongu, 2018). Bu durum, özellikle bankacılık sektörünü, döviz ihtiyacını karşılamak için yerli paraya çevrilen kredileri geri çağırma eğilimine itmektedir. Bu eğilim, dolarizasyonun artmasına ve ekonominin kırılgan hale gelmesine katkıda bulunmaktadır (Bennett vd., 1999).

Finans sektörü, dış etkilere karşı direnci artırmak amacıyla dış kaynakları yerel para birimine dönüştürmek yerine doğrudan döviz kredisi olarak aktarmak zorunda kalmaktadır. Ancak, bu olgu ulusal para biriminin zayıflamasına ve ekonomiyi dolarizasyonun olumsuz etkilerine daha da açık hale getirmektedir. Bankaların, döviz cinsinden topladıkları mevduatı yine döviz cinsinden kredi olarak kullandırması, para uyuşmazlığı sorunlarını artırmakta ve dolarizasyonun risklerini artırmaktadır (Honohan ve Shi, 2002).

Dolarizasyonun artmasıyla birlikte, bankaların yabancı para cinsinden kullandıkları kredilerin geri dönmemesi durumunda likidite riski artmaktadır (Luca ve Petrova, 2008). Bankalar, döviz kredilerinin geri dönmemesi halinde iflas riskiyle karşı karşıya kalabilir ve bu da sistematik bir risk oluşturabilir (IMF, 2005). Bu durum, bankaların kredi riskini artırırken, ekonomik dengesizliklere ve belirsizliğe neden olabilir (De Nicolo vd., 2003).

Dolarizasyonun yüksek olduğu ekonomilerde, para politikası uygulamaları daha karmaşık hale gelebilir ve merkez bankalarının etkinliğini sınırlayabilir (Alvarez-Plata ve

Garcia-Herrero, 2008). Bununla birlikte, sermaye piyasalarının daha derin bir entegrasyonu, finansal aracılık faaliyetlerini artırabilir ve banka yönetim kalitesini artırabilir (Bencivenga, Huybens ve Smith, 2001). Ancak, yerli sermaye piyasalarının dünya piyasaları ile zayıf entegrasyonu, dolarizasyonun belirsizlik ve oynaklık yaratmasına neden olabilir (TCMB, 2007).

Ekonomik büyüme ve gelişme için kritik olan yatırımlar, dolarizasyondan dolayı olumsuz etkilenebilir. Özellikle, yabancı para cinsinden borçlanmanın artmasıyla birlikte kur riski önemli bir faktör haline gelmektedir (Endrész ve Harasztosi, 2014). Şirketlerin ve devletlerin yatırım kararları, özellikle dalgalı kur rejimlerinde, sabit sermaye yatırımlarının finansmanında yaşanan zorluklar nedeniyle olumsuz etkilenebilir (Taşseven ve Çınar, 2015).

İthal ara malı kullanan şirketlerdeki kur riski, sürekli döviz talebini artırabilir ve bu da dolarizasyonun yaygınlaşmasına neden olabilir (Vieira vd., 2012). Bu durum, merkez bankalarının para politikalarını etkin bir şekilde uygulamalarını zorlaştırabilir ve ekonomik istikrarı tehdit edebilir (Rennhack ve Nozaki, 2006).

Dolarizasyonun artması, ulusal merkez bankalarının para politikalarını etkileyebilir. Özellikle tam dolarizasyon durumunda, ulusal paranın kullanımının azalması, merkez bankalarının para arzı üzerindeki kontrolünü zayıflatabilir (Cohen, 2000). Bu durum, para politikalarının etkinliğini azaltabilir ve ekonomik istikrarı tehlikeye atabilir (Chang ve Velasco, 2002).

Kısmi dolarizasyon durumunda bile, para politikasının etkinliği sınırlı olabilir. Yabancı para cinsinden varlıkların artmasıyla birlikte, merkez bankalarının enflasyonu kontrol etme yeteneği zayıflayabilir ve fiyat istikrarını tehdit edebilir (Togay, 1997). Bu durum, ekonomik karar alıcıları için önemli bir meydan okuma oluşturabilir ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebilir (İze ve Levy-Yeyati, 2005).

Dolarizasyonun bir sonucu olarak, geri ödenmeme riski de artabilir. Özellikle, yerli para birimi cinsinden geliri olan ekonomik birimlerin yabancı para cinsinden borçlanması durumunda, ani devalüasyonlar geri ödenmeme riskini artırabilir (Aklan, 2001). Bu durum, ekonomik istikrarı tehdit edebilir ve finansal piyasalarda belirsizlik yaratabilir (Milenković ve Davidović, 2013).

Kamu kesiminin borçlanma tutumu da dolarizasyonla yakından ilişkilidir. Yurt içi tasarrufların yetersiz olduğu durumlarda, kamu kesimi yabancı para cinsinden borçlanabilir ve bu da dolarizasyonu artırabilir (Yılmaz, 2006). Ancak, bu durum, kamunun geri ödememe riskini artırabilir ve ekonomik istikrarı tehdit edebilir (Canuto ve Carranza, 2022).

1.4. Dolarizasyonun Ölçüm Yöntemleri

Dolarizasyonun ölçüm yöntemleri, araştırmanın odaklandığı alana bağlı olarak değişir ve bu sebeple ekonomi literatüründe çeşitli dolarizasyon ölçüm teknikleri bulunmaktadır. Literatürde öne çıkan ölçüm metotları aşağıda listelenmiştir.

a) *Varlık Dolarizasyonu*: Varlık dolarizasyonunun ölçümü için kullanılan yöntemler arasında en yaygın olanı mevduat dolarizasyonu göstergeleridir. Varlık dolarizasyonu oranı hesaplanırken aşağıdaki formüller kullanılabilir:

   i. Yabancı para mevduatın toplam mevduattaki payı:

   Yabancı Para Mevduat / Toplam Mevduatlar

   ii. Yabancı para cinsinden mevduatın geniş para arzına oranı:

   Yabancı Para Mevduat / Geniş Para Arzı

   iii. Feige (2002)'nin ortaya koyduğu Kapsamlı Dolarizasyon Endeksi (CDI) dolaşımdaki nakit parayı da fomüle dahil etmiştir:

$$CDI = \frac{Dolaşımdaki\ Yabancı\ Para + Yabancı\ Para\ Mevduatlar}{M2 + Dolaşımdaki\ Yabancı\ Para}$$

   iv. Akıncı vd. (2005)'ne göre bir ülkedeki varlık dolarizasyonunun en iyi ölçüsü olarak kabul edilen gösterge, hanehalkı ve işletmelerin (banka dışı kesim) yabancı para cinsinden portföylerinin toplam portföyler içindeki oranıdır.

$$Varlık\ Dolarizasyon\ Derecesi\ (v^*) = \frac{Yabancı\ Para\ (YP)\ Portföy}{Toplam\ (YP + TL)\ Portföy}$$

b) *Borç Dolarizasyonu:* Borç dolarizasyonu konusu gelişmekte olan ülkelerin yüksek cari açık vermelerinden dolayı 2000 sonrasında sıklıkla tartışılan bir konu olmuştur (Akıncı vd. 2005). Literatürde borç dolarizasyonunun aşağıdaki denklemler ile hesaplanabildiği gözlenmektedir.

i. Yabancı Para Krediler / Toplam Krediler

ii. Kamu Kesimi Yabancı Para Cinsi Borç Stoğu / Toplam İç Borç Stoğu

iii. Özel Kesim Yabancı Para Krediler / Toplam Mevduatlar

iv. Özel Kesim Yabancı Para Krediler / Banka Toplam Varlıklar

v. Yabancı Para Cinsi krediler / Toplam Krediler + Yabancı Para ve Yabancı Paraya Endeksli İç Borç Stoku / Toplam İç Borç Stoku + Toplam Dış Borç Stoku / GSYH[1]

c) *Bileşik Dolarizasyon Endeksi:* Bir ekonomideki dolarizasyon oranını hesaplamak için geliştirilen bileşik dolarizasyon endeksi, Reinhart ve diğerleri (2003) tarafından tanıtılmıştır. Bu endeks, ekonomik birimlerin varlık ve yükümlülük tarafını aynı anda analiz etmeyi içerir ve finansal dolarizasyon ile kamu kesiminin iç ve dış borç stoklarını değerlendirir. Bileşik dolarizasyon endeksi, aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$BDE = \frac{Yabancı\ Para\ Cinsi\ Mevduat}{M2Y\ (Geniş\ Para\ Arzı)} + \frac{Toplam\ Dış\ Borç\ Stoku}{GSYH} + \frac{YP\ ve\ YP'ye\ Endeksli\ İç\ Borç\ Stoku}{Toplam\ İç\ Borç\ Stoku}$$

Bu denklemde, bileşik dolarizasyon endeksi üç bileşenden oluşur. İlk bileşen, yabancı para cinsinden mevduatın geniş para arzına oranıdır. İkinci bileşen, toplam dış borç stokunun gayrisafi milli hasılaya oranıdır. Üçüncü bileşen ise YP ve YP'ye endeksli iç borç stokunun toplam iç borç stokuna oranıdır. Bileşenler 10 değerine normalleştirildikten sonra toplanarak bileşik dolarizasyon endeksi hesaplanır. Bu endeks, ülkenin dolarizasyon derecesini belirlemek için kullanılır ve aşağıdaki kategorilere ayrılır:

[1] *Akıncı vd. (2005) çalışmalarında Türkiye için bir borç dolarizasyonu derecesi hesaplamıştır. Bu hesaplamada konu ile ilgili literatür ışığında belirli göstergelerin ağırlıklı ortalamalarının alındığı görülmektedir.*

- 0-3 aralığı: Düşük dolarizasyon
- 4-8 aralığı: Orta dolarizasyon
- 9-13 aralığı: Yüksek dolarizasyon
- 14-30 aralığı: Çok yüksek dolarizasyon

1.5. Dünyada Dolarizasyon

Amerikan Doları, dünya ticaretindeki hakimiyetini uzun yıllar boyunca altın standardına dayanarak sağlamıştır. Kağıt paranın kullanımı Çin'de başlamış olsa da, altın standardı dönemi ve sonrasında İngilizlerin çeşitli alanlardaki üstünlüğü nedeniyle 19. yüzyılda ticarette İngiliz Sterlini yaygın olarak kullanılmıştır. Ancak Amerikan Doları, altın standardı ve ABD'nin ekonomik gücü sayesinde dünya ticaretinde öne çıkmıştır. İngiltere 1. Dünya Savaşı sonrasında, altın talebinde yaşanan artışla beraber sözkonusu sistemden ayrılmıştır. Ancak ABD, ekonomik gücü itibariyle doları sistem içinde tutmuştur ve doların altın karşılığı 1 ONS için 35 ABD Doları olarak belirlenmiştir (Igwe, 2018). Bu durum, dünya genelinde dolar rezervlerinde önemli artışlara yol açmıştır.

Doların altın karşılığının sabit olduğu dönemlerde, altın ticareti ve hesaplamalarında insanlar doları tercih etmişlerdir. Bu durum, ülkelerin kendi para birimlerinin değerini dolar karşısında belirlemelerine yol açmıştır. 1940'larda dünya altın stokunun yaklaşık %75'ine ABD sahip olmuş, bu da doların uluslararası ticarette ve finansal sistemde hakimiyetini güçlendirmiştir (IMF, World Currency Composition).

Vietnam Savaşı'na kadar, Amerika Birleşik Devletleri için Altın Standart Sistemi, doların uluslararası ticarette hakimiyetini sürdürmüştür. Ancak, savaşın maliyetleri ABD'yi zorlamıştır ve altın karşılığı olmayan paraların basılması gerekmiştir. Bu durum, doların dünya genelinde ciddi bir şekilde artmasına neden olmuş ve dolar, küresel para birimi olma yolunda çok daha büyük bir adım atmıştır. Öte yandan, DB ve IMF doların dünya genelinde uluslararası para cinsi olması için ciddi çaba sarf etmiştir. Bu süreç, doların uluslararası finansal sistemin merkezindeki konumunu sağlamlaştırmış ve küresel ticaretin anahtarı haline gelmesine katkıda bulunmuştur (Karakaya ve Karoğlu, 2020).

Ramirez-Rojas'un 1985 tarihli çalışması, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde dolarizasyon süreçlerinin farklılıklarını açıkça ortaya koymaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki

dolarizasyon "simetrik" olarak tanımlanmıştır. Bu durumda, yerli ve yabancı kişilerin hem ulusal para birimini hem de döviz birimini birbirlerine karşı talep ettikleri görülmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerdeki süreç "asimetrik"tir. Bu ülkelerde yerleşik kişiler kendi ulusal paralarının yanı sıra yabancı paraları da talep ederlerken, yabancılar yerel para birimlerine karşı benzer bir talepte bulunmamaktadır.

1.5.1. Gelişmiş ülkelerde dolarizasyon

Gelişmiş ülkelerde dış ticaret ve finansal getiri odaklı portföy çeşitlendirmeleri, yabancı para talebinin ana kaynağını oluşturur. Dolayısıyla, bu ülkelerde döviz talebi genellikle kurumsal etkenlerle açıklanabilir (Acar Balaylar, 2001).

Küreselleşme sayesinde, artan ticaret ve sermaye piyasalarının birleşmesi, yabancı para işlemlerinin maliyetlerinin düşmesine ve spekülatif sebeplerle yabancı paraların birbirlerine daha fazla talep görmesine neden olmuştur. Bu durum, özellikle gelişmiş ülkelerde dolarizasyonun artmasına neden olmuştur. Bu dolarizasyon, Avrupa Parasal Birliği gibi resmi olarak dolarizasyonu benimseyen sistemlerle (de jure dolarizasyon) ve Kanada gibi fiili olarak dolarizasyonun gerçekleştiği örneklerle (de facto dolarizasyon) kendini göstermektedir (Hekim, 2008).

Avrupa'da dolarizasyon süreci, çoğunlukla istikrarlı ulusal paraların yerine Euro'nun tercih edilmesiyle gerçekleşir. Bu tercihin temelinde, birlik içinde ticareti artırmak, döviz kuru risklerinden korunmak ve işlem maliyetlerini azaltmak gibi amaçlar yatar (Aklan, 2001).

Avrupa Parasal Birliği'nde (EMU), Euro'ya geçiş (de jure dolarizasyon) süreci yaşanmış ve ülkeler resmen Euro'yu kabul etmişlerdir. Bu aşamada ulusal merkezi otoritelerin yerini birlik üyelerine karşı sorumlu olan bölgesel bir merkez bankası almaktadır. Bu sebeple, Avrupa Birliği'nde dolarizasyon, çok taraflı ve ortak bir uzlaşıya dayanan bir süreçtir (Le Baron ve McCulloch, 2000).

ABD ve Kanada açısından dolarizasyona bakıldığında, bu iki ülke arasındaki ilişkilerin para birimleri açısından da derin bir etkileşimi olduğu görülmektedir. Özellikle ABD ve Kanada arasındaki sınır ticareti oldukça yoğun olduğundan, iki ülke para birimleri

arasında yakın bir ilişkinin gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Ticaret engellerinin kaldırılmasıyla birlikte, ABD ve Kanada birbirlerinin en büyük ticari ortağı konumuna gelmiştir. Kanada ve ABD ekonomileri yüksek derecede entegre olmuştur. Bu durum Kanada'nın ABD'ye olan bağımlılığını artırmaktadır. Bu bağımlılık, Kanada'da ABD Doları talebinin artmasına yol açmıştır (Murray ve Powell, 2002). Dolayısıyla Kanada'da dolarizasyon sürecinin başlamasına neden olmuştur.

1.5.2. Gelişmekte olan ülkelerde dolarizasyon

Gelişmekte olan ülkelerde, dolarizasyon sıkça karşılaşılan ve dengesizlik yaratan bir fenomen olarak ortaya çıkmaktadır. Bu senaryoda, genellikle kırılgan para birimleri, güçlü para birimleri tarafından yer değiştirirken, güçlü para birimine sahip olan ülkelerde kırılgan para birimlerine olan talep azdır (Fasano-Filho, 1986). Yani, gelişmekte olan ülkelerde ulusal para birimleri yerine genellikle Amerikan Doları, Euro veya İsviçre Frangı gibi daha istikrarlı ve güçlü para birimleri rağbet görmektedir.

Bu tür ülkeler, dış etkilere karşı daha savunmasız olma eğilimindedirler. Yakın coğrafyadaki krizlerin bu tür ülkelere bulaşıcılık özelliği fazladır (Calvo, 1999: 5). Gelişmekte olan ülkeler yurt dışından borçlanmalarında ulusal para yerine yabancı para kullanmak zorunda kaldıklarından bu durum otomatik olarak yüksek derecede dolarizasyona yol açmaktadır. Öte yandan gelişmekte olan ülkelerin döviz kurlarını istikrarlı bir seviyede tutma çabası, ekonomik birimlerin risklerini azaltmak amacıyla yabancı para ile yatırım yapmasını teşvik eder ve bu da ekonomide dolarizasyonun artmasına yol açar (Hekim, 2008).

1.6. Türkiye'de Dolarizasyonun Tarihsel Seyri

Türkiye'de 1980 öncesinde izlenen ekonomi politikalarının süregiden yüksek enflasyon ve dış ticaret açığına sebep olduğu görülmektedir. Bu zorlukların üstesinden gelmek için yapısal bir yeniden yapılanma programı gerekliliği ortaya çıkmış ve 24 Ocak 1980'de piyasa temelli kararlar alınmıştır. Programın kısa vadeli hedefleri iç talebin kısılması ve dış dengenin devalüasyon yoluyla sağlanması iken uzun vadeli hedefi ise piyasa mekanizmasının işleyişini güçlendirmek olmuştur. Sonraki yıllarda alınan ek önlemlerle

bankacılık sektörünün kaynaklarını artırmak, bankaların yurtdışındaki döviz varlıklarını iç piyasaya kazandırmak ve sermaye çıkışını durdurmak hedeflenmiştir (Balaylar, 2018).

1980'li yıllarda alınan önemli kararları incelediğimizde, şu değişimler göze çarpmaktadır: Hisse senedi piyasasındaki fiyat kontrolleri 1980'de kaldırılmış ve faiz oranlarındaki kısıtlamalar sona erdirilmiştir. Ardından, 1981'de ithal ikame politikalarının sona ermesiyle birlikte ekonomik stratejilerde dönüşümler yaşanmıştır. 1982 yılında sermaye piyasası oluşturulmuş, 1984 yılında döviz kuru işlemleri kısmen serbest bırakılmış ve bankacılık sektöründe reformlar gerçekleştirilmiştir. 1985'te banka kanunu uygulanmaya başlanmış ve 1986'da interbank para komitesi kurulmuştur. Ayrıca, 1987'de açık piyasa işlemleri devreye girmiş ve 1988'de efektif döviz piyasası hayata geçirilmiştir. 1989'da altın piyasası hizmete girmiş ve aynı yıl sermaye akışlarındaki kısıtlamalar ortadan kaldırılmıştır. Bu adımlar, Türkiye'nin ekonomik liberalleşmesini teşvik etmeyi ve uluslararası piyasalara entegrasyonunu sağlamayı amaçlamıştır (Mangir, 2006).

1984 yılında kambiyo denetimi rejiminde önemli bir gevşeme yaşandığı görülmektedir. Bu kararla birlikte Türkiye'de yaşayan kişilerin döviz bulundurma, dövizle alım-satım yapma ve bankalarda döviz cinsinden hesap açtırma hakkı tanınmıştır. Bu tarihten itibaren dolar, TL'nin fonksiyonlarını aşarak enflasyona karşı bir koruma aracı haline gelmiştir. Özellikle taşınır-taşınmaz malların alım-satımında ve özel sektör maaş ve ücretlerinde dövizin kullanımı artmıştır (Serdengeçti, 2005).

1989'a gelindiğinde, Türkiye ekonomisi uluslararası finans sistemine entegre olmuş ve sermaye hareketlerindeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla son aşamaya ulaşmıştır. Bu dönemde, ülke ekonomisi dışa açık bir yapıya sahip olmuş ve döviz işlemlerinin maliyeti düşürülmüştür. Yerel para birimi mevduatların reel getirisi, döviz cinsi mevduatların reel getirisinden daha yüksek olmasına rağmen, döviz talebinde bir artış gözlemlenmiştir (Serdengeçti, 2005).

Bu finansal olanaklar sayesinde yabancı para birimi cinsinden kredi ve mevduat hesaplarında yıllar içinde artışlar gözlemlenmiş ve sözkonusu artışlar Türk Lirasının çekiciliğini daha da azaltmıştır. Yaşanan bu azalma, siyasi ve ekonomik belirsizliklerle birlikte yerel paranın enflasyona karşı değer kaybetmesine neden olmuştur Bu durumun ekonomik aktörlerin zamanla daha fazla yabancı para tercih etmelerine ve yerel para

biriminden uzaklaşmalarına yol açmıştır. Devam eden süreçte yüksek risk algısı toplumun geneline yayılmış ve uzun vadeli yatırımlar ile ekonomik planlamalar olumsuz yönde etkilenmiştir.

1990'lara gelindiğinde ülkeyi hem siyasi hem de ekonomik açıdan zorlu bir dönemin beklediği çok açıktır. Bu dönemde ülke ekonomisinin temelleri zayıf, kurumsal düzenlemeler ise yetersiz kalmıştır. Ekonomi politikaları genellikle sorunları çözmek yerine ertelemeye yönelik olmuştur. Bu belirsiz ortam, zaten dolarizasyonun etkilerinden muzdarip olan ekonomiyi daha da dolarize etmiştir (Serdengeçti, 2005). Bu dönemde yaşanan hızlı değişimler, ekonomik ve sosyal yapıyı derinden etkileyerek Türkiye'nin finansal geleceğinde belirleyici bir rol oynamıştır. Yüksek enflasyon, büyük kamu borcu ve bütçe açıkları gibi iç sorunlarla birlikte, bölgesel belirsizlik yaratan Körfez Savaşı gibi olaylar da dolarizasyonu ateşlemiştir. Dışarıda Meksika Krizi (1994), Asya Krizi (1997), Rusya Krizi (1998) ve Brezilya Krizi (1998), içeride ise Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi (1994) ve erken seçim kararı (1995) gibi belirsizlikler, dolarizasyonun ivme kazanmasına neden olmuştur. Nihayetinde Marmara depremi (1999), ülkeyi hem ekonomik hem de toplumsal açıdan sarsarak dolarizasyonun daha da hızlanmasına sebep olmuştur.

2000 yılına gelindiğinde, IMF ile yapılan anlaşma sonucunda uygulanmaya başlanan istikrar programı, kronikleşmiş yüksek enflasyon ve sürekli artan bütçe açıklarıyla birleşen büyük bir bankacılık krizini çözmeyi amaçlamıştır. Bu program çerçevesinde, kamunun mali yapısının güçlendirilmesi, finansal sistemin sağlamlaştırılması ve döviz kurlarında yapısal iyileşmeler gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir. Fakat bankacılık sistemi, planlanan iyileştirmelerin yapılamaması nedeniyle riskli bir döneme girmiştir. Bu dönemde bankaların döviz cinsinden borçları ve pozisyon açıkları artmıştır. 2001 krizinde ödemeler sistemi tamamen felç olmuş ve sonuç olarak döviz kurları serbest bırakılmıştır. O yıl Türkiye, gelişmekte olan ekonomiler arasında en yüksek dolarizasyon seviyesine sahip ülke olmuştur.

Türkiye, 2001 sonrası yeni ekonomi programını (Güçlü Ekonomiye Geçiş) devreye sokarak güveni artırmıştır. Bu program sayesinde, dalgalı döviz kuru sistemine geçiş ve küresel piyasalardaki likidite bolluğu ile birlikte genel ekonomik göstergelerdeki olumlu seyir, ulusal paranın yeniden güçlenmesine katkı sağlamıştır. Aynı zamanda, kurların istikrar kazanmasıyla birlikte dolarizasyon oranlarında belirgin bir düşüş yaşanmıştır. 2002 başından 2005 sonuna kadar dolarizasyon oranı %50'lerden %30'a gerilemiştir.

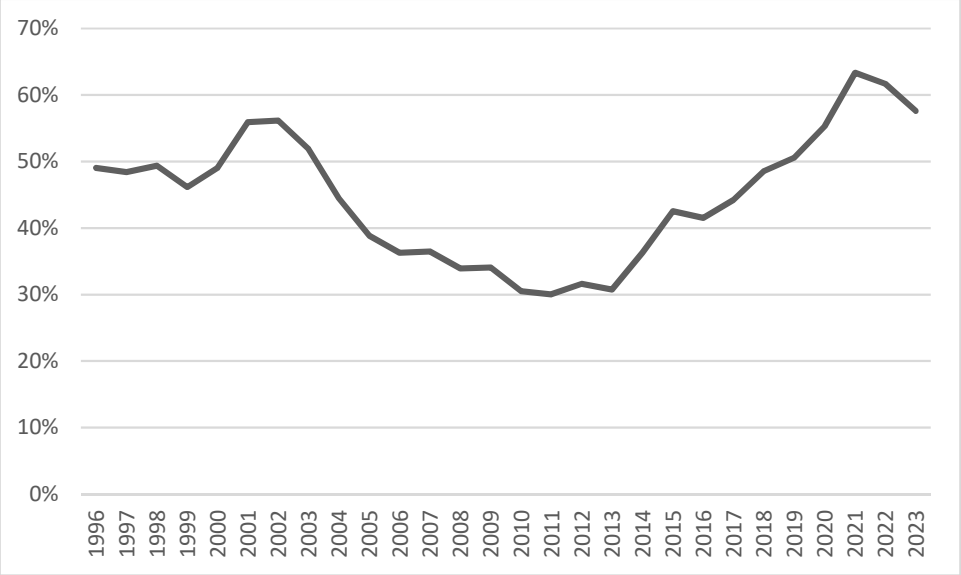
Bu süreçte artan yabancı ilgisine paralel sermaye girişleri çoğalmış, Türk Lirası diğer döviz kurları karşısında reel olarak değer kazanmıştır. Bu durum yüksek dış ticaret açıklarına yol açarken, tüketim harcamaları tetiklenmiş, tasarruf oranları düşmüştür. 2008 Küresel Finans Krizi ile birlikte dünya genelinde genişleyici politikalar izlenmiş, faiz oranlarında indirimler başlamıştır. Yurtiçinde Merkez Bankası'nın faiz oranlarını düşürmekten çekinmesi ve diğer ülkelere göre geç tepki vermesi, Türkiye'nin yüksek faizlerle cazip bir ülke olmasına neden olmuştur. Bu durum, sıcak para girişlerini artırmış ve kurları hızla düşürmüştür. Tüm bunlara ek olarak bankaların yurtdışından elde ettiği uygun koşullardaki krediler, kredi verme imkanlarını artırmıştır. Kredi faizlerindeki düşüş, hızlı kredi genişlemesine neden olarak ithalatı artırmış ve dış ticaret ile cari işlemler dengesinde önceki açıkların ötesine geçmiştir.

2010 yılının ikinci yarısından itibaren, Merkez Bankası, birikmiş makro finansal riskleri dengelemek için yeni bir para politikası çerçevesi geliştirmiştir. Ancak, hükümetin büyümeye odaklı düşük faiz politikasında ısrar etmesi, enflasyonla mücadeleyi ikinci plana atmış ve reel faiz oranlarını hızla düşürmüştür. 2013'te FED'in likiditeyi azaltacağına dair açıklamaları, Amerika'da uzun vadeli faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Bunun üzerine gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye'de para birimleri değer kaybetmiş, faiz oranları artmıştır. Ancak yurtiçinde enflasyondaki artış nedeniyle reel faizler düşük seviyelerde kalmaya devam etmiştir. Dış kaynakların azalmasıyla birlikte Türkiye'de ekonomik büyüme hızı yavaşlamıştır. Döviz kurlarındaki artış, dış girdi bağımlılığının yüksek olması nedeniyle ihracattaki artışı engellemiştir (Balaylar, 2018).

Sermaye çıkışları devam ederken, 15 Temmuz 2016'daki darbe girişimi ve 2017'deki başkanlık referandumu ile yurtiçinde sarsıcı bir belirsizlik yaşanmıştır. Bu olaylar, dolarizasyon oranlarının artmasına neden olmuştur. 2018 yılına gelindiğinde Türkiye ciddi bir döviz kriziyle karşılaşmıştır. ABD ve Türkiye arasındaki gerginlikler, özellikle Rahip Brunson olayı ekonomik yaptırımlara yol açmış, bu gerginlikler, Türk Lirası'nın ciddi değer kaybına neden olmuştur. Bunların sonucunda Türkiye ekonomisi, 2018'de büyüme trendinden çıkarak daralmaya geçmiştir. Enflasyondaki artışlarla birlikte, iç talebin daraldığı ve firmaların olumsuz etkilendiği bir sürece girilmiştir. Öte yandan dış politikadaki karışıklıklar ve COVID-19 pandemisi, dolarizasyon oranlarının artışını devam ettirmiştir.

1996-2023 yılları arasında Türkiye'de mevduat dolarizasyonunun seyri Şekil 1.2.'de gösterilmektedir.

Şekil 1.2. Türkiye'de Mevduat Dolarizasyonu Seyri (1996-2023)



Kaynak: EDVS, TCMB

2021 yılının sonbahar aylarında Türkiye ekonomisinde döviz kurlarında hızlı bir yükseliş gözlenmiştir. Bu yükseliş trendinin önüne geçilememiş, dolayısıyla aynı yılın sonunda Türkiye ekonomisi için belirgin bir dönemeç olan Kur Korumalı Mevduat (KKM) uygulaması hayata geçirilmiştir. Uygulamanın arka planında öne çıkan etkenler aşağıda yer almaktadır.

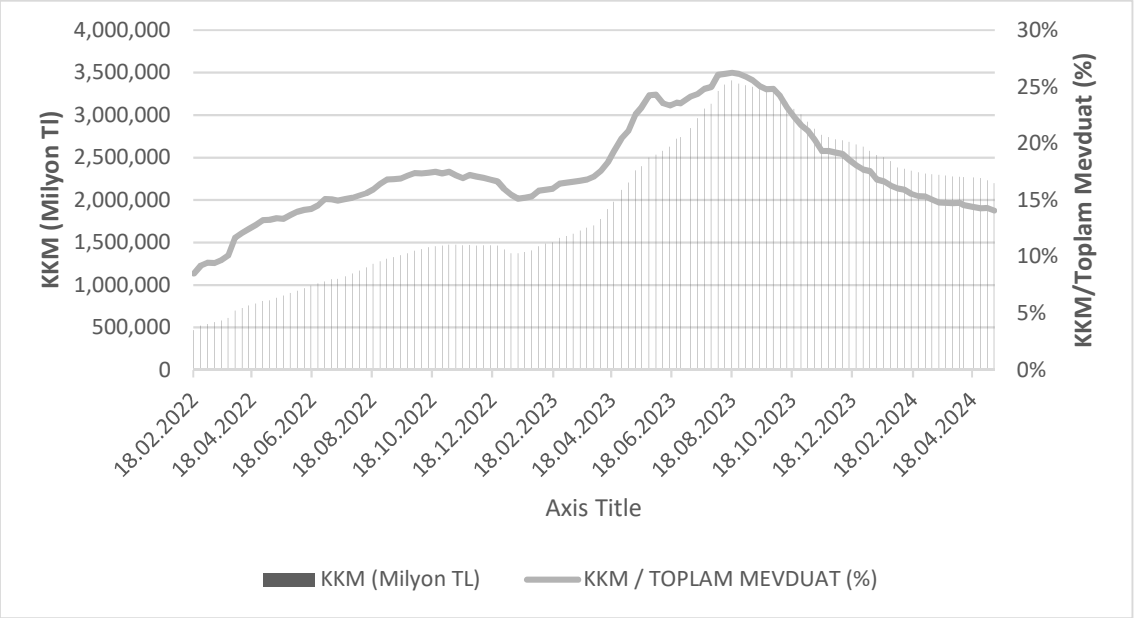
- **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası politika faizi kararları:** TCMB politika faiz oranını Eylül 2021 toplantısında 19%'dan 18%'e, Ekim 2021 toplantısında 18%'den 16%'ya, Kasım 2021 toplantısında 16%'dan 15%'e, Aralık 2021 toplantısında 15%'den 14%'e indirmiştir. Global seyrin aksine alınan bu karar TL'nin değer kaybetmesine neden olmuştur.
- **Küresel düzeyde artan enflasyon ve faiz oranları:** ABD'de enflasyon, son 40 yılın en yüksek seviyesine çıkmış ve bu durum diğer ülkelerde de enflasyon baskılarını artırmıştır. Ayrıca, birçok merkez bankası enflasyonda görülen artışı dizginlemek için faiz oranlarını yükseltmiştir. Bu gelişmeler Türkiye'de döviz talebini artırmıştır.
- **Türkiye'de artan iç talep ve enflasyon:** İlgili dönemde iç talep önemli ölçüde yükselmiştir. Bu durum, ithalatın artmasına ve döviz talebinin yükselmesine yol açmıştır.

- **Türkiye'nin dış ilişkilerindeki değişiklikler:** Türkiye'nin Suriye ve Libya'daki askeri operasyonları dış politikadaki belirsizlikleri artırmış ve döviz kurları negatif etkilemiştir.

Bu unsurların etkisiyle, 2021 Aralık ayında Dolar/TL kuru 18 TL'yi aşarak tarihi bir zirveye ulaşarak Türkiye ekonomisi için önemli bir risk ortaya çıkarmıştır.

KKM verileri BDDK tarafından haftalık olarak açıklanmaktadır. İlk raporlama 18.02.2022 haftasına aittir. KKM 18.08.2023 tarihinde en üst noktası olan 3,41 trilyon TL'ye ulaşmış, bu tarihten sonra düşüşe geçmiştir. 10.05.2024 itibariyle toplam KKM tutarı 2,19 trilyon TL'dir.

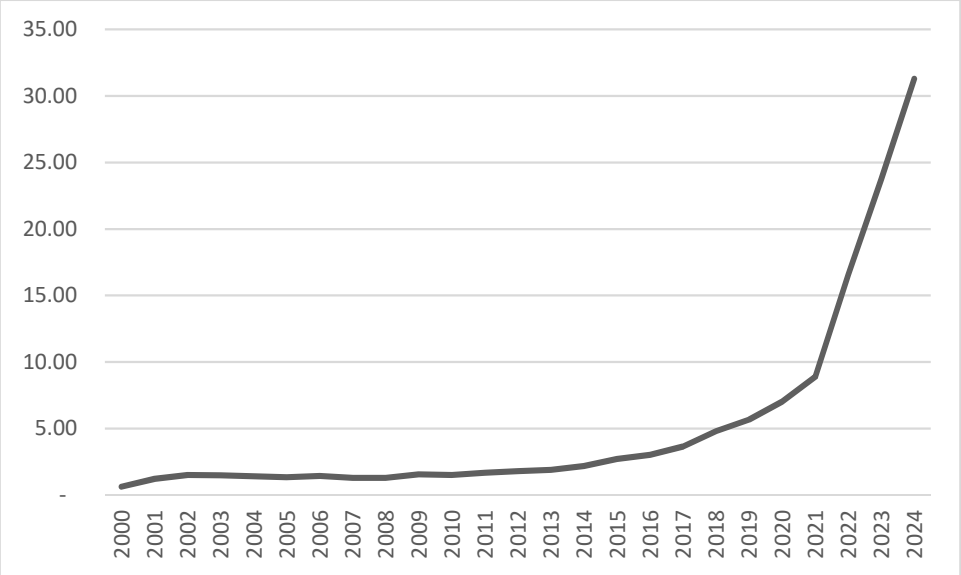
Şekil 1.3. Kur Korumalı Mevdatın Değişimi



Kaynak: BDDK, Trilyon TL

Kur Korumalı Mevduat (KKM) uygulamasında otoritelerin temel beklentisi döviz kurlarının yükseliş trendinin durdurulması ve TL'nin daha cazip kılınmasıdır. Ancak Şekil 1.3.'de de görülebileceği üzere KKM uygulaması döviz kurlarının yükseliş trendini durduramamış, bilakis ekonomi politikasına olan güvensizliğin artması ile birlikte Şekil 1.4.'de daha açık görülebileceği üzere kurlar daha da yükselmiştir.

Şekil 1.4. 2000 Sonrası Amerikan Doları/Türk Lirası Döviz Kuru Seyri (2000-2024)



Kaynak: EDVS, TCMB

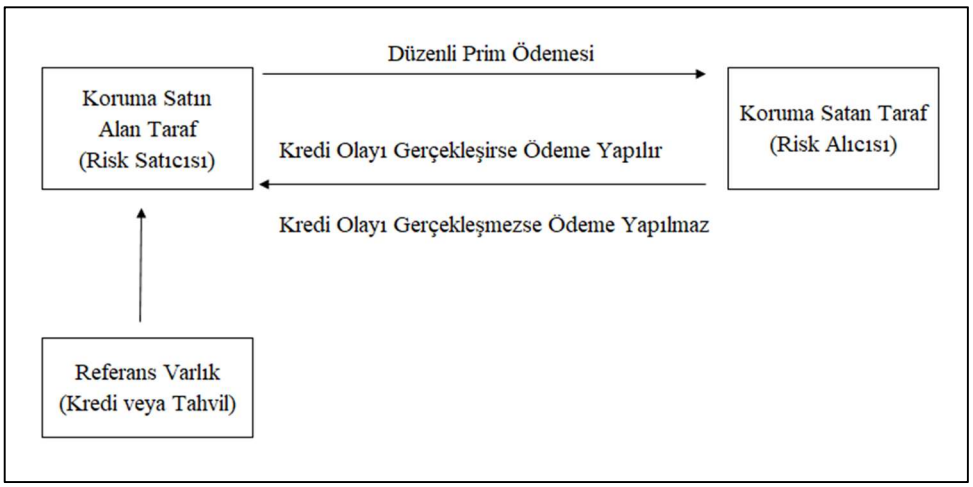
2. BÖLÜM: KREDİ TEMERRÜT TAKASI (CDS - CREDIT DEFAULT SWAPS)

2.1. Kredi Temerrüt Takası'nın (CDS) Tanımı, İşleyişi ve Türleri

Son yirmi yılda, finansal piyasalarda risk yönetimi için birçok yeni ürün ortaya çıkmıştır. Özellikle son on yılda, kredi piyasasında likit enstrüman çeşitliliği artmıştır. Bu piyasanın en önemli ürünlerinden biri, dikkat çeken yüksek işlem hacmiyle Kredi Temerrüt Takasları (CDS) olmuştur. CDS piyasaları, yatırımcıların risklerini aktarmalarına olanak tanıyan ve hızla gelişen piyasalardır (Güneş, 2014).

CDS kredi borçlusunun ödememe durumunda alacaklının karşılaşacağı zararı belirli bir prim karşılığında güvence altına alan bir kredi türevidir. Bu ürünler, verimliliği belirli bir eşiğin altına düşme tehlikesi olan riskli mali varlıkların getirisini korumak için geliştirilen sözleşmelerdir. Bu sözleşmeler, varlığın dokunulmadan kalmasını sağlar ve riskin başka bir kişi veya kuruluşa aktarılmasını mümkün kılar. Bu amaçla farklı finansal işlemlerle türetilirler. Kunt ve Taş (2008)'ın belirttiği gibi, bu ürünler kredi riskini başka bir tarafa devretmek için özel olarak tasarlanmıştır. Miyakawa ve Watanabe (2014)'nin ifadesine göre, CDS'ler söz konusu referans varlıkların temerrüte düşmesine karşı bir koruma sağlar; Avino ve Nneji (2014)'ye göre ise, yatırımcılara kredi riskiyle daha rahat bir şekilde başa çıkma fırsatı sunar. CDS sözleşmelerinin işleyiş sürecine Şekil 2.1.'de yer verilmiştir.

Şekil 2.1. CDS Sözleşmelerinin İşleyiş Süreci



Kaynak: Choudhry, 2006

Kredi temerrüt takasları, olumsuz bir kredi olayının, örneğin kredi notunun düşürülmesi veya geri ödemede temerrüde düşülmesi gibi durumların meydana gelmesi veya karşı tarafın borcunun yeniden yapılandırılması için müzakere etmesi durumunda, taraflardan birinin belirli bir ödeme yapmayı kabul ettiği bir türev sözleşmesidir. Bu sözleşme, belirli bir süre boyunca periyodik aralıklarla bir prim karşılığında yapılan bir anlaşmadır. CDS primi, borçlunun kredi notu veya borçlu tarafından ihraç edilen kredi varlıklarının durumuna bağlı olarak değişir. Kredibilite artarsa prim düşer, kredibilite düşerse prim artar (Joseph, 2013).

CDS sözleşmesi, borçlanan ve borç veren taraflar arasında varlıkların ve yükümlülüklerin belirlenmesiyle başlamaktadır. Sonrasında, sözleşme şartlarına uygun olarak, borç veren tarafın taşıdığı riskler, türev ürün alıcısına devredilmektedir Kredi temerrüt swapları, üç ana taraftan oluşmaktadır: referans varlığa sahip olan borçlu taraf, riski devreden yani yatırım amaçlı korumayı satan taraf ve riski üstlenen taraf. Referans varlık genellikle bir tahvil veya kredi olup, bu varlığın piyasada işlem görmesi CDS sözleşmelerinin oluşmasını sağlamaktadır. CDS sözleşmesinin tarafları, belirli bir zaman diliminde CDS satıcısı tarafından CDS alıcısına prim ödemektedir. Temerrüt durumunun olmaması durumunda, sözleşme sona ermektedir. Ancak, temerrüt durumu ortaya çıkarsa, CDS satıcısı, CDS alıcısının zararını tazmin etmekle yükümlüdür (Aksoylu, 2016).

Kredi temerrüt takaslarında, nakdi ve fiziksel uzlaşma olarak iki tür temerrüt ödemesi yapılmaktadır. Bir örnekle açıklamak gerekirse: Bir banka, bir işletmeye kredi verir ve geri ödeme vadesinde biriken faiz ve anapara üzerinden geri ödeme yapılacağına söz verir. Banka, bu riski bir swap sözleşmesi aracılığıyla prim ödeyerek koruma sağlayıcısına aktarabilir. Risk gerçekleşmediği takdirde, işletme krediyi geri ödeyerek taahhüdünü yerine getirmiş olur. Eğer işletme borcunu geri ödemekte zorluk yaşarsa, yani temerrüde düşerse, koruma satıcısı, belirlenen referans varlığın değerindeki değişim miktarını (bu miktar kredi ve ödeme tarihine kadar birikecek faiz tutarını da içerebilir) koruma alıcısı bankaya öder. Bu ödeme, hesaplanması güç olan zararın değerine bağlı olabilir ve nakit olarak yapılabileceği gibi, temerrüt yaşanmadığında belirlenen fiyat üzerinden aynı referans varlık veya başka bir değer ile fiziksel takas olarak da gerçekleştirilebilir.

Kredi temerrüt takası sözleşmesi, koruma sağlayan tarafa ödeme yapılabilmesi için belirli kredi olaylarının gerçekleşmesine bağlıdır. Bu olaylar arasında, referans varlığın iflas

etmesi durumu olan temerrüt, vade süresince kupon ödemelerinin yapılamaması durumunda ortaya çıkan ödeme başarısızlığı, referans varlığın borç yükümlülüklerinin yatırımcıları olumsuz etkileyecek şekilde yeniden yapılandırılması olan borç yeniden yapılandırılması, borcun vadesinden önce ödenmesi durumu olan borcun erken ödenmesi ve referans varlığı ihraç eden kurumun yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini açıklaması ve kupon ödemelerini yapmaması durumunda oluşan saygınlık kaybı bulunmaktadır.

2.2. Kredi Temerrüt Takası'nın (CDS) Piyasasının Gelişimi ve Yapısı

Kredi temerrüt swap (CDS) piyasasının ortaya çıkışı, kredi riskinin doğru değerlendirmesini sağlamak açısından önemli bir adım olarak kabul edilir. 1990'ların başlarında, kredi türevlerinin tanıtılmasıyla birlikte, finansal piyasalarda yeni bir dönem başlamıştır. Kredi türevlerinin en yaygın olanı olan kredi temerrüt swapı (CDS), 1990'ların başlarında piyasaya sunulmuştur. CDS, kredi riskini bilançolarından transfer etmek için ABD bankası JP Morgan tarafından 1994 yılında geliştirilmiştir. Ancak, 2000'li yılların başlarına kadar önemli bir hacimde işlem görmemiştir. Küresel ekonomik krizde (2007-2009), CDS fiyatlarının astronomik seviyelere yükselmesi, mali piyasa krizinin etkilerinden biri olmuştur.

CDS'lerin düzenlenmesinde farklı bölgesel uygulamalar ve yasal tanımların bulunması, 2009 yılında "Standart CDS Sözleşme Şartnameleri"nin geliştirilmesini sağlamıştır (örneğin, "Standart Avrupa CDS Sözleşme Şartnamesi" ve "Standart Kuzey Amerika CDS Sözleşme Şartnamesi") (IOSCO, 2012). Tezgah üstü piyasalarda işlem gören türevler, borsada işlem gören türevlerden daha riskli kabul edilir. Bu durum, bu piyasaların yeterince düzenlenmemiş olmasından kaynaklanmaktadır. Kredi temerrüt swaplarının satıcıları, bir kredi olayı gerçekleştiğinde büyük zararlarla karşı karşıya kalabilirler. Bu nedenle, kredi temerrüt swaplarının satın alınması sırasında, dayanak varlıkların kalitesinin değerlendirilmesi ve riskin azaltılması için karşı tarafların geçmiş performanslarının dikkate alınması büyük önem taşır (Ghosh, 2012).

1990'ların ortasında, CDS (Kredi Temerrüt Takası) sözleşmeleri kavramı ortaya çıkmıştır. Ancak, o dönemde piyasa henüz standartlaşmış tanımlara sahip olmadığından, sözleşmeyi başlatan koşullar ve sorumluluklar net olamamıştır. 1999'da Uluslararası Swap ve Türev Ürünler Birliği (ISDA) Sözleşmesi'nin yayınlanmasıyla, CDS piyasası hızla

büyümeye başlamıştır. İlk kredi temerrüt swapı, 1994 yılında JP Morgan tarafından ticari bankaların yüksek kredi riskini hafifletmek ve kredi kapasitelerini artırmak amacıyla oluşturulmuştur. CDS pazarı, ticaret hacmi ve ürün gelişimi bakımından önemli bir ilerleme kaydetmiştir. Bu artış, şüphesiz ISDA'nın önemli katkısıyla gerçekleşmiştir. ISDA'nın yayımladığı belgeler ve tanımlar, tartışmalı konuları netleştirmiş ve tüm piyasanın kabul edebileceği, anlaşılması kolay bir dil oluşturmuştur.

Küresel finans krizine kadar, CDS piyasa hacminde istikrarlı bir artış gözlenmiştir. Ancak, kriz sırasında piyasanın büyüklüğü ve CDS'lerin krizdeki rolü, şeffaflığın ve devamlılığın güçlendirilmesi yönünde çağrılara yol açmıştır. Küresel finans krizinden sonra, CDS piyasası önemli değişikliklere tanık olmuştur. Bu değişikliklerin bir kısmı, piyasa katılımcılarının risklerini azaltmak ve gereksiz sözleşmeleri ortadan kaldırmak amacıyla gerçekleştirilen adımlardan kaynaklanmaktadır. Kriz öncesi başlayan ve kriz sonrasında devam eden bu süreç, reformları, sözleşmelerin standardizasyonunu, genişletilmiş raporlama gereksinimlerini, zorunlu merkezi takası ve çeşitli türevler için marj gereksinimlerini içermektedir (Aldasoro ve Ehlers, 2018). Krizin başladığı Ağustos 2007'de, piyasa düzenleyicileri CDS'lerin finansal piyasalar için bir kırılganlık kaynağı olduğunu düşünmekteydiler. Bu endişenin temelinde, bir finansal kuruluşun temerrüdünün diğerlerine de bulaşarak zincirleme etki yaratacağı düşüncesi ve AAA kredi derecelendirmesine sahip olan sigorta devi AIG'ye dayanıyordu. AIG, mortgage kredili ipotekler için büyük bir koruma sağlayıcısıydı. AIG'nin ABD hükümeti tarafından kurtarılması büyük bir maliyetle gerçekleşmiş ve 2007-2008 yıllarında birçok kredi türevi işlemleri durma noktasına gelirken, CDS'lerin ticareti devam etmiştir (Hull, 2015).

2.2. Kredi Temerrüt Takası'nın (CDS) Kullanım Amaçları

Risk yönetimi açısından, bir firmanın kredi riskinin bir bankaya yoğunlaşması durumunu önlemek amacıyla bankalar, bir kısmını CDS sözleşmeleriyle üçüncü bir tarafa aktararak risklerini dağıtır. Bu, hem firmaların farklı bankalardan kredi almak zorunda kalmamasını sağlar hem de bankaların risk yoğunlaşmasından ve müşteri kaybından kaçınmasına yardımcı olur. Alternatif olarak, varlık menkul değerleştirmesi gibi yöntemler de kullanılabilir, ancak bunlar genellikle daha maliyetlidir (Turguttopbaş, 2013).

CDS'ler bankalar için daha az sermaye ayrılmasını sağlayarak maliyet avantajı sağlayabilir. Fakat, CDS sözleşmesindeki kredi olaylarının gerçekleşmesi durumunda, bankanın risklerini karşılayacak yeterli bir fonu olmaması kriz dönemlerinde sorunlara yol açabilir (Turguttopbaş, 2013).

Spekülasyon amacıyla CDS işlemleri yapılabilir. Yatırımcılar, bir ülkenin veya şirketin kredi notunda değişiklik olacağı beklentisiyle hareket ederek CDS işlemleri yapabilirler. Örneğin, bir yatırımcı, firmanın veya ülkenin kredi notunun yükseleceğine inandığı durumda, CDS'leri satabilirken, kredi notunun düşeceğini öngördüğü bir firma veya ülkenin tahvilleri için CDS satın alabilir (Çakıl, 2017).

Son olarak, CDS primlerinin kullanımı kredi riski ölçütü olarak da ele alınabilir. Teorik olarak, bir tahvilin piyasa fiyatı ile CDS primi arasında bir ilişki olması beklenir. Ancak, pratikte bu iki prim arasında farklılıklar görülebilir. Çünkü CDS, sadece kredi riskine karşı koruma sağlarken, tahvil fiyatı likidite riski ve faiz oranı riski gibi diğer faktörlerden etkilenebilir. Ayrıca, CDS primleri bile temerrüt durumunda sağlanacak karşılığın tam olarak bilinmemesi nedeniyle kredi riskini tam olarak yansıtmayabilir (Turguttopbaş, 2013).

2.3. Ülke Kredi Temerrüt Takası (CDS) Sözleşmeleri

Hazine bonoları, Eurobondlar ve diğer borçlanma enstrümanlarını riskten korumak amacıyla ülke CDS anlaşmaları kullanılmaktadır (Sazak, 2012). Ülke CDS sözleşmelerinde, referans varlık ülkenin kendisidir ve kredi olayı, ülkenin borçlarını ödeyememe durumunu ifade eder. CDS kontratını alan taraf, kredi olayının gerçekleşmesi durumunda ülkenin ihraç ettiği tahvilleri satma hakkına sahiptir. Bu tahviller, ilgili borcu temsil ederken, satılabilir tahvillerin toplam nominal değeri, takasın nominal anapara tutarını oluşturur (Hull ve White, 2000). Yatırımcılar ülke CDS verilerini kullanarak, devlet tahvillerinde faiz oranı değişikliklerinden kaynaklanan getiri kaybı yerine, ülke kredi riskiyle ilişkili getirilere odaklanabilmektedir (Longstaff vd. 2011). Ülke CDS piyasası, genelde devlet tahvili piyasasından daha kolaylıkla nakde dönüşebilir olduğu için, kredi marjlarının daha doğru bir şekilde öngörülmesine yardımcı olabilir (Hassan vd., 2015).

Bir ülkenin ödeme zorluğu yaşaması durumunda, ISDA Kredi Türevleri Belirleme Komitesi toplanır ve kredi olayının gerçekleşip gerçekleşmediğine karar verir. Kredi

olayının meydana geldiği kararını vermesi durumunda, CDS açık artırmasıyla ilgili duyuru, açık artırmanın koşullarını içeren bir belge ile ISDA web sitesinde yayınlanır. Açık artırmayı yöneten yetkili şirketler genellikle uluslararası iki firma olan IHS Markit ve Creditex'tir. Açık artırma katılımcıları, belirlenen minimum alım veya satım miktarını gerçekleştirmek zorundadır.

İlk kez, Ekvator'da bir CDS sözleşmesi kredi olayı yaşanmıştır. Ülke, 2008 yılı Kasım vadeli ödemelerini yapamamış, ardından yaklaşık 30,5 milyon dolarlık faiz ödemesini de gerçekleştirememiştir. Bu olay, Ekvator'un kredi olayının yaşandığı ilk ülke olmasına yol açmıştır. 14 Ocak 2009'daki açık artırma sonucunda yatırımcılar satın aldıkları CDS sözleşmelerinin değerinin yaklaşık %69'unu geri almışlardır.

Ülke CDS'lerinin belirleyicileri ve beklenen etkileri aşağıda özetlenmiştir.

- *Cari Açık/GSYH:* Cari açık bir ülkenin borçlarını ödeme kabiliyetini etkileyebilir. Artan cari hesap açığı, dış tasarruf bağımlılığını azaltırken, bu durum da ülkenin dış borç yükünü azaltabilir. Dış borcun azalması, ülkenin temerrüde düşme olasılığını azaltarak CDS primlerini düşürebilir (Georgievska vd., 2008).

- *Borç/İhracat:* Bu oran, bir ülkenin ihracat gelirlerinin borçlarını ödeme kapasitesini gösterir. Yüksek bir Borç/İhracat oranı, ihracat gelirlerinin borçları karşılama yeteneğinin düşük olduğunu işaret eder. Bu durum, ülkenin kredi riskini artırabilir ve dolayısıyla CDS primlerini yükseltebilir (Catao ve Sutton, 2002).

- *Borç/GSYİH:* Bu oran, bir ülkenin GSYİH içindeki borç yükünü gösterir. Borç/GSYİH oranındaki artış, likidite krizi riskinin yükseldiğini gösterebilir ve bu durum CDS primleriyle pozitif bir ilişkilendirme yapılabilir (Mellios ve Blanc, 2006).

- *Ekonomik Büyüme:* GSYİH, ekonomik büyümeyi temsil eder. GSYİH oranındaki artış, ülke ekonomisinin büyüdüğünü ve bu nedenle ülkenin risk profilinin nispeten düştüğünü yansıtabilir, dolayısıyla CDS primleri daha düşük olabilir (Baek vd., 2005).

- *Hane Halkı Borcu/GSYİH:* Hane halkı borcu, iç borcu gösterir. Yüksek hane halkı borcu, ülkenin dış borç yükünü artırabilir ve bu da likidite sorunlarına neden olabilir (Reinhart ve Rogoff, 2009).

- *Enflasyon:* Yüksek enflasyon, ekonomik istikrarsızlığın bir işaretidir ve ülke riskini artırabilir, dolayısıyla CDS primlerini yükseltebilir (Mellios ve Blanc, 2006).

- *İthalat/GSYİH:* Bu oran, ülkenin dışa açıklığını gösterir. Yüksek bir İthalat/GSYİH oranı, ülkenin dış şoklara karşı daha savunmasız olduğunu gösterebilir ve bu da temerrüde düşme olasılığını artırabilir (Georgievska vd., 2008).

- *Reel Döviz Kuru:* Reel döviz kuru, ülkenin ticaretteki rekabet gücünü yansıtır. Devalüasyon, ekonomide belirsizliği artırabilir ve yatırımları daha riskli hale getirebilir, bu da CDS primlerini yükseltebilir (Baek vd., 2005).

- *Rezervler/Borç:* Bu oranın artması, ülkenin resmi rezervlerinin borçlarını karşılama kapasitesinin arttığını gösterebilir, bu da ülke riskini azaltabilir ve CDS primlerini düşürebilir (Catao ve Sutton, 2002).

- *Rezervler/İthalat:* Bu oran, Rezerv/Borç oranı ile benzer çalışır. Yüksek bir rezervler/ithalat oranı, daha az kredi riski taşıyabileceğini gösterebilir ve bu da daha düşük CDS primlerine yol açabilir (Mellios ve Blanc, 2006).

2.4. Türkiye'de Kredi Temerrüt Takası (CDS)

Ülkelerin CDS primlerindeki artış veya azalışlar, piyasalar hakkında bilgi veren önemli bir göstergedir. Bu değişimlerin analizi ve yorumlanması, genellikle iki ana grupta incelenir. Birincisi, dış nedenlerdir. Küresel ekonomik olaylar, küresel ölçekte etkiler yaratarak CDS primlerinde değişikliklere neden olabilir. Örneğin, COVID-19 salgını, birçok ülkenin ekonomisini olumsuz etkileyerek CDS primlerinin yükselmesine yol açmıştır. İkinci grup ise iç nedenlerdir. Ülkenin iç politikası veya ekonomik göstergelerindeki olumsuz değişimler, CDS primlerinde artışa neden olabilir. Örneğin, döviz kuru ve enflasyondaki

artışlar, iç nedenlerden kaynaklanan CDS primlerinde yükselmeye sebep olabilir. Ayrıca, faiz indirimleri gibi politika kararları da risk algısını artırarak CDS primlerinde artışa yol açabilir. Bu tür uygulamalar, özellikle riskin yüksek olduğu dönemlerde dış kaynak girişinde azalmaya neden olabilir.

Ülkelerin CDS risk primleri, genellikle ülke riskini belirlemede bir gösterge olarak kabul edilir. Tablo 2.1.'de bazı seçili ülkelerin 5 yıllık CDS primlerine yer verilmiştir. Buna göre Türkiye'nin CDS priminin 269,92 puan ile görece yüksek bir seviyede olduğu görülmektedir. Bu yüksek CDS primi, ülkenin riskinin arttığını ve ekonomisinin olumsuz değerlendirildiğini göstermektedir. Türkiye'nin yanı sıra Rusya, Güney Afrika, Brezilya gibi ülkelerin CDS primleri de oldukça yüksektir. Bu durum, söz konusu ülkelerin ekonomilerinin risk altında olduğunu işaret etmektedir. Daha düşük CDS primlerine sahip olan ülkeler ise genellikle daha az risk taşırlar ve yatırımcıların ilgisini çekerler. İsviçre en düşük risk primine sahip ülke olarak dikkat çekmektedir. CDS primleri yüksek seyreden ülkelerin ekonomileri bu durumdan olumsuz etkilenmekte, yatırımcılar bu ülkelere yatırım yapma konusunda isteksiz kalmaktadır.

Tablo 2.1. Seçili Ülkelerin CDS Primleri

Ülke	Rating (S&P)	5 Yıllık CDS ▲	PD (*)	Tarih
İsviçre	AAA	5.52	0.1%	15.05.2024
Avustralya	AAA	13.15	0.2%	14.05.2024
Fransa	AA	25.00	0.4%	15.05.2024
İngiltere	AA	26.26	0.4%	15.05.2024
ABD	AA	35.12	0.6%	15.05.2024
İspanya	A	35.81	0.6%	15.05.2024
Kanada	AA+	36.87	0.6%	15.05.2024
Güney Kore	AAA	39.60	0.7%	15.05.2024
Yunanistan	BBB-	61.35	1.0%	15.05.2024
İtalya	BBB	61.79	1.0%	15.05.2024
Hindistan	BBB-	84.11	1.4%	15.05.2024
Meksika	BBB	94.05	1.6%	14.05.2024
İsrail	A+	127.80	2.1%	15.05.2024
Brezilya	BB	138.93	2.3%	15.05.2024
Güney Afrika	BB-	221.31	3.7%	15.05.2024
Türkiye	B+	269.92	4.5%	15.05.2024
Rusya	NR	13775.17	100.0%	14.05.2024

Kaynak : www.worldgovernmentbonds.com/sovereign-cds/

Geçmiş grafiklere bakıldığında, CDS'lerin kredi temerrüt takası risk primlerinin hem yerel hem de küresel ekonomik gelişmelere son derece duyarlı olduğu görülmektedir. Özellikle, Türkiye'nin kredi temerrüt takası sözleşmelerinin risk primlerinin yükseldiği zamanlarda, Türkiye Cumhuriyeti Devleti'nin temerrüde düşme olasılığının sermaye piyasalarında fiyatlandığı izlenmektedir. Bu dönemlerde, yerel veya uluslararası düzeyde yaşanan bazı siyasi, ekonomik veya sosyal sorunlardan kaynaklanan belirsizliklerin arttığı veya kriz ortamlarının olduğu görülmektedir.

Türkiye'nin 5 yıllık CDS primlerindeki hareketleri gösteren Şekil 2.2. 2008-2024 dönemini kapsayan aylık verilere dayanmaktadır. Bu dönem boyunca Türkiye'nin CDS primleri, zaman zaman artışlar ve azalışlar yaşayarak değişim göstermiştir.

Şekil 2.2. Türkiye 5 Yıllık CDS Primi Grafiği

Kaynak: www.investing.com

2.5. Dolarizasyon ve Kredi Temerrüt Takası (CDS) Arasındaki Beklenen İlişki

Dolarizasyonun artışı, genellikle bir ülkenin yerel para birimine olan güvenin azaldığını gösterir. Ekonomik belirsizlikler, yüksek enflasyon veya siyasi istikrarsızlık, bireyleri ve şirketleri yerel para birimi yerine doları tercih etmeye iter. CDS primleri, yatırımcıların o ülkenin borçlarını ödeyememe riskine dair algısını yansıtır. Dolarizasyonun

artması, yatırımcıların ülkeye duyduğu güvenin azaldığını ve ülkenin ekonomik durumunun kötüleştiğini düşündürebilir, bu da CDS primlerini yükseltebilir.

Yüksek düzeyde dolarizasyon, bir ülkenin para politikası üzerinde sınırlamalar getirebilir ve merkezi bankanın ekonomik krizlerle mücadele etme kapasitesini azaltabilir. Bu durum, ekonomik istikrarsızlık ve kırılganlık yaratabilir. Yüksek CDS primleri, ülkenin ekonomik sağlık durumunun zayıf olduğuna işaret eder. Dolarizasyonun artması, bu zayıflığın bir göstergesi olabilir ve CDS primlerinin yükselmesine neden olabilir.

Dolarizasyon arttıkça, bu durum genellikle ekonomik belirsizlik ve risk algısının yükseldiğini göstermektedir. Yatırımcılar, bu tür bir ortamda borç geri ödeme riskinin arttığını düşünebilmekte ve bu nedenle CDS primleri yükselmektedir. Benzer şekilde, yüksek CDS primleri, ülkenin borçlarını ödeyememe riskinin yüksek olduğu algısını pekiştirerek dolarizasyonu daha da tetikleyebilir.

Öte yandan bu ilişkinin karşılıklı olduğu söylenebilir. Yüksek CDS primleri, ekonomik risklerin yüksek olduğu algısını pekiştirerek dolarizasyonu daha da artırabilir.

3. BÖLÜM: DOLARİZASYON VE KREDİ TEMERRÜT TAKASI'NA İLİŞKİN LİTERATÜR

3.1. Dolarizasyon Üzerine Çalışmalar

Literatürde Türkiye ve diğer ülkelerdeki dolarizasyon fenomenini çeşitli ekonomik değişkenlerle ilişkilendirerek analiz eden çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Literatürdeki bu çeşitlilik, konunun karmaşıklığını ve çok boyutluluğunu göstermektedir. Önemli gördüğümüz çalışmaların bazılarına aşağıda yer verilmiştir.

Komárek ve Melecký'nin (2003) yaptığı çalışma, 1994'ün ilk çeyreğinden 2001'in ikinci çeyreğine kadar olan dönemi kapsayan Çek Cumhuriyeti'nde gerçekleştirilmiştir. Araştırma, yabancı para mevduatlarının yerel para mevduatlarına oranını (Yabancı para mevduatları / M2-Geniş para arzı) bağımlı değişken olarak ele alırken, tüketici fiyat endeksi, döviz kurları ve yabancı bonoların getirileri (Almanya ve ABD) bağımsız değişkenler olarak incelenmiştir. Johansen Eşbütünleşme ekonometrik yöntemi kullanılarak yapılan analiz sonucunda, döviz kurlarındaki artışın ve yabancı bono getirilerinin dolarizasyonu artırdığı tespit edilmiştir.

Civcir'in (2005) Türkiye üzerine yaptığı çalışma, 1986'nın ilk ayından 1999'un son ayına kadar olan dönemi kapsamaktadır. Araştırma, yabancı para mevduatlarının M2'ye oranını bağımlı değişken olarak kullanırken, beklenen döviz kuru, yerel para birimi ile yabancı para birimi arasındaki gerçek getiri oranındaki fark, döviz kuru riski ve güvenilirlik bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Johansen Eşbütünleşme ekonometrik yöntemiyle gerçekleştirilen analize göre, dolarizasyon oranı ile faiz oranı farkı ve güvenilirlik arasında negatif, dolarizasyon oranı ile döviz kuru riski arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Bednarik'in (2007) çalışması, 1997'den 2006'ya kadar olan dönemde Çek Cumhuriyeti, Slovakya, Polonya ve Macaristan'ı kapsamaktadır. Araştırma, yabancı para kredilerinin toplam kredilere oranını bağımlı değişken olarak ele alırken, yabancı para kredilerinin faiz oranı, enflasyon oranı ve döviz kuru bağımsız değişkenler olarak incelenmiştir. En Küçük Kareler (EKK) ekonometrik yöntemi kullanılarak yapılan analiz

sonucunda, yabancı para kredilerinin faiz oranının dolarizasyon üzerinde negatif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Hekim'in (2008) Türkiye üzerine gerçekleştirdiği çalışma, 1992'nin ilk ayından 2007'nin son ayına kadar olan dönemi kapsamaktadır. Araştırma, yabancı para mevduatlarının M2'ye oranını bağımlı değişken olarak kullanmıştır. Bağımsız değişkenler olarak, yerel ve yabancı para birimlerindeki mevduat faiz oranları arasındaki fark ile reel efektif döviz kurları incelenmiştir. Sıradan En Küçük Kareler (EKK) ekonometrik yöntemiyle yapılan analizde, reel döviz kuru ve faiz oranları farkının dolarizasyon üzerinde sırasıyla negatif ve pozitif etkileri olduğu bulgulanmıştır.

Rosenberg ve Tirpák'ın (2008) çalışması, 1999'dan 2007'ye kadar olan dönemde, AB'ye yeni üye olan 10 ülkeyi kapsamaktadır. Araştırmada, yabancı para kredilerinin toplam kredilere oranını bağımlı değişken olarak belirlerken, yabancı ve yerel para birimleri arasındaki faiz farkı, kredi-mevduat rasyosu, açıklık ile kısıtlamalar bağımsız değişkenler olarak analiz edilmiştir. Panel regresyon analizine göre, dolarizasyon ile faiz oranı farkı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Yinusa'nın (2009) çalışması, 1980'den 2004'e kadar olan dönemde, 18 Sahra Altı Afrika ülkesini kapsamaktadır. Araştırma, yabancı para mevduatlarının M2'ye oranını bağımlı değişken olarak kullanmıştır. Bağımsız değişkenler olarak, enflasyon, sermaye hesabı kısıtlamaları, reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH), yerel ve politika faiz oranları, beklenen döviz kurları ve politik risk ele alınmıştır. Panel veri analizi sonucunda, sermaye hesabı kısıtlamaları ile yerel ekonomik koşullar arasındaki etkileşimin dolarizasyonu etkilediği tespit edilmiştir.

Neanidis ve Savva'nın (2009) çalışması, 1993'ün Şubat ayından 2006'nın Aralık ayına kadar olan dönemde, 11 geçiş ekonomisini kapsamaktadır. Araştırma, yabancı para mevduatlarının toplam mevduatlara oranını ve yabancı para kredilerinin toplam kredilere oranını bağımlı değişken olarak ele alırken, yerel ve yabancı para birimleri arasındaki faiz oranları farkı, döviz kuru, parasal taban ve dolarizasyondaki değişim bağımsız değişkenler olarak incelenmiştir. EKK, Sabit Etkiler, Rastgele Etkiler, Uygulanabilir Genelleştirilmiş En Küçük Kareler ekonometrik yöntemleri kullanılarak yapılan analizde, döviz kuru artışının kredi ve mevduat dolarizasyonunu olumlu etkilediği; faiz oranı farkının ise mevduat dolarizasyonunu negatif, kredi dolarizasyonunu ise pozitif etkilediği bulgulanmıştır.

Dumrul'un (2010) Türkiye üzerine yaptığı çalışma, 1988'den 2009'a kadar olan dönemi kapsamaktadır. Araştırma, yabancı para mevduatlarının Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya (GSYİH) oranını bağımlı değişken olarak kullanırken, yerel ve yabancı faiz oranları farkı ve beklenen döviz kurları bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Otoregresif Dağıtılmış Gecikme (ARDL) ekonometrik yöntemiyle yapılan analizde, beklenen döviz kurları ve faiz oranlarının para ikamesine pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Lay ve diğerlerinin (2012) Kamboçya üzerine gerçekleştirdiği çalışma, 1998'in Haziran ayından 2008'in Ocak ayına kadar olan dönemi kapsamaktadır. Araştırma, döviz kuru ve yabancı para mevduatlarının M2'ye oranını bağımlı değişken olarak ele alırken, GARCH ve Granger Nedensellik ekonometrik yöntemleri kullanılmıştır. Analiz sonucunda, dolarizasyonun döviz kuru istikrarsızlığının önemli bir nedeni olduğu ve dolarizasyondan döviz kuruna Granger nedenselliği olduğu bulgulanmıştır.

Vieira ve arkadaşlarının (2012) çalışması, 1996'dan 2006'ya kadar olan dönemde 79 ülkeyi kapsamaktadır. Araştırma, yabancı para mevduatlarının toplam mevduatlara oranını bağımlı değişken olarak kullanırken, kurumsal değişkenler, ABD faiz oranı, reel döviz kuru ve Borç/GDP oranı bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi ile yapılan analizde, artan sistemik riskin dolarizasyonu olumlu etkilediği bulgulanmıştır.

Ponomarenko ve diğerlerinin (2013) Rusya üzerine yaptığı çalışma, 2001'in Ocak ayından 2011'in Haziran ayına kadar olan dönemi kapsamaktadır. Araştırma, yabancı para mevduatlarının ve kredilerinin toplam mevduat ve kredilere oranını bağımlı değişken olarak ele alırken, mevduat ve kredi faiz oranları, döviz kuru, parasal taban ve toplam yükümlülüklere göre yabancı yükümlülükler bağımsız değişkenler olarak incelenmiştir. OLS ve GMM yöntemleri kullanılarak yapılan analizde, yerel para biriminin değer kazanma oranının mevduat dedolarizasyonu için ana faktör olduğu ve faiz oranı farkı ile dolarizasyon arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak önemsiz olduğu tespit edilmiştir.

Adeniji'nin (2013) Nijerya üzerine yaptığı çalışma, 1970'ten 2012'ye kadar olan dönemi kapsamaktadır. Araştırmada, yabancı para birimlerinin M1'e oranını ve yabancı para mevduatlarının M2'ye oranını bağımlı değişken olarak kullanılırken, enflasyon, döviz kuru

ve faiz oranı bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Otoregresif Dağıtılmış Gecikme (ARDL) yöntemiyle yapılan analizde, dolarizasyon ile döviz kurunun olumlu ve dolarizasyon ile faiz oranının olumsuz etkileştiği sonucuna ulaşılmıştır.

Olayungbo ve Ajuwon'un (2015) Nijerya üzerine gerçekleştirdiği çalışma, 1986'nın ilk çeyreğinden 2015'in ilk çeyreğine kadar olan dönemi kapsamaktadır. Araştırma, yabancı para mevduatlarının M2'ye oranını bağımlı değişken olarak kullanmıştır. Faiz oranları bağımsız değişken olarak ele alınırken, Granger nedensellik analizine göre, faiz oranları ile dolarizasyon arasında nedensel bir ilişki bulunmadığı ortaya konmuştur.

Srithilat ve diğerlerinin (2018) ASEAN ülkeleri üzerine yaptığı çalışma, 1995'ten 2015'e kadar olan dönemi kapsamaktadır. Araştırma, yabancı para mevduatlarının M2'ye oranını bağımlı değişken olarak kullanırken, enflasyon ve reel döviz kuru bağımsız değişkenler olarak incelenmiştir. Panel Nedensellik analizi kullanılarak yapılan analizde, reel döviz kuru artışının dolarizasyon üzerinde pozitif bir etkisi olduğu bulgulanmıştır.

Aigheyisi ve Isikhuemen'in (2019) Nijerya üzerine yaptığı çalışma, 1994'ten 2015'e kadar olan dönemi kapsamaktadır. Araştırma, yabancı para mevduatlarının M2'ye oranını bağımlı değişken olarak kullanırken, döviz kuru, yabancı doğrudan yatırımlar, enflasyon ve brüt sabit sermaye oluşumu bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. FMOLS ve Robust Sıradan En Küçük Kareler (ROLS) yöntemleriyle gerçekleştirilen analize göre, döviz kuru ile dolarizasyon arasında aynı yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Miles'ın (1981) çalışması, 1965-1978 yılları arasında Amerika ve Almanya'yı kapsamaktadır. Çalışma, yerel ve yabancı para birimleri, faiz oranları ve döviz kurlarını araştırmıştır. EKK yöntemi ile yapılan analizde, sabit kur sistemi uygulandığı dönemlerde her iki ülkede de dolarizasyonun meydana gelmediği; serbest kur sistemi olduğu dönemlerde ise para ikamesinin gerçekleştiği görülmüştür.

Ortiz'in (1983) Meksika üzerine yaptığı çalışma, 1933-1980 yıllarını kapsamaktadır. Yabancı para vadesiz mevduatı, yerli para vadesiz mevduatı, devalüasyon oranı ve yabancı para riski incelenmiştir. EKK ile yapılan analizde, ülkede dolarizasyon için yeterli kanıt bulunmadığı saptanmıştır.

Filho'nun (1986) Arjantin üzerine yaptığı çalışma, 1960-1976 yıllarını kapsamaktadır. Para talebi, devalüasyon oranı, enflasyon, dolaşımdaki para ve reel gelir incelenmiştir. EKK ile yapılan analizde, Arjantin'de para ikamesinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Hakioğlu'nun (1988) Türkiye üzerine yaptığı çalışma, 1984-1987 yıllarını kapsamaktadır. Döviz tevdiat hesapları (DTH), vadeli ve vadesiz tasarruf mevduatları incelenmiştir. EKK ile yapılan analizde, Türk Lirası'nın (TL) yabancı paralarla ikame edilebileceği bulunmuştur.

Viren'in (1990) Finlandiya üzerine yaptığı çalışma, 1973-1988 yıllarını kapsamaktadır. DTH/M1, kredi kartı harcamaları, reel para balansı, enflasyon oranı ve reel milli gelir incelenmiştir. Analizde, bütün bağımsız değişkenler için işaret beklentileri beklenen sonucu vermiş ve bütün bağımsız değişkenler istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.

Scacciavillani'nin (1995) çalışması, Türkiye'de insanların Türk Lirası likit aktifler yerine yabancı para likit aktiflerine yönelme eğilimini göstermektedir. Bu durum, devalüasyon oranı ve enflasyon gibi ekonomik faktörlerle ilişkilendirilmiştir.

Özkaramete (1996) tarafından yapılan çalışma, 1990'dan 1995'e kadar olan dönemi kapsar ve Türkiye'deki döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduata oranını, beklenen döviz kuru değişimlerini, faiz oranlarını, para arzını ve enflasyon oranlarını inceler. Vektör Otoregresyon Analizi (VAR) ile yapılan analizde, faiz değişkeni hariç tüm değişkenlerin dolarizasyon ile pozitif ilişkili olduğu bulunmuştur.

Akçay, Alper ve Karasu (1997) tarafından yapılan çalışma, 1987'den 1995'e kadar olan dönemi kapsar ve Türkiye'deki para ikamesi ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi inceler. Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişkenlik (GARCH) modeli kullanılarak yapılan analizde, dolarizasyonun döviz kurunda değişikliklere yol açtığı tespit edilmiştir.

Yamak ve Yamak (1997) tarafından yapılan çalışma, 1990'dan 1997'ye kadar olan dönemi kapsar ve Türkiye'deki geniş para arzının (M2Y) döviz tevdiat hesaplarına oranını, beklenen döviz kuru değişim oranını ve yurtiçi enflasyonu inceler. EKK ile yapılan analizde, döviz kurlarındaki artış ve para ikamesi arasında pozitif yönlü bir ilişki ortaya çıkmıştır.

Kural (1997) tarafından yapılan çalışma, Türkiye ve Latin Amerika ülkelerini kapsar ve döviz mevduatlarının para arzına oranını, para arzını ve döviz kurunu inceler. Engle-Granger Eşbütünleşme testi ile yapılan analizde, para ikamesinin alternatif yatırım araçları nedeniyle güçlü bir trende sahip olmadığı bulgulanmıştır.

Selçuk (1997) tarafından yapılan çalışma, 1985'ten 1993'e kadar olan dönemi kapsar ve Türkiye'deki yurtiçi yerleşiklerin döviz tevdiat hesaplarını, reel faiz oranlarını ve tüketici fiyat endeksini inceler. Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) ve Sınır Testi ile yapılan analizde, Türkiye'de para ikamesini birinci dereceden enflasyonun belirlediği tespit edilmiştir.

Mongardini ve Mueller (1999) tarafından yapılan çalışma, 1993'ten 1998'e kadar olan dönemi kapsar ve Kırgızistan'daki döviz tevdiat hesaplarının geniş para arzına oranını, para ikamesi oranını, enflasyonu ve döviz kurlarındaki değişim oranını inceler. Otoregresif Dağıtılmış Gecikme (ARDL) modeli ile yapılan analizde, faiz farkları ve döviz kuru değişikliklerinin dolarizasyonun sebepleri olduğu bulgulanmıştır.

Sarayevs (2000) tarafından yapılan çalışma, 1993'ten 1999'a kadar olan dönemi kapsar ve Letonya'daki döviz tevdiat hesaplarının geniş para arzına oranını, reel döviz kurunu, enflasyonu ve nominal Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'yı (GSYİH) inceler. EKK ve Nedensellik Hata Düzeltme Modeli (ECM) ile yapılan analizde, para ikamesinde etkili olan değişkenlerin döviz kuru değişimi ile yabancı para cinsi mevduat miktarı olduğu tespit edilmiştir.

Aklan'ın (2001) araştırması, 1990'dan 2000'e kadar olan süreçte Türkiye'deki döviz hesaplarının geniş para arzına oranını, enflasyon oranını ve döviz kurlarındaki değişim oranını incelemiştir. Granger Nedensellik analizi ile yapılan çalışmada, enflasyon oranındaki değişimden para ikamesine doğru bir nedensellik görülmüştür.

Lazea ve Cozmanca (2003), Romanya'daki M2 para arzını, faiz oranını, beklenen enflasyon oranını, mevduat faizini, sanayi üretim endeksini ve döviz kuru değişim oranını incelemişlerdir. Johansen Eşbütünleşme modeli ile yapılan analizde, tüm değişkenlerin para ikamesinin belirleyicisi olduğu sonucuna varılmıştır.

De Freitas (2004), Türkiye'deki döviz tevdiat hesaplarını, yurtiçi bono faiz oranını, döviz kurunu ve faizleri ele almıştır. En Küçük Kareler yöntemi ile yapılan analizde, Türk ekonomisinde faizlerin para ikamesi üzerinde etkisiz olduğu, döviz kurlarının ise pozitif etkisi bulunduğu gözlenmiştir.

Us (2003), Türkiye'deki yabancı para mevduatlarının para arzına oranını, reel faiz oranları farkını ve Türk Lirası'nın değer kaybını incelemiştir. Sınır Testi ile yapılan analizde, Türkiye'de para ikamesine ait histerinin etkilerinin devam ettiği tespit edilmiştir.

Çetin'in (2004) çalışması, 1987'den 2003'e kadar olan dönemde Türkiye'de enflasyon ve beklenen döviz kuru üzerine odaklanmıştır. Granger Nedensellik analizi sonucunda, enflasyondaki düşüşün döviz kurlarındaki belirsizliği ve dolarizasyonu azalttığı tespit edilmiştir.

Darıcı (2004), 1990'dan 2002'ye kadar olan dönemde Türkiye'deki para ikamesi, reel döviz kuru, TÜFE, aylık vadeli mevduat faizini ele almıştır. En Küçük Kareler yöntemi ile yapılan analizde, reel döviz kuru ve enflasyon değişkeninin para ikamesinin varlığını ortaya çıkardığı gözlemlenmiştir.

Us ve Kıvılcım (2005), 1990'dan 1999'a kadar olan dönemde Türkiye'deki döviz tevdiat hesaplarının geniş para arzına oranını, enflasyon oranını, döviz kuru, yerli ve yabancı para faiz oranı farkını ve Türk Lirası ile enflasyon kukla değişkenlerini incelemişlerdir. Otoregresif Dağıtılmış Gecikme (ARDL) modeli ile yapılan analizde, para ikamesinin en önemli belirleyicisinin enflasyon oranı olduğu tespit edilmiştir.

Başkurt (2005), 1987'den 2004'e kadar olan dönemde Türkiye'deki M2Y-M2, döviz kuru, yerli ve yabancı para faiz oranları ve Türk Lirası mevduat faizi oranlarını ele almıştır. Johansen Eşbütünleşme modeli ile yapılan analizde, Türkiye'de para ikamesinin beklenen döviz kuruna bağlı olduğu bulgulanmıştır.

Terzi ve Kurt (2007), 1990'dan 2006'ya kadar olan dönemde Türkiye'deki döviz tevdiat hesaplarının geniş para arzına oranını, reel döviz kuru, para arzı ve enflasyonu ele almışlardır. Vektör Otoregresyon Analizi (VAR) ile yapılan analizde, enflasyon, döviz kurları ve para arzının dolarizasyonun temel sebebi olarak belirlenmiştir.

Us ve Kıvılcım (2007), Türkiye'deki döviz tevdiat hesaplarının geniş para arzına oranını, hasıla artışındaki dalgalanmayı, enflasyon ve döviz kurunu incelemişlerdir. VAR modeli ile yapılan analizde, döviz kuru ve enflasyon beklentilerinin para ikamesini etkilediği bulgulanmıştır.

Erbaykal ve diğerlerinin (2008) çalışması, 2001'den 2006'ya kadar olan dönemde Türkiye'deki reel M2 para arzı, reel GSYİH, nominal faiz oranı ve nominal efektif döviz kurunu incelemiştir. ARDL ve Johansen-Juselius Eşbütünleşme analizi ile yapılan çalışmada, Türkiye ekonomisinde tersine para ikamesi yaşandığı tespit edilmiştir.

Aklan ve Nargeleçekenler'in (2009) çalışması, 1998'den 2007'ye kadar olan dönemde Türkiye'deki dinamik panel verileri kullanarak bilanço etkisinin imalat sanayisi üzerindeki etkisini incelemiştir.

Yunisa'nın (2009) araştırması, Nijerya'daki para ikame oranı (DTH/M2), döviz kuru beklentisi, yerel ve yabancı para faiz oranları, enflasyon, reel döviz kuru ve reel GSYİH gibi değişkenleri 1986 ile 2005 yılları arasında incelemiştir. Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) analizi, döviz kuru dalgalanmalarının para politikalarını etkilediği sonucuna varmıştır.

Neanidis ve Savva'nın (2009) araştırması, 1993 ile 1998 arasındaki dönemde geçiş ekonomilerinde mevduat ve borç dolarizasyonu, döviz kuru, para tabanı, net dış varlık değişkeni, enflasyon, faiz oranları farkı ve rüşvet indeksi gibi faktörleri incelemiştir. Panel veri analizi kullanılarak yapılan çalışmada, mevduat ve borç dolarizasyonlarının faiz oranı farklarından etkilendiği belirlenmiştir.

Taşçı ve diğerlerinin (2009) çalışması, 2001'den 2006'ya kadar olan dönemde Türkiye'de M2-GSYH, ulusal ve yabancı bono faiz oranları, enflasyon, LIBOR faiz oranları ve reel geliri incelemiştir. Analizde, dedolarizasyon sürecinde kur dalgalanmalarının azaldığı ve bu azalmanın ters dolarizasyon sürecini hızlandırdığı bulgulanmıştır.

Saraç'ın (2010) çalışması, 1994'ten 2009'a kadar olan dönemde Türkiye'de DTH/M2 ve enflasyonu ele almıştır. VAR analizi ile yapılan çalışmada, enflasyonun dolarizasyonun sebebi olduğu tespit edilmiştir.

Zeybek’in (2014) çalışması, dolarizasyon, enflasyon, reel kesim güven endeksi ve rezerv karşılık oranını incelemiştir. Korelasyon analizi ile yapılan çalışmada, zorunlu rezerv karşılıklarının dolarizasyona etki etmediği ancak dolarizasyonun enflasyon ile ilişkili olduğu bulgulanmıştır.

Olayungbo ve Ajuwon’un (2015) çalışması, 1986’dan 2015’e kadar olan dönemde Nijerya’da dolarizasyon, enflasyon ve faiz oranını ele almıştır. SVAR analizi ile yapılan çalışmada, dolarizasyondan enflasyona doğru tek yönlü bir ilişki bulunmuştur.

3.2. CDS Üzerine Çalışmalar

Şahin ve Özkan’ın (2018) araştırması, Türkiye'de 2012 ile 2017 yılları arasında CDS'ler, borsa endeksleri ve döviz kurları arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. CDS ve borsa endeksi arasında iki yönlü neden sonuç ilişkisi bulunduğu belirlenmiştir.

Bolaman Avcı'nın (2020) araştırması, Türkiye'de 2003-2018 döneminde CDS ve BIST100 endeksi arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmıştır. Toda-Yamamoto (T-Y) Nedensellik testi kullanılarak yapılan analize göre, BIST100 endeksinin CDS’in açıklayıcısı olduğu bulunmuştur.

Bektur ve Malcıoğlu'nun (2017) araştırması, Türkiye'de 2000-2017 döneminde CDS ve BIST100 endeksi arasındaki nedensellik ilişkisini incelemiştir. Hacker-Hatemi-J nedensellik testi kullanılarak yapılan analize göre, ülke CDS primlerinden BIST100 endeksine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Sovbetov ve Saka'nın (2018) araştırması, 2008-2015 yılları arasında Türkiye'de CDS ve BIST100 endeksi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan ARDL analizi, uzun ve kısa dönemde olumsuz bir ilişkinin olduğunu ve bu iki değişken arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin mevcut olduğunu ortaya koymuştur.

Kadooğlu Aydın ve diğerlerinin (2016) çalışması, Türkiye'nin de içinde bulunduğu 10 ülkede, 2010-2015 döneminde CDS ve BIST100 endeksi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan regresyon analizi, gelişmekte olan ülkelerde yatırımcıların yatırım kararlarında CDS primlerini göz önünde bulundurabileceklerine dair bir sonuca ulaşmıştır.

Kar ve diğerlerinin (2016) araştırması, Türkiye'deki CDS ve EUR döviz kuru arasındaki nedensellik ilişkisini 2009-2015 yılları arasında incelemiştir. Asimetrik Nedensellik testiyle gerçekleştirilen analizde, uzun dönemli bir nedensellik ilişkisi belirlenmiş ve CDS primindeki azalışın döviz kurunu olumlu etkileyeceği, ancak artışın olumsuz bir etkiye sahip olmayacağı sonucuna varılmıştır.

Çonkar ve Vergili (2017) tarafından yapılan araştırma, Türkiye'de 2010-2015 yılları arasında CDS, USD ve EUR döviz kurları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Granger Nedensellik testi analizinde, USD döviz kuru ile CDS primi arasında tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin bulunduğu saptanmıştır.

Danacı ve diğerlerinin (2017) araştırması, Türkiye'deki ekonomik büyüme ile CDS primi arasındaki nedensellik ilişkisini 2009-2015 yılları arasında incelemiştir. Yapılan Toda-Yamamoto (T-Y) Nedensellik testi sonucunda, ekonomik büyüme ile CDS primi arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığı belirlenmiştir.

Akyol ve Baltacı'nın (2019) çalışması, 2005 ile 2018 yılları arasında Türkiye'deki enflasyon, faiz oranı, cari işlemler dengesi, borsa endeksi ve reel döviz kuru gibi faktörlerin CDS'ler üzerindeki uzun vadeli etkilerini değerlendirmiştir. ARDL analizine dayanan bu çalışmada, cari işlemler dengesi, portföy yatırımı ve hisse senedi getirisinin CDS'ler üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğu, faiz oranı, enflasyon ve reel döviz kurunun ise olumlu bir etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Ekrem ve diğerlerinin (2018) araştırması, 2006-2017 yılları arasında Kırılgan Beşli ülkelerindeki bağımsız değişkenlerin CDS primlerini açıklama yöntemini incelemiştir. ARDL analiziyle gerçekleştirilen çalışmada, bağımsız değişkenlerin CDS primlerini uzun dönemde açıkladığı, ancak kısa dönemde beklenen etkilerin belirlenemediği sonucuna varılmıştır.

Özçelik ve Göksu (2020) tarafından gerçekleştirilen araştırma, enflasyon oranı, CDS, ve aylık ihtiyaç kredisi faiz oranı ortalaması arasındaki nedensellik ilişkisini incelemiştir. ARDL analizi ve Granger Nedensellik testi kullanılarak yapılan çalışmada, CDS priminin

iki değişken üzerinde etkisi tespit edilmemiştir; ancak CDS priminin faiz oranı ve enflasyonun nedeni olduğu sonucuna varılmıştır.

Kargı'nın (2014) araştırması, Türkiye'de 2005-2013 döneminde CDS (Kredi Temerrüt Takasları), Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) faiz oranı, politika faiz oranı ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) arasındaki nedensellik ilişkisini incelemiştir. Granger Nedensellik testi kullanılarak yapılan çalışmada, büyümeden CDS'e ve CDS priminden politika faiz oranına tek yönlü nedensellik, DİBS faiz oranları ile CDS arasında ise çift yönlü nedensellik ilişkisi olduğu belirlenmiştir.

Hancı (2014) araştırmasında, Türkiye'deki CDS dağılımları ile BIST-100 getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. CDS primi ile BIST-100 getirileri arasında negatif yönlü bir bağlantı gözlenmiştir. Değişkenler arasındaki volatilite oldukça yüksektir, şoklar dirençlidir ve ortalama değerlere dönüşler zaman alıcıdır.

Eren ve Başar (2016) çalışmalarında, Kredi temerrüt takas işlemleri ile BIST-100 Endeksi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma, kredi temerrüt takas işlemlerinin kısa vadede hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilediğini, ancak uzun vadede bir etkisinin olmadığını göstermiştir.

Kayhan ve diğerleri (2016), BIST-100 Endeksi ile ABD ve Avrupa'daki CDS piyasaları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Türkiye ekonomisindeki CDS primlerindeki göreceli değişikliklerin BIST-100'ü etkilediği gözlemlenmiştir. ABD ve Euro Bölgesi arasındaki göreceli CDS primi farklılıkları ile BIST-100 endeksi arasında bir ilişki tespit edilmiştir. Prim farkının artması durumunda hisse senedi endeksinin düştüğü görülmüştür.

Değirmenci ve Pabucçu (2016), CDS ile BIST pay senedi değerleri arasındaki bağlantıyı araştırmışlardır. CDS primleri ile pay senedi değerleri arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Jeanneret (2017), Avrupa ülkelerinin temerrüt riskleri ile ABD hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Avrupa'daki ülke temerrüt riskleri, Avrupa ve ABD hisse senedi piyasalarını ekonomik yavaşlama tehdidiyle güçlü bir şekilde etkileyerek hisse senedi fiyatlarını düşürmekte ve volatilitesini artırmaktadır.

Bektaş ve Babuşcu (2019) tarafından 2018 yılı verilerine dayalı olarak yapılan bir çalışmada, döviz kuru ile CDS primi arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

Corte ve diğerleri (2015), 2003-2013 döneminde Amerikan Doları cinsinden 20 ülkenin para birimleri ile CDS primleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmalarında, ülke riskinin arttığı ve CDS primlerinin yükseldiği dönemlerde döviz kurlarının değer kaybettiğini tespit etmişlerdir.

Şahin ve Özkan (2018) tarafından gerçekleştirilen çalışma, 2012-17 dönemi verileri üzerinde CDS, döviz kuru ve BİST100 Endeksi'ni analiz etmiştir. Araştırmanın sonuçları, CDS ve döviz kuru değişkenlerinin uzun vadede birlikte hareket ettiğini ortaya koymaktadır; ancak bu değişkenler arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Bulgular, CDS ve döviz kuru arasındaki ilişkinin karşılıklı ve nedensellikten bağımsız olduğunu göstermektedir.

Hassan ve diğerlerinin (2016) çalışmasında, 2009-2015 dönemine ait aylık veriler kullanılarak MS VAR analizi yapılmıştır. Araştırmanın bulgularına göre, CDS priminden döviz kuruna doğru bir nedensellik ilişkisi belirlenmiştir. Ayrıca, 2008 krizi sonrası dönemde piyasalardaki risklerin döviz kuru dalgalanmalarını belirlemede önemli bir etkiye sahip olduğu vurgulanmıştır.

Özman ve diğerleri (2018) tarafından gerçekleştirilen araştırmada, 2005-2017 dönemine ait veriler kullanılarak CDS Primi ile kur-faiz ilişkisi incelenmiştir. Bulgular, CDS primlerinin döviz kuru üzerinde etkili olduğunu ve bu etkileşimin zaman içinde tek yönlü bir şekilde gerçekleştiğini göstermektedir.

Carr ve Wu'nun (2007) çalışmasında, Brezilya ve Meksika ekonomilerini 2002-2005 dönemi boyunca analiz ederek CDS primi ile döviz kuru arasında bir nedensellik ilişkisi tespit etmişlerdir.

Zhang, Yau ve Fung (2010) tarafından yapılan araştırmada, 2007-2008 kriz döneminde CDS primlerinin döviz piyasası ile olan ilişkisi irdelenmiştir. Granger Nedensellik Testi ve VAR modeli kullanılarak yapılan analizde CDS piyasasının döviz

piyasası üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu ve döviz kurlarının CDS primlerinden etkilendiğini tespit edilmiştir.

Jensen (2013) çalışmasında, 2005-2010 dönemine ilişkin günlük verilerle yaptığı analizde, sadece kriz zamanlarında Japon kredi temerrüt takasının döviz kurunun Granger nedensel olduğunu belirlemiştir.

3.3. Dolarizasyon ve CDS'in Birlikte Yer Aldığı Çalışmalar

Erkan ve Ertürk (2024) çalışması, Türkiye'deki dolarizasyonun kökenlerini ve asimetrik yapısını belirlemeye yöneliktir. Hatemi-J Asimetrik Nedensellik testi ve VAR Analizi gerçekleştirilmiştir. Dolarizasyon sebepleri arasında, döviz kuru en etkili değişken olarak belirlenmiştir. Ancak, asimetrik nedensellik analizi dolarizasyon oranı ile CDS primi arasında önemli bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Makalede, öngörülen ve gerçekleşen döviz kuru, enflasyon oranı ve risk primindeki olumsuz bir etkinin dolarizasyon oranındaki olumsuz bir etkinin nedeni olduğu belirtilirken, faiz oranlarının artışının dolarizasyonu tersine çevirmeyeceği sonucuna varılmaktadır. Bu sonuçlar, dolarizasyonun karmaşık yapısını ve özellikle dolarizasyon ile CDS primi arasındaki ilişkinin önemini vurgulamaktadır.

Aktaş ve Aydınlık'ın (2022) araştırmasında, Türkiye'nin 81 ilindeki mevduat dolarizasyonu, döviz kuru, CDS primleri, il enflasyonu, il ihracatı ve il ithalatı gibi faktörlerle analiz edilmeye çalışılmıştır. Sabit etkili ve rassal etkili panel veri analiz yöntemleri kullanılarak yapılan çalışmada, bağımsız değişkenlerin tümünün mevduat dolarizasyonu üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Özellikle, dolarizasyon ile CDS primleri arasında belirgin bir ilişki gözlemlenmiştir. Etki büyüklüklerine göre, enflasyon, ithalat, ihracat, döviz kuru ve CDS primlerinin mevduat dolarizasyonu üzerinde daha belirleyici olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, Hausman testi sonucunda rassal etkili modelin daha uygun olduğu belirlenmiştir. Analizde, her il için hesaplanan sabit terimler ve il nüfusuna kayıtlı gurbetçi vatandaşlar arasında güçlü bir korelasyon tespit edilmiştir. Sonuç olarak, çalışma, Türkiye'nin farklı illerinde mevduat dolarizasyonunun belirleyicilerini belirlemekte ve ekonomik politika yapıcıları için tasarrufçuları Türk lirası ve benzeri araçlara yönlendirmenin gerekliliğini vurgulamaktadır. Gelecekteki çalışmalarda, yastık altı tasarrufların ve offshore tasarrufların

da dikkate alınması ve kamu sektöründeki dolarizasyonun incelenmesinin önemi vurgulanmaktadır.

Eren ve diğerleri (2022) tarafından yapılan çalışma, Türkiye'deki dolarizasyon ve risk primi ilişkisini derinlemesine ele almaktadır. Çalışma, Türkiye'nin yüksek riskli bir ülke olarak değerlendirilmesinin yanı sıra CDS primlerinin dolarizasyon üzerindeki etkisini vurgulamaktadır. Beş yıllık CDS prim değerleri temel alınarak yapılan araştırmada, dolarizasyonun finansal istikrara etkisini belirlemek için 2012 Aralık ile 2022 Şubat tarihleri arasındaki haftalık veriler kullanılmıştır. Çalışmada, dolarizasyon ile döviz kuru, ülke riski ve yerel para birimi mevduat faiz oranları arasındaki ilişki, Fourier Eşbütünleşme Testi (FSHIN) ve Dinamik En Küçük Kareler (DOLS) tahmincisi gibi ekonometrik yöntemlerle tetkik edilmiştir. Analiz çıktıları dolarizasyonu yerel para birimi mevduat faiz oranları, kurlar ve ülke riskinin artırdığını, ancak diğer para birimi faiz oranlarının azalttığını göstermektedir.

4. BÖLÜM: DOLARİZASYONUN KREDİ TEMERRÜT TAKASI (CDS) ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

4.1. Araştırmanın Amacı

CDS primi yüksek olan ülkeler, borç almak için daha yüksek maliyetlerle karşılaşacaklardır. Bu durum, beraberinde daha büyük riskler getirir. Artan ülke risk primi, yabancı yatırımcıların yeni yatırımlara yönelik tereddütlerini artırırken, mevcut yatırımların da değer kaybetmesine yol açabilir. Bu nedenle, CDS primi, yatırımcılar tarafından bir ülkenin kredi riskini ölçmede önemli bir gösterge olarak kabul edilir. CDS'ler ülkelere ait ekonomik performans ve finansal gelişmişliğe ışık tutması, bu anlamda oluşabilecek şoklara karşı verilebilecek tepkilerin saptanması ile dış borçlanma kaynak maliyetlerinde doğrudan bir etkiye sahip olmaktadır. Bununla birlikte ülkedeki ekonomik birimlerin katlanacağı kredi maliyetlerine de etki etmektedir. Bu nedenle CDS finansal ve reel piyasaların performansına ait önemli bir gösterge olarak ele alınmaktadır.

Bir ekonomide dolarizasyon yaşandığında ise merkez bankasının para politikası üzerindeki etkinliği azalır ve Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) politikalarından daha fazla etkilenme riskiyle karşı karşıya kalır. Bu durum, ekonominin içsel gereksinimlerine uygun ve etkili bir para politikası yürütme kapasitesini zayıflatabilir. Dolarizasyonun finansal istikrarsızlık riski taşıması olasıdır. Yerel para birimi yerine doların kullanılması, ekonomideki finansal şokların ve krizlerin dolar cinsinden daha hızlı ve geniş kapsamlı bir şekilde yayılmasına neden olabilir. Öte yandan, dolarizasyon durumunda, dış ticaretteki fiyatlar daha az esnek olabilir ve ülkenin rekabet gücü üzerinde olumsuz etkiler yaratabilir. Dolarizasyonun sürdürülebilir büyümeyi engelleme potansiyeli vardır. Yerel para birimindeki likidite sıkıntısı ve dışsal şoklara karşı sınırlı politika araçları, ekonominin istikrarlı bir şekilde büyümesini zorlaştırabilir.

Ekonomi teorisine göre, bir ülkede dolarizasyonun artmasıyla birlikte CDS primlerinin yükselme eğiliminde olduğu öngörülmektedir. Dolarizasyonun artmasıyla birlikte ekonominin diğer ekonomik ve finansal faktörlerinin de olumsuz etkileneceği ve ülkenin risk algısının daha da kötüleşeceği varsayılmıştır.

Bu çalışma, ülkedeki mevduat ve kredi dolarizasyonu ile CDS primleri arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlamaktadır.

4.2. Veri Seti

Bu araştırmada, Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi ile dolarizasyonun ana bileşenlerinden olan Mevduat Dolarizasyonu ve Kredi Dolarizasyonu göstergeleri arasındaki istatistiksel ilişkinin tespiti amaçlanmaktadır. Çalışmada kullanılan değişkenler ile ilgili bilgilere Tablo 4.1.'de yer verilmiştir.

Tablo 4.1. Analizde Kullanılan Değişkenler

Kısaltma	Değişken	Tanım	Kaynak
CDS	Türkiye 5 Yıllık CDS Primi	Türkiye'nin borcunu geri ödeyememe riskinin piyasa tarafından algılanan seviyesini göstermektedir.	Investing.com
DOLMEVD	Mevduat Dolarizasyonu	Toplam YP Mevduat / Toplam Mevduat	TCMB EVDS
DOLKR	Kredi Dolarizasyonu	Toplam YP Krediler / Toplam Krediler	BDDK

Bu değişkenler için, 2 Ocak 2015'den başlayıp 26 Nisan 2024 tarihi ile biten 487 haftaya ait toplam 1461 veri kullanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. CDS primi verileri investing.com veri tabanından günlük olarak temin edilmiş, verilerin aynı dönemleri kapsaması için diğer değişkenlere paralel olarak haftalık veriler alınmıştır. CDS verisinin logaritması alınarak (LNCDS) hesaplamalar yapılmıştır. Mevduat Dolarizasyonu ve Kredi Dolarizasyonu verileri sırasıyla TCMB EVDS ve BDDK veri tabanından elde edilmiştir. Ekonometrik analizler için Econometric Views (Eviews, sürüm 12) paket programı kullanılmıştır.

Analizde Türkiye 5 yıllık CDS priminin seçili göstergeler ile arasındaki ilişkiyi incelemek için aşağıda yer alan model test edilecektir.

$$LCDS = \beta_0 + \beta_2 \mathrm{DOLKR}_t + \beta_1 \mathrm{DOLMEVD}_t + \mu_t$$

4.3. Yöntem

Mevduat ve Kredi Dolarizasyonun CDS primi üzerine etkisini belirlemek için öncelikle serilerin durağan olup olmadığı tespit edilmesi gerekmektedir. Daha sonra değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi belirlenecektir. Son olarak etki oranlarını görebilmek için En Küçük Kareler yöntemi uygulanacaktır. Bu bölümde uygulanacak yöntemler hakkında bilgi verilecektir.

4.3.1. Durağanlık ve birim kök testi

Zaman serilerinin analizi, bu verilerin davranışını anlamak ve gelecekteki değerlerini tahmin etmek için kullanılır. Ancak, birçok zaman serisi durağanlık özelliği göstermez. Durağanlık, bir serinin ortalama ve varyansının zamanla değişmediği anlamına gelir. Durağan olmayan bir zaman serisi, zamanla artan veya azalan bir eğilim gösterebilir veya belirli bir dönemdeki değerler arasında ilişkiler oluşturabilir.

Birim kök testi, bir zaman serisinin durağanlık özelliğini belirlemek için kullanılır. Temel olarak, bir zaman serisinin birim kök içerip içermediğini belirlemek için hipotez testi yapar. Birim kök, bir zaman serisinin durağan olmadığını (yani bir eğilime sahip olduğunu) ifade eder. Dolayısıyla, bir zaman serisinin birim kök içermemesi, bu serinin durağan olduğu ve gelecekte tahmin edilebilir olduğu anlamına gelir.

Yaygın bir birim kök testi, Dickey-Fuller testidir. Bu test, bir zaman serisinin birim kök içerip içermediğini belirlemek için istatistiksel olarak bir hipotez testi yapar. Ayrıca, Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi ve Phillips-Perron testi gibi alternatif birim kök testleri de bulunmaktadır.

Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi, zaman serisi analizinde birim kök olup olmadığını belirlemek için yaygın olarak kullanılan bir istatistiksel testtir. ADF testi, klasik Dickey-Fuller testinin genişletilmiş bir versiyonu olarak, zaman serisinde otokorelasyonu daha iyi modellemek için ek gecikmeli fark terimleri içerir. Bu özellik, ADF testinin daha güvenilir sonuçlar elde etmesini sağlar.

ADF testi, bir zaman serisinin durağan olup olmadığını belirlemek için kullanılır. Durağan bir zaman serisi, ortalaması ve varyansı zaman içinde sabit kalan ve otokorelasyonunun zamanla değişmediği bir seridir. ADF testinin temel modeli, fark operatörü (Δ) kullanılarak şu şekilde ifade edilir:

$$\Delta y_t = \alpha + \beta t + \gamma y_{\{t-1\}} + \sum_{\{i=1\}}^{p} \delta_i \Delta y_{\{t-i\}} + \epsilon_t (1)$$

Burada, $\boldsymbol{y_t}$ zaman serisinin değeridir, $\boldsymbol{\alpha}$ sabit terim, $\boldsymbol{\beta}$ trend katsayısı, $\boldsymbol{\gamma}$ birim kök hipotezini test eden katsayıdır ve $\boldsymbol{\epsilon_t}$ hata terimini temsil eder. $\boldsymbol{p}$ gecikme uzunluğu, otokorelasyonu gidermek için eklenen gecikmeli fark terimlerinin sayısını belirtir.

ADF testi, iki temel hipotez arasında bir karar verir:
- $\boldsymbol{H_0}$: Zaman serisi birim kök içerir, yani durağan değildir.
- $\boldsymbol{H_1}$: Zaman serisi birim kök içermez, yani durağandır.

Testin uygulanması, modelin seçimi, uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi ve test istatistiğinin hesaplanarak kritik değerlerle karşılaştırılmasını içerir. Genellikle Akaike Bilgi Kriteri (AIC) veya Schwarz Bilgi Kriteri (SIC) gibi kriterler kullanılarak gecikme uzunluğu belirlenir. Test istatistiği, belirlenen kritik değerden küçükse (mutlak değerce büyükse), $\boldsymbol{H_0}$ hipotez reddedilir ve zaman serisinin durağan olduğu sonucuna varılır.

ADF testi, ekonomik ve finansal analizlerde önemli bir araçtır. Zaman serilerinin durağanlık durumunu belirlemek, modelleme ve tahmin sürecinde kritik bir rol oynar. Durağan olmayan seriler, ekonometrik modellerde yanıltıcı sonuçlara yol açabilir ve tahminlerin doğruluğunu düşürebilir. Bu nedenle, ADF testi, doğru modelleme tekniklerinin seçilmesine yardımcı olarak ekonomik denge ilişkilerini ve finansal piyasaların dinamiklerini daha iyi anlamaya katkıda bulunur.

4.3.2. Eşbütünleşme analizi

Eşbütünleşme analizi, zaman serisi ekonometrisi alanında kullanılan ve durağan olmayan (birim kök içeren) iki veya daha fazla zaman serisinin birlikte hareket edip

etmediğini ve uzun vadede bir denge ilişkisi oluşturup oluşturmadığını belirlemeye yarayan bir tekniktir. Bu analiz, özellikle makroekonomik değişkenlerin uzun vadeli ilişkilerini incelemek için kullanılır.

İki veya daha fazla durağan olmayan zaman serisi, birlikte hareket ederek uzun vadede istikrarlı bir ilişki oluşturuyorsa, bu seriler eşbütünleşmiştir. Bu durum, serilerin farkları alındığında durağan hale gelmelerine rağmen, serilerin kendileri arasında bir denge ilişkisi olduğunu gösterir. Bu çalışmada eşbütünleşme analizlerinden Johansen Eşbütünleşme testi kullanılmıştır.

Johansen eşbütünleşme testi, zaman serileri arasındaki uzun dönemli ilişkileri belirlemek ve bu ilişkileri modellemek için önemli bir araçtır. Johansen testi, iki temel istatistiksel testten oluşur: Trace Testi ve Max-Eigenvalue Testi.

Trace testi, seriler arasındaki eşbütünleşme derecesini belirlemek için kullanılan bir testtir. Bu test, bir VAR modelinin kısıtlı ve kısıtsız formundan elde edilen log-likelihood oranı istatistiği kullanılarak yapılır. Test istatistiği, seriler arasındaki eşbütünleşme derecesini ve bu derecenin anlamlılığını belirlemeye yöneliktir. Trace testi sonucunda elde edilen istatistiksel değer, bir kritik değerle karşılaştırılır. Eğer test istatistiği kritik değerden büyükse, null hipotezi reddedilir ve seriler arasında eşbütünleşme olduğu kabul edilir.

Max-Eigenvalue testi de seriler arasındaki eşbütünleşme derecesini belirlemek için kullanılan bir testtir. Bu test de, kısıtlı ve kısıtsız formdan elde edilen log-likelihood oranı istatistiği kullanılarak yapılır. Max-Eigenvalue test istatistiği, seriler arasındaki eşbütünleşme derecesini ve bu derecenin anlamlılığını belirlemeye yöneliktir. Test sonucunda elde edilen istatistiksel değer, bir kritik değerle karşılaştırılır. Eğer test istatistiği kritik değerden büyükse, null hipotezi reddedilir ve seriler arasında eşbütünleşme olduğu kabul edilir.

4.3.3. Regresyon analizi

Regresyon analizi, istatistiksel bir yöntemdir ve bir bağımlı değişken ile bir veya daha fazla bağımsız değişken arasındaki ilişkiyi incelemek için kullanılır. Bağımlı değişken genellikle sonuç veya hedef değişkeni temsil ederken, bağımsız değişkenler ise bu sonucu etkileyen faktörleri ifade eder. Veriler arasındaki ilişkiyi anlamak, tahmin yapmak ve neden-sonuç ilişkilerini anlamak için kullanılır. Birçok farklı disiplinde kullanılan regresyon analizi, temelde bir model oluşturur. Bu model, bağımlı değişkenin bağımsız değişkenler tarafından nasıl etkilendiğini açıklayan bir denklem veya fonksiyon şeklinde ifade edilir. Bu denklem genellikle regresyon doğrusu veya düzlemi olarak adlandırılır.

Regresyon analizinde en yaygın kullanılan yöntemlerden biri OLS (En Küçük Kareler) yöntemidir. Bu yöntem, veri noktaları arasındaki hata karelerinin toplamını en aza indirerek en uygun regresyon doğrusunu belirler. Analiz çeşitli istatistiksel tekniklerle desteklenir. Bu teknikler, modelin doğruluğunu test etmek, parametrelerin güvenilirliğini değerlendirmek ve modelin uygulanabilirliğini kontrol etmek için kullanılır.

Bu analiz, tahmin yapmak için de kullanılabilir. Mevcut verilere dayanarak, bağımlı değişkenin gelecekteki değerlerini tahmin etmek veya belirli bir bağımsız değişken değeri için bağımlı değişkenin değerini tahmin etmek mümkündür.

4.4. Analiz Bulguları

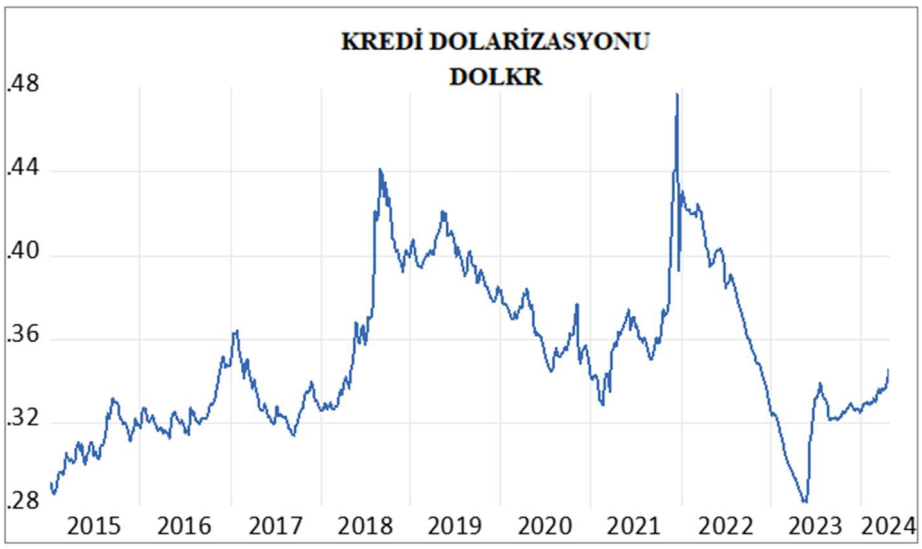
Değişkenlere ilişkin özet istatistiki verilere Tablo 4.2.'de yer verilmiştir.

Tablo 4.2. Verilere Ait Özet İstatistikler

	DOLKR	DOLMVD	CDS	LNCDS
Ortalama	0.351310	0.517088	369.4147	5.829686
Medyan	0.343890	0.513210	328.72	5.795206
Maksimum	0.477000	0.724070	874.4	6.773538
Minimum	0.281910	0.362580	155.2	5.044715
Standart Sapma	0.036382	0.091919	154.0707	0.404348
Çarpıklık	0.516644	0.478021	0.904771	0.142336
Basıklık	2,510,289	2,332,251	3.361098	2.202782
Gözlem Sayısı	487	487	487	487

Değişkenlerin zaman içindeki değişimleri Şekil 4.1.'de yer almaktadır.

Şekil 4.1. Değişkenlerin Zaman İçindeki Değişimleri



4.4.1. Durağanlığın tespiti

Değişkenlerin durağanlığı, ADF (Augmented Dickey-Fuller) testi ile sınanmıştır.

Tablo 4.3. ADF Birim Kök Test Sonuçları

	ADF (Düzeyde)			ADF (1. Fark)		
Değişkenler	Sabitli	Sabitli Trendli	Sabitsiz	Sabitli	Sabitli Trendli	Sabitsiz
LNCDS	-2.239178	-2.350516	0.166452	-23.66631	-23.67473	-23.68566
DOLMEVD	-1.600615	-1.288225	0.879338	-23.14594	-23.18594	-23.10232
DOLKR	-2.197829	-2.010532	0.231281	-25.51900	-25.53501	-25.53582
1%	-3.443579	-3.977052	-2.569729	-3.443607	-3.977091	-2.569739
5%	-2.867267	-3.419095	-1.941476	-2.867279	-3.419114	-1.941478
10%	-2.569883	-3.132108	-1.616262	-2.569889	-3.13212	-1.616261

ADF testi sonucuna göre tüm seriler geleneksel önem düzeylerinde durağan değildir. Birinci sıra farkları alındığında tüm seriler durağan hale gelmiştir.

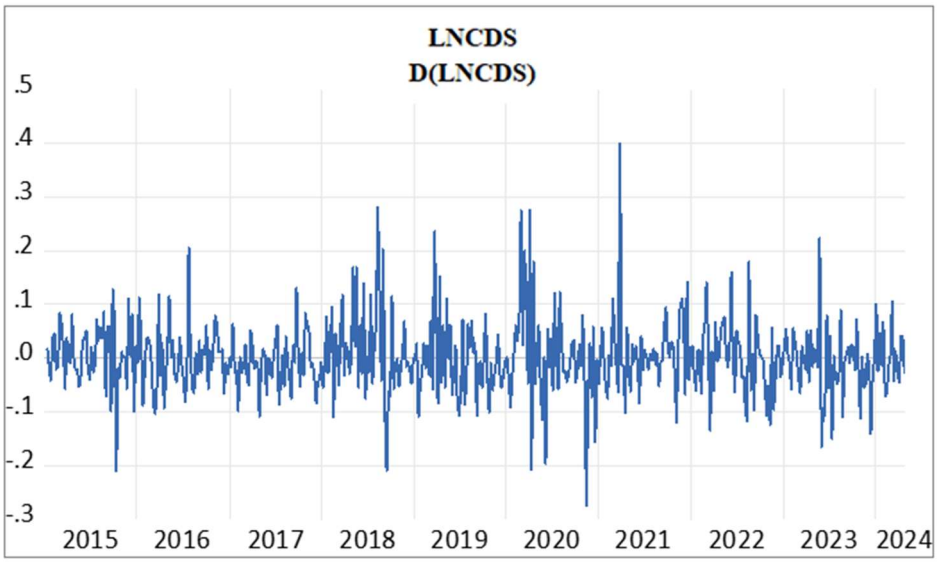
Tablo 4.4. Serilerin ADF Durağanlık Düzeyleri

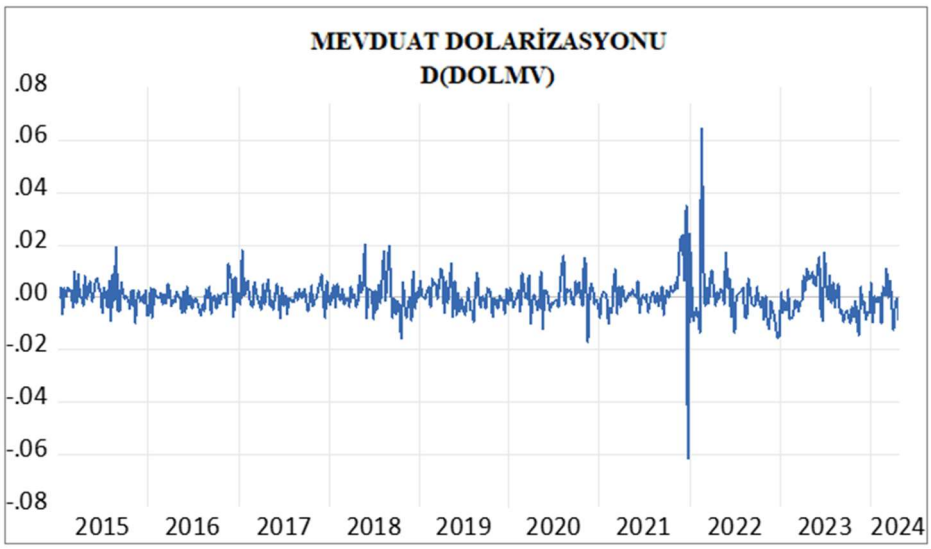
	LNCDS	DOLMEVD	DOLKR
Durağanlık Düzeyi	I(1)	I(1)	I(1)

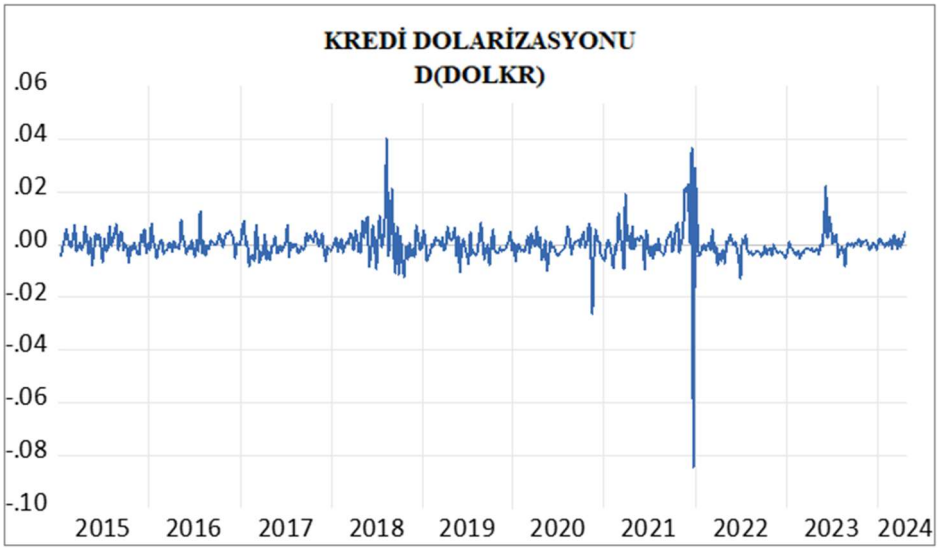
Not: I(1) birinci farkı ifade etmektedir.

Birinci derecede durağan olan serilerin grafikleri Şekil 4.2.'te gösterilmiştir.

Şekil 4.2. Durağanlaştırılmış Serilerin Grafikleri







ADF test sonuçlarına göre bütün değişkenler 1. derece farklarında durağan olduklarından aralarındaki uzun dönem ilişki olup olmadığını görebilmek için eş bütünleşme testi yapmak gerekmektedir.

4.4.2. Johansen Eşbütünleşme Testi

Değişkenler üzerinde yapılan birim kök testi sonuçları, serilerin 1. dereceden durağan olduğunu göstermiştir. Bundan sonra, eş bütünleşme analizi ile değişkenler arasında uzun vadeli bir ilişkinin var olup olmadığı incelenecektir. Eşbütünleşme analizi için Johansen Testi tercih edilmiştir. Teste geçmeden önce VAR modeli tahmin edilerek model için uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir.

Tablo 4.5. Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	4110.067	NA	6.91E-12	-17.18438	**-17.15821***	**-17.17409***
1	4122.738	25.13059	6.80E-12	-17.19974	-17.09507	-17.15859
2	4131.029	16.33852	6.83E-12	-17.19677	-17.01359	-17.12476
3	4136.656	11.01786	6.92E-12	-17.18266	-16.92097	-17.07978
4	4143.938	14.16821	6.97E-12	-17.17547	-16.83527	-17.04172
5	4147.411	6.714643	7.14E-12	-17.15235	-16.73364	-16.98774
6	4151.849	8.521959	7.27E-12	-17.13326	-16.63605	-16.93778
7	4161.807	18.99933	7.25E-12	-17.13727	-16.56155	-16.91092
8	4190.728	**54.81817***	**6.67e-12***	**-17.22062***	-16.56639	-16.96341

Tablo 4.5.'de görüldüğü üzere en uygun gecikme uzunluğu için Final Prediction Error (FPE), Akaike (AIC), Schwarz (SC) ve Hannan Quinn (HQ) kritik değerlerini en küçük yapan gecikme uzunlukları incelenmiştir. LR, FPE, AIC bilgi kriterleri 8. gecikmeyi işaret etmektedir. Bu durumda VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu (8) olarak belirlenmiştir.

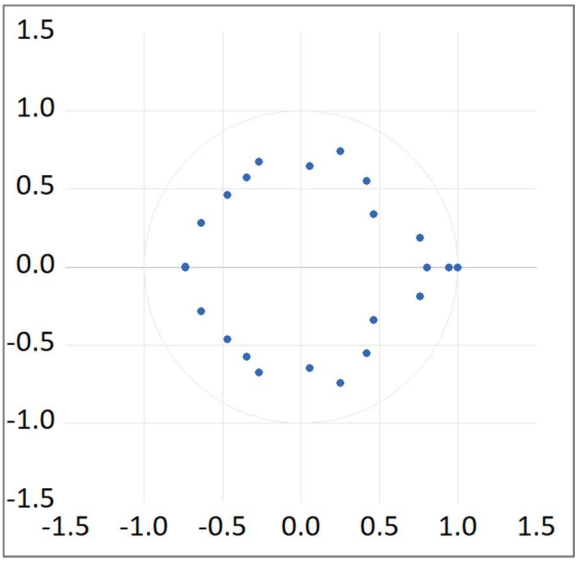
Tablo 4.6. Johansen Eşbütünleşme Analizi

***H0* Hipotezi**	**Özdeğer**	**İz-İstatistiği**	**En Büyük Özdeğer İstatistiği**	**Olasılık**
r = 0	0.043147	42.14818	42.91525	0.0595
r ≤ 1	0.034152	21.02157	25.87211	0.1786
r ≤ 2	0.009096	4.376722	12.51798	0.6872

İz İstatistiği ve Öz-değer test istatistiğinde hesaplanan değerler %5 anlamlılık düzeyindeki kritik değerlerden küçüktür (Tablo 4.6). Bu nedenle eşbütünleşik vektörün bulunmadığını ifade eden ***H0*** hipotezi kabul edilmiştir. Johansen eşbütünleşme testi sonuçlarına göre uzun dönemde değişkenler arasında uzun dönemli ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir. Başka bir deyişle eşbütünleşme yoktur.

Tahmin edilen VAR modelinin istikrar (kararlılık) şartını sağlaması gerekmektedir. Bu nedenle VAR modelinin birim kök içerip içermediğine ilişkin olarak AR karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çember içerisindeki konumuna bakılmıştır. Ve ters köklerin hepsinin birim çember içinde yer aldığı Şekil 4.3.'de görülmektedir. Ters köklerin birim çember içerisinde yer alması, tahmin edilen modelin durağan bir yapı sergilediğini ortaya koymaktadır.

Şekil 4.3. AR Karakteristik Polinomlarının Ters Kökleri



4.4.3. Regresyon analizi

Analize konu tüm değişkenler birinci derece farklarında durağan olduğundan ve değişkenler arasında uzun dönemli ilişki, yani eşbütünleşme bulunmadığından analize En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile devam edilmiştir. Modelde değişkenlerin birinci derece farkları ile çalışılmıştır.

Analizin başında CDS priminin açıklayıcı değişkeni olarak Mevduat Dolarizasyonu ve Kredi Dolarizasyonu verilmiştir. Ancak kullanılan değişkenlerin korelasyon matrisine bakıldığında açıklayıcı değişkenler arasında yüksek korelasyon bulunmuş ve bu durum da çoklubağlantı (Multicollinearity) problemine yol açacağı için Mevduat Dolarizasyonu modelden dışlanmış, Mevduat Dolarizasyonuna kıyasla CDS'i açıklayıcı gücü daha yüksek olan Kredi Dolarizasyonu kullanılmıştır. Çoklubağlantı problemi, model katsayılarının istatistiksel olarak anlamsız çıkmasına, diğer bir deyişle, daha yüksek standart sapma ve daha düşük t değerlerine neden olmaktadır. Kurulan modele ilişkin tahmin sonuçları Tablo 4.7.'de yer almaktadır.

Tablo 4.7. Modele İlişkin Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: D(LNCDS)				
Değişken	**Katsayı**	**Stardart Hata**	**t İstatistiği**	**Anlamlılık**
C	0.000537	0.002945	0.182396	0.8553
D(DOLKr)	4.424525	0.441387	10.02413	0.0000
Adjusted R-Squared	0.170207			
F-Statistic	100.4832			
Prob(F-Statistic)	0.0000			

$\boldsymbol{H_0}$: Bağımlı değişkenle bağımsız değişkenler arasında doğrusal ilişki yoktur ve regresyon anlamlı değildir.

$\boldsymbol{H_1}$: Bağımlı değişkenle bağımsız değişkenler arasında doğrusal ilişki vardır ve regresyon anlamlıdır.

F-İstistiği =100.4832 > F tablo = 4.13 böylece $\boldsymbol{H_0}$ hipotezi reddedilir ve $\boldsymbol{H_1}$ hipotezi kabul edilir. Dolayısıyla regresyon anlamlıdır.

Çalışmada kurulan tüm regresyon modellerinde olası bir otokorelasyon ve değişen varyans (Heteroscedasticity) problemine karşın, geniş örneklemler için Newey ve West tarafından 1987 yılında geliştirilen, sağlam (Robust) yani HAC (Heteroscedasticity and Autocorrelation Consistent) standart hataları kullanılmıştır. HAC yöntemi, bahsi geçen sorunların mevcut olduğu durumlarda, regresyon katsayılarının değerlerini değiştirmeden EKK standart hatalarını büyütmekte, bu durumda modelin *t* istatistikleri ve *p* değerlerini değiştirmektedir. Böylece, model katsayıları etkin bir şekilde tahmin edilmekte, katsayıların istatistiksel önemlerine ilişkin yapılan yanlış çıkarımların önüne geçilmektedir (Newey ve West, 1987).

Finansal zaman serilerinde çeşitli nedenlere bağlı olarak bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkide yapısal değişimler meydana gelebilmektedir. Bu durum, ilgili dönem boyunca model parametrelerinin aynı kalmayabileceğini göstermekte, regresyon modeli ile elde edilen tahminlerin yanlış sonuçlar vermesine neden olabilmektedir.

Ekonometrik modellerde belirli bir noktada veya dönemde yapısal bir değişiklik olup olmadığını tespit etmek amacıyla Chow testi yapılır. Bu testin temel amacı, zaman serisi verilerinde veya kesitsel verilerde bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin belirli bir olay, politika değişikliği veya ekonomik kriz gibi faktörler sonucunda farklı davranıp davranmadığını anlamaktır. Eğer modelin farklı zaman dilimlerinde veya olaylar sonrasında tutarlılığı bozuluyorsa, bu durumun tespit edilmesi önemlidir çünkü bu tür yapısal kırılmalar modelin tahmin gücünü ve geçerliliğini olumsuz etkileyebilir. Bu nedenle Chow testi kullanılarak potansiyel yapısal değişiklikler belirlenir.

Daha evvel paylaşılan değişken grafiklerinde 2021 Aralık ayının son haftasında yapısal bir değişikliğe işaret eden bir kırılma gözlenmektedir. Sözkonusu dönem Kur Korumalı Mevduat (KKM) uygulamasının ilan edildiği tarihe denk gelmektedir. Kurulan modele yapısal kırılma şüphesi duyulan 24.12.2021 tarihine ilişkin Chow Testi uygulanmıştır. Test sonuçları Tablo 4.8.'de paylaşılmıştır.

Tablo 4.8. Chow Testi Sonuçları

F-statistic	43.88874	Prob. F(2,482)	0.0000
Log likelihood ratio	81.30867	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

Chow testi sonuçlarına göre yapısal kırılmanın olmadığına dair $\boldsymbol{H_0}$ hipotezi red edilmiştir. Modelde yapısal kırılma vardır.

Chow testi, değişkenler arasındaki ilişkilerde farklılaşma olduğunu söylemekle birlikte, bu farkın sabit terimden mi yoksa eğimden mi kaynaklandığını söylememektedir. Farkın kaynağının anlaşılabilmesi için kukla değişken kullanılarak modelin tekrar tahmin edilmesi gerekmektedir. Kukla değişken (D_1) aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

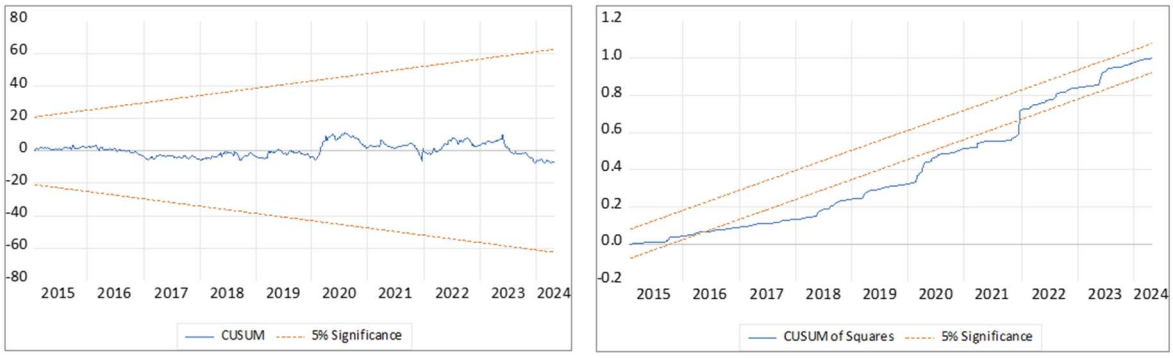
$D_{1t} = 1$ eğer t= 24.12.2021 ve sonrası ise

$= 0$ geri kalan her yerde

Ayrıca, çalışmada yapısal kırılmanın olup olmadığı Chow testinin yanısıra, CUSUM ve CUSUMQ testleri ile de sınanmıştır. Brown vd. (1975) tarafından geliştirilen bu testlerde

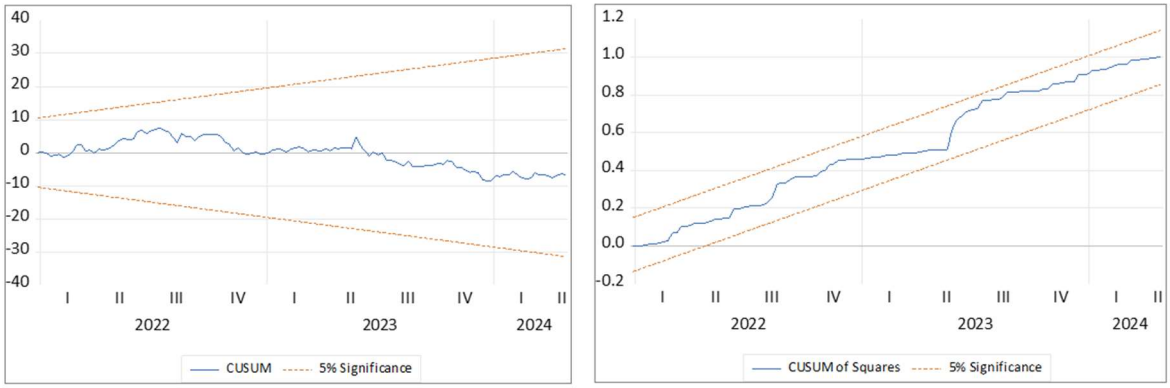
CUSUM ve CUSUMQ grafikleri % 5 aralığında kritik sınırlar içerisinde kalıyorsa değişkenlerin istikrarlı olduğu ve yapısal bir kırılmanın olmadığı kabul edilir.

Şekil 4.4. Yapısal Kırılmanın Sınanması İçin Gerçekleştirilen CUSUM ve CUSUMQ Test Grafikleri



Şekil 4.4.'de yer alan CUSUMQ testi grafiği yapısal kırılmanın olduğunu göstermektedir.

Şekil 4.5. Kukla Değişken Eklenen Modelde CUSUM ve CUSUMQ Test Grafikleri



Tespit edilen yapısal kırılmanın dikkate alınması için modele hem sabit terim hem de eğim kuklası eklenmiştir. Ancak, eklenen kukla değişkenler ile yapısal kırılmanın sabit terim değil de eğim kaynaklı olduğu, KKM sonrası dönemde modelin eğiminin öncesine göre istatistiksel olarak anlamlı bir düzeyde azaldığı sonucuna ulaşılmıştır ($p < 0.05$). Bu nedenle sabit terim kuklası çıkarılmış, elde edilen bulgularla revize edilen model sonuçları Tablo 4.9.'da verilmiştir. Kukla değişkeni eklenmiş modelin açıklayıcı gücü eklenmemiş modele göre önemli ölçüde artmıştır. Aynı zamanda, Şekil 4.5.'de görüldüğü üzere, CUSUMQ grafiği de yeni kurulan modelin istikrarlı bir model olduğuna işaret etmektedir.

Tablo 4.9. Kukla Değişken Eklenmiş Model Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: D(LNCDS)				
Değişken	**Katsayı**	**Stardart Hata**	**t İstatistiği**	**Anlamlılık**
C	-0.001925	0.002587	-0.744289	0.4571
D(DOLKr)	7.912061	0.949875	8.329579	0.0000
D_1*D(DOLKr)	-7.671719	1.121377	-6.841338	0.0000
Adjusted R-Squared	0.295967			
F-Statistic	102.9439			
Prob(F-Statistic)	0.0000			

Kukla değişken eklenmiş model, KKM ilanından sonra kredi dolarizasyonundaki değişim düşerken, CDS değişiminde artışın yaşandığını göstermektedir.

5. BÖLÜM: GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

CDS (Kredi Temerrüt Takası) primleri, bir ülkenin veya bir kuruluşun tahvil borcunun temerrüde düşme olasılığını yansıtan bir finansal gösterge olarak kullanılmaktadır. Yüksek CDS primleri, yatırımcıların borç verme işlemlerini riskli gördüklerini ve bu nedenle daha yüksek bir getiri talep ettiklerini gösterebilir. Aynı zamanda, yüksek CDS primleri genellikle bir ülkenin veya kuruluşun mali durumunun kötü olduğunu veya gelecekte ödemelerini yerine getirme konusunda güçlük çekebileceğine işaret etmektedir.

Dolarizasyon ise bir ekonomide yerel para birimi yerine daha güçlü bir para biriminin kullanılma durumunu ifade etmektedir. Bu durumda, ülkedeki para politikası etkinliği azalmakta ve ekonomi dış şoklara karşı daha savunmasız (kırılgan) hale gelmektedir. Dolarizasyonun artmasıyla birlikte, merkez bankasının faiz oranları ve para arzı üzerindeki kontrolü azalmaktadır. Bu da ekonomiyi dış etkilere daha açık hale getirerek ekonomik istikrarı zayıflatmaktadır.

Dolarizasyonun artması genellikle bir ekonominin diğer alanlarında da olumsuz etkiler yaratmaktadır. Örneğin, dolarizasyon sık sık yerel para biriminin rekabet gücünü azaltmaktadır. Çünkü dış ticarette kullanılan fiyatlar daha az esnektir. Ayrıca, dolarizasyonun sürdürülebilir büyümeyi engelleme potansiyeli bulunmaktadır. Zira yerel para biriminde likidite sıkıntısı yaşanabilmekte ve ekonomi dış şoklara karşı kısıtlı politika araçlarına sahip olabilmektedir.

Ekonomi teorisine göre, dolarizasyonun artmasıyla birlikte CDS primlerinin yükselme eğiliminde olması beklenmektedir. Çünkü dolarizasyonun artması, genellikle ekonomiyi diğer alanlarda (örneğin, para politikası etkinliği, finansal istikrar, rekabet gücü) olumsuz etkileyerek yatırımcıların risk algısını artırmaktadır. Bu da CDS primlerinin yükselmesine yol açabilmektedir.

Bu çalışmada Türkiye'deki dolarizasyonun, CDS primleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Analizde 2 Ocak 2015 ile 26 Nisan 2024 tarihleri arasındaki 487 haftaya ait toplam 1461 veri kullanılmıştır. Analizde, öncelikle, CDS Primi, Mevduat Dolarizasyonu ve Kredi Dolarizasyonu zaman serilerinin durağanlığının belirlenmesi için ADF (Augmented Dickey-Fuller) testi yapılmış; birinci farkları alındığında tüm serilerin durağan hale geldiği tespit edilmiştir. Değişkenler arasında uzun dönemli ilişkilerin varlığını belirlemek için Johansen Eşbütünleşme Testi kullanılmıştır. Test sonuçlarına göre değişkenler arasında uzun dönemli ilişki bulunmadığı belirlenmiştir.

CDS, Kredi Dolarizasyonu ve Mevduat Dolarizasyonu arasındaki ilişkinin modellenmesi regresyon analizi aracılığıyla yapılmıştır. Ancak, açıklayıcı değişkenler arasında tespit edilen yüksek korelasyon çoklubağlantı problemine neden olacağı için Mevduat Dolarizasyonu modelden dışlanmıştır. Bunun yerine, CDS'i açıklayıcı gücü daha yüksek olan Kredi Dolarizasyonu tercih edilmiştir.

Regresyon analizine göre Kredi Dolarizasyonun değişimi ile CDS'in değişimi arasında pozitif bir ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Öte yandan, KKM uygulamasının açıklandığı Aralık 2021'de modelde yapısal bir kırılma olabileceği şüphesi ile modele Chow testi uygulanmıştır. Test sonucunda modelde 24.12.2021 itibariyle yapısal kırılma olduğu tespit edilmiştir. Kukla değişken eklenerek oluşturulan nihai modele göre, KKM ilanından sonra kredi dolarizasyonundaki değişimin düşerken, CDS değişiminde artışın yaşandığı sonucuna varılmıştır. Bu çalışma, dolarizasyonun ülke CDS primini etkileyip etkilemediğini incelemesi yönüyle literatürdeki diğer çalışmalardan ayrılmaktadır.

Merkez Bankası'nın Eylül 2021'deki toplantısında aldığı faiz indirimi kararıyla birlikte Türkiye'nin 5 yıllık CDS'lerinde hızlı bir tırmanış yaşanmıştır. Bu indirim kararı, piyasalar tarafından geleneksel ekonomi politikalarından uzaklaşmanın ilk işareti olarak yorumlanmış ve sonrasında döviz kurları Türk Lirası karşısında hızla yükselmeye başlamıştır. Döviz kurlarının kontrol altına alınamaması neticesinde, ekonomi yöneticileri 2021 yıl sonunda KKM uygulamasını başlatmıştır. Kur artışı ile birlikte döviz kredilerinde yavaşlama yaşanırken, heterodoks ekonomi politikalarının etkisi ile Türkiye 5 yıllık CDS'lerindeki artışlar sürmüştür. Türkiye'nin CDS primlerindeki artışta modelimizde yer almayan diğer majör faktörlerin de etkisinin olabileceği tahmin edilmektedir.

Çalışmada elde edilen bulgular doğrultusunda ekonominin temel ilkelerinden sapmadan ortodoks politikalar izlenmesi ve ülke riskini doğrudan etkileyen dolarizasyon oranlarının politika yapıcılar tarafından dikkatle takip edilmesi gerektiği düşünülmektedir. Merkez Bankası'nın tam bağımsızlığı sağlanmalı ve para politikasının etkinliği artırılmalıdır. Ayrıca, bütçe üzerinde yük oluşturan KKM gibi uygulamalardan kaçınılmalı ve yerel paranın rekabet gücünü artırmak amacıyla yapısal reformlar hayata geçirilmelidir.

KAYNAKLAR

Acar Balaylar, N. (2001). Para İkamesi Olgusu ve Makroekonomik Etkileri, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Adeniji, S. (2013). Investigating the Relationship between Currency Substitution, Exchange Rate and Inflation in Nigeria: An Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Approach (MPRA Paper No. 52551).

Aigheyisi, O. S., & Isikhuemen, A. H. (2019). Determinants of Currency Substitution in Nigeria. Empirical Economics Review, 9(1), 89-101.

Akçay O. C., Alper C. E., Karasulu M. (1997). Currency Substitution And Exchange Rate Instability: The Turkısh Case. European Economic Review, 41, 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.

Aklan, N. A. (2001). Para İkamesi Süreci ve Türkiye Örneği. Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 8(1), 197-207.

Aklan N. A., Nargeleçekenler M. (2009). Yükümlülük Dolarizasyonu ve Bilanço Etkisi: Türkiye Üzerine Sektörel Bazlı Bir Analiz. In Anadolu International Conference In Economics, 17-19.

Aktaş, R., & Aydınlık, Ü. (2022). Regional dollarization differences and determinants: The case of Turkey. Öneri Dergisi, 17(57), 295-315.

Aksoylu, E. (2019). Bir Risk Yönetim Aracı Olarak Kredi Temerrüt Swapları. The Journal of Academic Social Science, 4(35), 576-588.

Akyol, H., & Baltacı, N. (2019). CDS Primlerinin Makroekonomik Belirleyicilerinin İncelenmesi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı. Küresel Çalışmaları Dergisi İktisat Ve İşletme, 8(16), 33-49.

Alagöz, A. (2019). Yabancı Para Cinsinden Borcu Olanların Bağımsız DIŞ Denetim ve Bildirim Zorunluluğunun Nedeni Olarak Kredi Dolarizasyonunun Tarihi Boyutları. Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi. Cilt 21, Sayı 1, ss 121-139.

Aldasoro, I., & Ehlers, T. (2018). The credit default swap market: what a difference a decade makes.

Alvarez-Plata, P. and Garcia-Herrero, A. (2008). To dollarize or de-dollarize: consequences for monetary policy. Deutsches Institut Für Wirtschaftsforschung Discussion Paper, 842, 1-28.

Arteta, C. Ó. (2002). Exchange rate regimes and financial dollarization: does flexibility reduce bank currency mismatches?. FRB International Finance Discussion Paper, 738.

Arteta, C. Ó. (2003). Are financially dollarized countries more prone to costly crises?. FRB International Finance Discussion Paper, 763.

Avino, D., & Nneji, O. (2014). Are CDS spreads predictable? An analysis of linear and non-linear forecasting models. International Review of Financial Analysis, 34, 262-274.

Baek, I. M., Bandopadhyaya, A., and Du, C. (2005). Determinants of market-assessed sovereign risk: Economic fundamentals or market risk appetite?. Journal of International Money and Finance, 24(4), 533-548.

Bahmani-Oskooee M., Domaç İ. (2002). On The Link Between Dollarization And Inflation: Evidence From Turkey. Comparative Economic Studies, 45(3), 306-328.

Balaylar, N. A., & Duygulu, A. A. (2016). Türkiye'de Para İkamesi Olgusu Ve Para Talebinin İstikrarı. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 19(2), 33-55.

Balaylar, N. A. (2018). Türkiye'de Finansal Serbestleşme Döneminin Mevduat Bankaları Fon Kaynak Ve Kullanımları Üzerine Etkisi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 19(4), 549-578.

Basso, H. S., Calvo-Gonzalez, O., & Jurgilas, M. (2011). Financial dollarization: The role of foreign-owned banks and interest rates. Journal of banking & finance, 35(4), 794-806.

Başçı, E. (2012). Finansal Ve Makroekonomik İstikrar: Önümüzdeki Zorluklar Konferansı Açılış Konuşması, İstanbul.

Başkurt Ö. (2005). Finansal Dolarizasyon And Currency Substitution In Turkey. Unpublished Master's Thesis, The Graduate School of Social Sciences of Middle East Technical University.

Bednarik, R. (2007). Loan dollarization in V4 countries (MPRA Paper No. 14695).

Bektaş, N. Ç., & Babuşcu, Ş. (2019). VIX korku endeksi ve CDS primlerinin büyüme ve döviz kuruna etkisi, Türkiye örneği. Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 8(16), 97-111.

Bektur, Ç., & Malcıoğlu, G. (2017). Kredi temerrüt takaslari ile BİST 100 Endeksi arasindaki ilişki: Asimetrik nedensellik analizi. Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 17(3), 73-83.

Bencivenga, V. R., Huybens, E. and Smith, B. D. (2001). Dollarization and the ıntegration of ınternational capital markets: a contribution to the theory of optimal currency areas. Journal of Money, Credit and Banking, 548-589.

Bennett, M. A., Borensztein, M. E., & Baliño, M. T. J. (1999). Monetary policy in dollarized economies. International Monetary Fund.

Berg, A., & Borensztein, E. (2000). The choice of exchange rate regime and monetary target in highly dollarized economies. Journal of Applied Economics, 3(2), 285-324.

Berg, A., and Borensztein, E. (2000). "The Pros and Cons of Full Dollarization."IMF Working Papers WP/00/50.Washington, D.C. International Monetary Fund.

Billmeier, A., & Mathisen, J. (2006). "Analyzing Balance Sheet Vulnerabilities in a Dollarized Economy: The Case of Georgia," IMF Working Papers 2006/173, International Monetary Fund.

Bolaman Avcı, Ö. (2020). Interaction Between CDS Premiums And Stock Markets: Case of Turkey. Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 13(1), 1-8.

Bordo, M. D., Meissner, C., Redish, A. (2003). How "Orıgınal Sın" Was Overcome: The Evolutıon Of External Debt Denomınated In Domestıc Currencıes InThe Unıted States And The Brıtısh Domınıons 1800-2000." NBER. Working Paper 9841, 1-39.

Broda, C., & Yeyati, E. L. (2006). Endogenous deposit dollarization. Journal of Money, Credit and Banking, 963-988.

Brown, R. L., Durbin, J., & Evans, J. M. (1975). Techniques for testing the constancy of regression relationships over time. Journal of the Royal Statistical Society Series B: Statistical Methodology, 37(2), 149-163.

Calvo, M. G., & Gramont, M. C. A. V. (1992). Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction.

Calvo, G. A. (1999). Testimony on full dollarization. Drum.Lib.Umd.Edu/Bitstream/Handle/1903/4033/Ciecpn6.Pdf?Sequence=1vei Allowed=Y, (Erişim Tarihi: 23.05.2024)

Cambazoğlu, B. (2019). Xenomonetization: Is It Dollarization?. Economic Growth

Canuto, O., & Carranza, S. (2022). Dollarization of Argentina: Revival of a Zombie Idea.

Carr, P., & Wu, L. (2007). Theory and Evidence on The Dynamic Interactions Between Sovereign Credit Default Swaps and Currency Options. Journal of Banking & Finance, 31(8), 2383-2403.

Castillo, P., Montoro, C. and Tuesta, V. (2006). An estimated stochastic general equilibrium model with partial dollarization: a bayesian approach. Documentos De Trabajo (Banco Central De Chile), 381.

Catao, L., and Sutton, B. (2002). Sovereign defaults the role of volatility. Available at SSRN 879960.

Chang, R., & Velasco, A. (2002). Dollarization: Analytical Issues. NBER Working Paper No. w8838, Available at SSRN:

Choudhry, M. (2006). The credit default swap basis (Vol. 45). New York: Bloomberg press.

Civcir, İ. (2005). Dollarization and its long-run determinants in Turkey. In Money and Finance in the Middle East: Missed Oportunities or Future Prospects? (pp. 201-232). Emerald Group Publishing Limited.

Clements, Benedict; Gerd Schartz (1993),"Currency Substitution: The Recent Experience of Bolivia", World Development, Vol. 21, No: 11.

Cohen, B. (2000). Dollarization: pros and cons. In workshop 'Dollars, Democracy and Trade External Influences on Economic Integration in the Americas' Los Angeles (Vol. 18).

Corrales, M. J. S. and Imam, P. A. (2019). Financial dollarization of households and firms: Does it differ?. International Monetary Fund Working Paper, No: 19/19.

Corte, P. D., Sarno, L., Schmeling, M., & Wagner, C. (2015). Exchange Rate and Sovereign Risk. SSRN.

Cuddington, J. T. (1983). Currency substitution, capital mobility and money demand. Journal of International Money and Finance, 2(2), 111-133.

Çetin A. (2004). Enflasyon, Döviz Kuru Belirsizliği ve Dolarizasyon Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. İktisat, İsletme ve Finans, 19(218), 99-110.

Çonkar, M.K., & Vergili, G. (2017). Kredi Temerrüt Swapları ile Döviz Kurları Arasındaki İlişki: Türkiye için Amprik Bir Analiz. Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 10(4), 59-66.

Çorak, M. G., & Aksoy, E. E. Finansal Dolarizasyon ve Banka Kârlılığı. Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 26(1), 261-282.

Danacı, M.C., Şit, M., & Şit, A. (2017). Kredi Temerrüt Swaplarının (CDS'lerin) Büyüme Oranıyla İlişkilendirilmesi: Türkiye Örneği. Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 9(2), 67-78.

Daniel, B. C., & Fried, H. O. (1983). Currency substitution, postal strikes, and Canadian money demand. Canadian Journal of Economics, 612-624.

Darıcı, B. (2004). Para ikamesi olgusu ve Türkiye ekonomisi üzerine etkileri (Master's thesis, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü).

De Freitas M. L. (2004). The Dynamics of Inflation and Currency Substitution in a Small Open Economy. Journal of International Money and Finance, 23(1), 133-142.

Değirmenci, N., & Pabucçu, H. (2016). Risk Primi ile BİST-100 Etkileşiminin İncelenmesi. 17. Uluslararası Ekonometri, Yöneylem Araştırması ve İstatistik Sempozyumu Bildiriler Kitabı, Cumhuriyet Üniversitesi Ekonometri Bölümü, 2-4 Haziran, Sivas, 101-102.

De La Torre, A. and Schmukler, S. L. (2004). Coping with risks through mismatches: Domestic and international financial contracts for emerging economies. International Finance, 7(3), 349-390.

De Nicolo, G., Honohan, P. and Ize, A. (2005). Dollarization of bank deposits: causes and consequences. Journal of Banking and Finance, 29(7), 1697-1727.

De Nicolo, G., Honohan, P. ve Ize, A. (2003). Dollarization of the Banking System: Good or Bad?, IMF Çalışma Tebliği No: 03/146.

Dumrul, C. (2010). Türk Ekonomisinde Para İkamesinin Belirleyicilerinin Sınır Testi Yaklaşımı ile Eş-Bütünleşme Analizi. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 35, 199-231.

Eğilmez, M. (2014). Siyasal, sosyal ve ekonomik istikrar, www.mahfiegilmez.com/2014/03/siyasal-sosyal-ve-ekonomik-istikrar.html (Erişim Tarihi: 10.05.2024)

Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility.

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 Çalısma Tebligi No: 10036.

Ekrem, B., Çeviş, İ., Ceylan, R., & Yayla, N. (2018). Makroekonomik Göstergelerin CDS Primini Açıklama Gücü: Kırılgan Beşli Ülkeler için Bir Panel ARDL Analizi. 4. International Conference on Applied Economics and Finance, sunulan bildiri, ICOAEF Kuşadası, 488-500.

Endrész, M. Harasztosi, P. (2014), Corporate foreign currency borrowing and investment: The case of Hungary, Emerging Markets Review, 21, 265–287.

Erbaykal E., Darıcı B., Kadıoğlu Ö. (2008). Reverse Money Substitution Process: Turkey Case. International Research Journal of Finance and Economics, 15, 240-248.

Ercan, M. (2005). Dolarizasyon Gevserken. Radikal.

Eren, M., & Başar, S. (2016). Effects Of Credit Default Swaps (CDS) on BIST-100 Index. Ecoforum, 5(Special Issue), 123-129.

Eren, M., Başar, S., & Tosun, B. (2022). Dollarization and risk premium in a risky country: An investigation on Turkiye. İstanbul İktisat Dergisi, 72(2), 625-651.

Erkan, R., & Ertürk, E. (2024). (A) Simetrik Dolarizasyon Olgusu: Var Analizi Ve Hatemi-J Nedensellik Testi. Pamukkale University Journal of Social Sciences Institute/Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 60.

Ertürk E. (1991). Türkiye İktisadında Yeni Bir Boyut, Para İkamesi, Kavram Teori, Oluşum Süreci ve Sonuçları. Bursa: Uludağ Yayınları.

Fasano-Filho, U. (1986). Currency substitution and the demand for money: The Argentine case, 1960–1976. Weltwirtschaftliches Archiv, 122(2), 327-339.

Feige, E. L. (2003). Dynamics of currency substitution, asset substitution and de facto dollarisation and euroisation in transition countries. Comparative Economic Studies, 45(3), 358-383.

Fernández-Arias, E., Yeyati, E. L. and Morón, E. (2006). Financial dollarization and dedollarization. Economía, 6(2), 37-100.

Filho U. (1986). Currency Substitution and Demand for Money – The Argentina Case 1960 - 1976. Weltwirtschafliches Archiv, 122(2), 327-339.

Fischer, S. (2001). Distinguished lecture on economics in government—exchange rate regimes: is the bipolar view correct?. Journal of economic perspectives, 15(2), 3-24.

Georgievska, A., Georgievska, L., Stojanovic, A., and Todorovic, N. (2008). Sovereign rescheduling probabilities in emerging markets: a comparison with credit rating agencies' ratings. Journal of Applied Statistics, 35(9),1031 1051.

Gençay, O. (2007). Finansal dolarizasyon ve finansal istikrar arasındaki ilişki: Türkiye değerlemesi, TCMB Yayınlanmamaş Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

Giovannini, A., & Turtelboom, B. (1992). Currency substitution.

Ghosh, A. (2012). Managing risks in commercial and retail banking. John Wiley & Sons.

Güneş, B. (2014). Kredi temerrüt takasları ve gelişmekte olan ülkeler üzerine bir uygulama.

Hakioğlu D. (1988). Türkiye'de Para İkamesi. TCMB Tartışma Tebliği, No. 8801

Hancı, G. (2014). Kredi Temerrüt Takasları ve BİST-100 Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. Maliye Finans Yazıları, 28(102), 9-22.

Hassan, M. K., Ngene, G. M., & Yu, J. S. (2015). Credit default swaps and sovereign debt markets. Economic Systems, 39(2), 240-252.

Hassan, M. K., Kayhan, S., & Bayat, T. (2016). Does Credit Default Swap Spread Affect The Value of the Turkish LIRA Against The U.S. Dollar? Borsa İstanbul Review, 17(1), 1-9.

Hekim, D. (2008). Para İkamesi Histerisi: Türkiye Örneği. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi, 3(1), 27-43

Heysen, S. (2005). The dollarization debate. Finance and Development, 44-45.

Honohan, R., P. ve Shi, A. (Aralık 2001). "Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Economies". World Bank Policy Research Çalısma Tebligi No: 2748.

Honohan, P., & Shi, A. (2002). Deposit dollarization and the financial sector in emerging economies. Available at SSRN 634461.

Honohan, P. (2007). Dollarization and exchange rate fluctuations.

Hull, J. C. (2015). Options, futures, and other derivatives (Ninth).

Hull, J. C. ve White, A. (2000). Valuing credit default swaps I: no counterparty default risk, Journal of Derivatives, 8 (1), S29-40.

IMF, World Currency Composition, http://data.imf.org/regular.aspx?key=41175, (Erişim Tarihi 01.05.2024)

IMF (2005). Financial sector assessment a hand book. The International Bank For Reconstruction and Development/The World Bank/The International Monetary Fund, Washington.

Igwe, I. O. (2018). History of the international economy: The Bretton Woods system and its impact on the economic development of developing countries. Athens JL, 4, 105.

Ize, M. A., & Yeyati, M. E. L. (1998). Dollarization of financial intermediation: Causes and policy implications. International Monetary Fund.

Ize, A., & Powell, A. (2005). Prudential Responses to de facto Dollarization. The Journal of Policy Reform, 8(4), 241-262.

Ize, A., & Yeyati, E. L. (2003). Financial dollarization. Journal of International Economics, 59(2), 323-347.

Ize, A., Kiguel, M. A., & Yeyati, E. L. (2005). Managing systemic liquidity risk in financially dollarized economies. In Financial Dollarization: The Policy Agenda(pp. 216-240). London: Palgrave Macmillan UK.

Jácome, M. L. I., & Lönnberg, Å. (2010). Implementing official dollarization. International Monetary Fund.

Jeanne, O. (2003). Why Do Emerging Market Economies Borrow in Foreign Currency?. International Monetary Fund: Washington. D.C.

Jeanneret, A. (2017). Sovereign Default Risk and the U.S. Equity Market. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 52(1), 305-339.

Jensen, D. S. M. (2013). The Relationship Between The Exchange Rate And Sovereign Credit Default Swaps: An Empirical Analysis. Copenhagen Business School.

Joseph, C. (2013). Advanced credit risk analysis and management. John Wiley & Sons.

Kadooğlu Aydın, G., Hazar, A., & Çütçü, İ. (2016). Kredi Temerrüt Takası ile Menkul Kıymet Borsaları Arasındaki İlişki: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Uygulamaları. Türk Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi, 1(2), 1-20.

Kapkara, S. ve Çağlarırmak, U., N. (2021). "Borç Dolarizasyonun Reel Sektör Karlılığı Üzerine Etkisi". Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 1 (41), 149-162.

Kar, M., Tayfur, B., & Kayhan, S. (2016). Impacts of Credit Default Swaps on Volatility of The Exchange Rate in Turkey: The Case of Euro. International Journal of Financial Studies, 4(14),1-18.

Karakaya, G., & Karoğlu, Y. (2020). Dolarizasyon olgusu: 2008 finansal krizinden sonra Türkiye'de dolarizasyon incelemesi. Stratejik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 4(2), 353-364.

Kargı, B. (2014). Credit Default Swap (CDS) Spreads: The Analysis Of Time Series For The Integration with The Interest Rates and The Growth in Turkish Economy. Montenegrin Journal of Economics, 10(1), 59-66.

Kayhan, S., Adıgüzel, U., & Bayat, T. (2016). CDS Primlerinin Borsa Endeksleri Üzerindeki Etkisi: BİST-100 Örneği. 17. Uluslararası Ekonometri, Yöneylem Araştırması ve İstatistik Sempozyumu Bildiriler Kitabı, Cumhuriyet Üniversitesi Ekonometri Bölümü, 2-4 Haziran, Sivas, 290-293.

Komárek, L., & Melecký, M. (2003). Currency substitution in a transitional economy with an application to the Czech Republic. Eastern European Economics, 41(4), 72-99.

Kokenyne, A., Ley, J. and Veyrune, R. (2010). Dedollarization. IMF Working Paper, No: 10/188.

Kunt, A. S., & Taş, O. (2009). Kredi temerrüt swapları ve Türkiye'nin CDS priminin tahmin edilmesine yönelik bir uygulama. İTÜDERGİSİ/b, 5(1).

Kural V. (1997). Para İkamesi Altında Enflasyonist Finansman. Hazine Dergisi, 5, 45-56.

Lay, S. H., Kakinaka, M., & Kotani, K. (2012). Exchange rate movements in a dollarized economy: The case of Cambodia. ASEAN Economic Bulletin, 29(1), 65-78.

Lazea V., Cozmanca B. O. (2003). Currency Substitution in Romania. MPRA Paper, 19813, 1-25.

LeBaron, B., & McCulloch, R. (2000). Floating, fixed, or super-fixed? Dollarization joins the menu of exchange-rate options. American Economic Review, 90(2), 32-37.

Longstaff, F., Pan, J., Pedersen, L. and Singleton, K. (2011). How Sovereign Is Sovereign Credit Risk. American Economic Journal: Macroeconomics, 3(2), 75-103.

Luca, A., & Petrova, I. (2008). What drives credit dollarization in transition economies?. Journal of banking & finance, 32(5), 858-869.

Mangir, F. (2006). Finansal Deregülasyonun (1989–2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi(16), 459-472.

McKinnon, R. I. (1996). Direct and indirect concepts of international currency substitution. The Macroeconomics of International Currencies.

Mellios, C., and Paget-Blanc, E. (2006). Which factors determine sovereign credit ratings?. The European Journal of Finance, 12(4), 361-377.

Milenković, I., & Davidović, M. (2013). Determinants of currency substitution/dollarization-the case of the republic of serbia. Journal of Central Banking Theory and Practice, 1(3), 139-155.

Miles, M. A. (1981). Currency substitution: Some further results and conclusions. Southern Economic Journal, 78-86.

Miyakawa, D., & Watanabe, S. (2014). What determines CDS prices? Evidence from the estimation of protection demand and supply. International review of finance, 14(1), 1-28.

Mongardini J., Mueller J. (1999). Ratchet Effects in Currency Subtitution: An Application to the Kyrgyz Republic. IMF WP, 102, 1-2.

Murray, J., and Powell, J. "Is Canada Dollarized?" Bank of Canada Review (Autumn 2002), 3-11.

Neanidis K., Savva C. S. (2009). Financial Dollarization: Short-Run Determinants in Transition Economies. Journal of Banking & Finance, 33(10), 1860-1873.

Newey, W. K., & West, K. D. (1987). Hypothesis testing with efficient method of moments estimation. International Economic Review, 777-787.

Nkurunziza, J. D. (2005). Political instability, inflation tax and asset substitution in Burundi. Journal of African Development, 7(1), 42-72.

Olayungbo, D. O., & Ajuwon, K. T. (2015). Dollarization, inflation and interest rate in Nigeria. CBN Journal of Applied Statistics, 6(1), 241-261.

Oomes, N. (2003). Network externalities and dollarization hysteresis: The case of Russia. International Monetary Fund.

Ortiz, G. (1983). Currency Substitution in Mexico: The Dollarization Problem. Journal of Money, Credit and Banking, 15(2), 174-185.

Özatay, F. (2000). A Quarterly Macro Econometric Model for a Highly Inflationary and Indebted Country: Turkey. Journal of Economic Modelling, XVII, 1, 1-11.

Özçelik, Ö., & Göksu, S. (2020). CDS Primleri Ve Enflasyon Oranının, Faiz Oranlarına Etkisi: Türkiye Örneği. Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 12(1), 69-78.

Özkaramete N. (1996). Türkiye'de Dolarizasyon ve Para İkamesi:1990-1995. Ekonomik Yaklaşım, 7(20), 99-105.

Özkul, G. (2021). "Türkiye'de Finansal Dolarizasyonun Enflasyon Ve İstihdam İle Olan Etkileşimi". İşletme Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi, (1), 59-79.

Özman, H., Özpınar, Ö., & Doru, O. (2018). Kredi temerrüt takası (CDS) ve kur-faiz ilişkisi: Türkiye örneği. Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi, 2(4), 31-45.

Özmen E. ve Yalçın, C. (2007). Küresel finansal riskler karşısında Türkiye'de reel sektör finansal yapısı ve borç dolarizasyonu. Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, No: 07/06.

Özsağır, A. (2016). İstikrarın şifreleri siyasal istikrar- ekonomik istikrar. 2. Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Quispe-Agnoli, M. (2002). Costs and Benefits of dollarization. In LACC Conference on Dollarization and Latin America, Miami, Florida.

Ponomarenko, A., Solovyeva, A., & Vasilieva, E. (2013). Financial dollarization in Russia: causes and consequences. Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies, 6(2), 221-243.

Public Fi Cespedes, L.F., Chang, R. ve Velasco, A. (2000). Balance Sheets and Exchange Rate Policy, NBER Working Paper Series, vol. 7840.

nance & Game Theory, 23.

Raheem, I. D., & Asongu, S. A. (2018). Extending the determinants of dollarization in sub-Saharan Africa: The role of easy access to foreign exchange earnings. Research in International Business and Finance, 45, 106-120.

Ramirez-Rojas, C. L. (1985). Sustitución de moneda en Argentina, México y Uruguay. Staff papers, 32, 629-667.

Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. and Savastano, M. A. (2003). Addicted to dollars. NBER Working Paper, No: 1001.

Reinhart, C. M., and Rogoff, K. S. (2009). This time is different. In This Time Is Different. princeton university press.

Rennhack, R. and Nozaki, M. (2006). "Financial Dollarization in Latin America". IMF Çalışma Tebliği No: 6/7.

Rosenberg, C. B., & Tirpák, M. (2008). Determinants of foreign currency borrowing in the new member states of the EU (IMF Working Papers No. 08/173).

Saraç T. B. (2010). Enflasyon ve Para İkamesi İlişkisi: Türkye Ekonomisi için Ekonometrik Bir Analiz (1994:01-2009:12). Ekonomi Bilimleri Dergisi, 2(1), 147-152.

Sarayevs V. (2000). Econometric Analiysis of Currency Substitution: A Case of Latvia.

Sarı, İ. (2007). Makroekonomik Değişkenlerin Dolarizasyon Sürecine Etkisi: Ampirik Bir Yaklaşım, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, Ankara.

Savastano, M.A. (1996). Dollarization in Latin America: recent evidence and some policy ıssues. IMF Working Paper, No: 96/4.

Scacciavillani F. (1995). Inflation Expectations, and Currency Substitution in Turkey. IMF Working Paper.

Selçuk F. (1997). GMM Estimationof Currecy Substitution in a High-Inflation Economy: Evidence from Turkey. Applied Economics Letters, 4, 425-427.

Serdengeçti, S. (2005). Dolarizasyon/Ters dolarizasyon. Ekim, Eskişehir.

Sovbetov, Y., & Saka, H. (2018). Does It Take Two to Tango: Interaction Between Credit Default Swaps and National Stock Indices. Journal of Economics and Financial Analysis, 2(1), 129-149.

Srithilat, K., Sun, G., Chanthanivong, T., & Thavisay, M. (2018). The relationship between inflation, exchange rate, and currency substitution: Evidence from panel vector error correction model approach. International Journal of Economics and Financial Issues, 8(2), 79-84.

Şahin, E. E., & Özkan, O. (2018). Kredi Temerrüt Takası, Döviz Kuru ve BİST100 Endeksi İlişkisi. Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 11(3), 1939-1945.

Taşseven Ö., Çınar, S. (2015). "Türkiye'de Borç Dolarizasyonunun Belirleyicileri ve Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri". Social Sciences Research Journal. 4(2), 131-137.

Taşçı H. M., Darıcı B., Erbaykal E. (2009). Ters Para İkamesi Süreci ve Döviz Kuru Oynaklığı: Türkiye Örneği. Doğuş Üniversitesi Dergisi, 10(1), 102-107.

Terzi H., Kurt S. (2007). Türkiye'de Dolarizasyon Sürecinde Döviz Kuru ve Enflasyon İlişkisi. Ekonomik Yaklaşım, 18(64), 1-22.

Thomas, L. R. (1985). Portfolio theory and currency substitution. Journal of Money, Credit and Banking, 17 (3), 347-357.

Togay, S. (1997). Para ikamesi-nedenleri ve yarattığı sonuçlar. Ekonomik Yaklasim, 8(26), 87-103.

TCMB (2020). www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2d798900-ec75-4419-9af0-25951c2940d0/YPuygulanan+faiz+oranlar%C4%B1.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2d798900-ec75-4419-9af0-25951c2940d0-m.79k95. (Erişim Tarihi: 18.05.2024)

TCMB (2007). 2007 yılında para ve kur politikası. Bülten, 5, 1-6. https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/42a758c5-3698-41b8-803f-789c6a40eeb6/2007ParaPol.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-42a758c5-3698-41b8-803f-789c6a40eeb6-m3fB7yT (Erişim Tarihi: 18.05.2024)

Us V. (2003). Analyzing the Persistence of Currency Substitution Using Ratchet Variable: The Turkish Case. Emerging Markets, Finance and Trade, 39(4), 58-81.

Us V., Kıvılcım M. Ö. (2005). Modeling the Persistence of Currency Substitution in the Turkish Economy. Yapı Kredi Economic Review, 16(1), 3-16.

Us V., Kıvılcım M. Ö. (2007). Dedollarization in Turkey After Decades of Dollarization: A Myth or Reality? Physica A, 385(1), 292-306.

Valev, N. T. (2010). The hysteresis of currency substitution: Currency risk vs. Network externalities. Journal of International Money and Finance, 29(2), 224-235.

Vieira, F. A., Holland, M. and Resende, M. F. (2012). Financial dollarization and systemic risks: new empirical evidence. Journal of International Money And Finance, 31(6), 1695-1714.

Viren M. (1990). Currency Substitution, Financial Innovations and Money Demand: A Note. Applied Economics, 22(11), 1591–1596.

Webb, R. and Armas, A. (2003). Monetary policy in a highly dollarized economy: the case of Peru. P. C. Ugolini, A. Schaechter and M. R. Stone (Editors) Challenges to Central Banking From Globalized Financial Systems (p. 15-37). Washington: IMF.

Yamak N., Yamak R. (1997). Para İkamesi (Dolarizasyon) ve Türkiye Örneği. Doç. Dr. Yaman Aşıkoğlu' na Armağan, SPK Yayın, 56, 1-10.

Yinusa, D. O. (2009). Macroeconomic fluctuations and deposit dollarization in sub-Saharan Africa: evidence from panel data.

Yeyati, E. L. (2003). "Financial Dedollarization: A Carrot and Stick Approach", SSRN Electronic Journal, 8/2003, 1-23.

Yeyati, E. and Rey, H. (2006). Financial dollarization: evaluating the consequences. Economic Policy, 21(45), 61-118.

Yeyati, E., Sturzenegger, F., & Reggio, I. (2010). "On the endogeneity of exchange rate regimes" European Economic Review, 54(5), 659-677.

Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2003). To float or to fix: Evidence on the impact of exchange rate regimes on growth. American economic review, 93(4), 1173-1193.

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

Yılmaz, D. (2006). Dollarization: Consequences and Policy Options. http://www3.tcmb.gov.tr/Dollarization/Sunumlar/Yilmaz.Pdf (Erişim Tarihi: 06.05.2024)

Zeybek H. (2014). Dolarizasyon ve Finansman Maliyeti. İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi, 2(2), 44-61.

Zhang, G., Yau, J., & Fung, H. G. (2010). Do Credit Default Swaps Predict Currency Values? Applied Financial Economics, 20(6), 439-458.