

**DOLARİZASYON VE BORSA İLİŞKİLERİ: TÜRKİYE ÜZERİNE İNCELEMELER**Hatıra SADEGHZADEH EMSEN<sup>1</sup>*Makale İlk Gönderim Tarihi / Recieved (First): 09.12.2021 Makale Kabul Tarihi / Accepted: 15.01.2022**Makale Türü: Araştırma Makalesi / Article Info: Research Article**Atf / Cite: Sadeghzadeh Emsem, H. (2022). Dolarizasyon ve borsa ilişkileri: Türkiye üzerine incelemeler, International Journal of Economics, Politics, Humanities & Social Sciences, 5(1), 29-48***Özet**

Güçlü ekonomi ve buna bağlı olarak sağlam parası olmayan ulusal ekonomilerde yabancı paraya yönelimler söz konusu olmaktadır. Türkiye ekonomisinde de özellikle kısmi dolarizasyon olgusu olmakla birlikte, ekonomide kırılganlık unsurlarının artarak krize yönelimiyle birlikte yabancı paraya yönelim artarken, ekonomide istikrar ve güven unsurunu tesis edildiği durumda da dedolarizasyon yaygınlaşmaktadır. Dolarize olma durumunun ölçüm şekilleri olmakla birlikte en yaygın ölçüm şekillerinden biri de toplam mevduatlar içinde yabancı para mevduatlarının payıdır. Bu çerçevede dolarizasyondaki gelişmelerin Türkiye borsası üzerine etkileri zaman serisi analizleri bağlamında inceleme konusu yapılmıştır. 2009:06 ve 2021:11 arası dönem için BIST100 endeksindeki değişim üzerine başta yabancı para mevduatları olmak üzere ulusal para ve yabancı borsa değerlerindeki değişimler SVAR analizleri ile incelenmiştir. Elde edilen bulgularda kısa dönemde borsa üzerine dolarizasyonun pozitif ve görece zayıf etkilerine dair sonuca ilaveten uzun dönem için de bunun yine pozitif ve daha da güçlü etkiler doğurduğu gözlenmiştir. Türkiye ekonomisinde dolarize olma durumunun ele alınan dönem içerisinde derinleşme eğilimleri olduğu ve bu durumun da borsayı olumlulaştırıcı etkiler yarattığı gözlenmiştir. Ancak borsanın dolarizasyon ile paralellik arz etmesinin sürdürülebilirliği konusunda çekincelerin bulunduğu ileri sürülebilir.

**Anahtar Kelimeler:** Dolarizasyon, Borsa, SVAR Analizi.**DOLLARIZATION AND STOCK RELATIONS: ANALYZES ON TURKEY****Abstract**

There is a tendency towards foreign currency in economies that do not have a strong economy and, accordingly, strong money. Although the phenomenon of partial dollarization is also experienced in the Turkish economy, the tendency towards foreign currency increases with the increase of the fragility elements in the economy and their tendency to crisis. On the other hand, when the stability and confidence factor is established in the economy, dedollarization becomes widespread. While there are various measurement methods of dollarization, one of the most common measurement methods is the share of foreign currency deposits in total deposits. In this context, the effects of the developments in dollarization on the Turkish stock market are examined in the context of time series analysis. For the period between 2009:06 and 2021:11, the changes in the BIST100 index, especially the foreign currency deposits, and the changes in the national currency and foreign stock market values were analyzed by SVAR analysis. In the findings obtained, in addition to the positive and relatively weak effects of dollarization on the stock market in the short term, it was observed that this had positive and even stronger effects in the long term. It has been observed that the dollarization situation in the Turkish economy has a deepening trend during the period under consideration and this situation has positive effects on the stock market. However, it can be argued that there are reservations about the sustainability of the stock market's parallelism with dollarization.

**Keywords:** Dollarization, Stock Market, SVAR Analysis.<sup>1</sup> Dr. Bağımsız Araştırmacı, [sadeghzadeh.khatereh@gmail.com](mailto:sadeghzadeh.khatereh@gmail.com), ORCID: 0000-0001-8824-0401.

## 1. Giriş

Bir ülke ekonomisinde siyasal ve ekonomik bağımsızlığın ölçütü olarak kendi ulusal parasının kullanımı beklenir. Ancak, ülke ekonomisinde ulusal paranın güven verici unsur olmaktan çıkmasına paralel olarak yabancı paraların tedavülde bulunması durumu ise para ikamesi olarak tanımlanır. Para ikamesinde daha çok güçlü ülke paralarının önemli bir aktör olduğu bilindiğinden bu ifade için yaygın olarak ABD doları kullanılmasından dolayı dolarizasyon kavramı kullanılmaktadır. Diğer bir ifadeyle bir ekonominin finansal sisteminde borç ve varlık olarak ulusal paranın yanı sıra yabancı paranın da kullanılması olgusu, dolarizasyon şeklinde tanımlanmaktadır. Bu noktada ulusal paranın yerine tamamen yabancı para kullanımı, tam dolarizasyon olarak ifade edilirken hem yerli hem de yabancı para kullanımının birlikte gerçekleştiği durum ise kısmi dolarizasyon olarak tanımlanmaktadır.

Tam dolarizasyon olgusu ya bir hükümetin “yumuşak” (soft money) yerel para birimini terk edip yerine “sert” (hard money) bir yabancı para birimini (ABD doları gibi) koyduğu resmi dolarizasyona ya da resmi olmayan para ikamesine, yani ABD doları ile yerli para arasındaki rekabete odaklanması söz konusudur (Duffy vd., 2006). Literatüre dolarize olmak şeklinde yer eden bu kavram özellikle 1970’li ve 1980’li yıllarda Latin Amerika ülkelerinde ulusal para yerine ABD dolarının kullanılmaya başlanmasıyla ortaya çıkmıştır (Bărbuță-Mișu vd., 2020). Dolarizasyon olgusunun altında finansal küreselleşme ve bunun ilk etapta ülke ekonomilerine sağladığı fon açığının giderme etkisi söz konusu olmaktadır. Ancak, finansal serbestiyetin bu yararına karşılık ülke ekonomilerinin cazip gelen fon açıklarını karşılama fonksiyonunun geri ödemelerde finansman sağlayacak alanlara-yatırıma yöneltilmemesi kırılabilirliği artırmakta ve bu durum da özellikle kısa vadeli borçlanmayı derinleştirerek ülkeyi finansal krize sevk etmektedir (Aninat, 2000). Finansal krizlere düşen ekonomilerde ise yerli sakinlerin yabancı paraya yönelmeleri söz konusu olmaktadır.

Bir diğer dolarizasyon tanımlaması olarak finansal dolarizasyon kavramı kullanılmaktadır. Finansal dolarizasyonun mevduat dolarizasyonu ve kredi dolarizasyonu olmak üzere başlıca iki tanımlaması mevcuttur. Mevduat dolarizasyonu bankacılık sistemindeki yabancı para cinsi mevduatın toplam mevduata oranı ile ifade edilmekte; kredi dolarizasyonu ise yabancı para cinsi kredilerin toplam kredilere oranı olarak tanımlanmaktadır. Kırılabilirliği yüksek ekonomilerde yurtiçinde ikamet edenler yabancı para birimleri ile tasarruf etmekte ve borçlanmaktadır. 2000 yılı sonu itibarıyla gelişmekte olan ekonomilerde yabancı para cinsinden yerli banka mevduatlarının payı ortalama %35’lerde iken, yabancı para cinsinden mevduatın yasal addedildiği ülkelerde ise bu oranın %44’ü aştığı görülmektedir. Buna göre gelişmekte olan ekonomilerin yurtiçi banka kredilerinin ve neredeyse tüm dış yükümlülüklerinin karşılaştırılabilir bir payını yabancı para birimi ile ifade edilir olması literatürde finansal dolarizasyon olarak tanımlanır (Yeyati ve Rey, 2006).

Diğer taraftan borsa ve ulusal para ilişkilerinde ulusal parasının değeri istikrarlılık arz eden ekonomilerde borsa bu olgudan dolayı pozitif yönde ayrışırken, daha zayıf bir ulusal para görünümünde ise borsanın düşüş göstermesi kuvvetle muhtemel olmaktadır. Bu ilişkinin de doğrudan değil, dolaylı kanallarla işlediği, yani parasalcı yaklaşım çerçevesinde ulusal para arzındaki artışların ulusal parayı değersizleştirme sürecine sokacağı ve bunun da borsada zayıflama yönünde sinyaller teşkil edeceği ileri sürülmektedir (Zubair, 2013). Parasallaşmada artış yaşayan ekonomilerde kısmi dolarizasyon olgusu yaşanırken geleneksel yaklaşımda yayılma kanalları yoluyla kurlardaki değişimin borsayı da etkileyeceği ileri sürülmektedir. Modern bakış açısında ise borsanın kurlardaki hareketleri etkileyeceği ve bunun da borsadaki firmaların rekabetçi yapıları ile firmaların varlık ve yükümlülüklerindeki değişimler kanalıyla kurlara etkisi olacağı görüşü hakimdir (Tabak, 2006). Öte yandan ulusal para arzındaki artışlar faiz oranlarını o an için aşağı doğru çekerken, bu durumun geleceğe yönelik enflasyon beklentilerini tetikleyeceği düşünülerek yumuşak ulusal paradan sert yabancı para pozisyonuna geçilmesi de ulusal paradan kaçışları tetikleyerek para ikamesi mekanizmasının işlemesine yol açacağı

ileri sürülmektedir. Aslında parasal genişlemenin faiz oranlarını aşağı doğru çekmesi ve faiz ile borsa arasındaki ikame ilişkilerini harekete geçirmesi kuvvetle muhtemel olmakla birlikte, geleceğe dönük enflasyonist beklentiler bu kez de M2'ye göre daha geniş bir para arzı tanımlaması olan ve dolayısıyla dolarizasyonu da kapsayan M2Y sürecine bağlı olarak parasallaşma ve borsa mekanizmasının işleyişinde de etkili olmaktadır.

Bu çalışmada Türkiye özelinde borsa ve dolarizasyon ilişkilerinin araştırılması amaçlanmaktadır. Böylece 2009:06 ve 2021:11 arası dönem için aylık veriler kullanılarak BIST100 endeksi ile yabancı para mevduatları arasındaki ilişkilerin araştırılması hedeflenirken, kontrol değişkenler olarak yurtiçi para arzı ve ABD borsa endeksi kullanılmıştır. Çalışmada takip eden ikinci kısımda dolarizasyona yol açan unsurlar ve üçüncü kısımda da dolarizasyonun reel ve nominal unsurlara yansımaları paralelindeki etkileri başlığında yapılan incelemeler ile sürdürülmüştür. Dördüncü kısımda dolarizasyonda gelişmelerin etkileri üzerine literatür araştırması yapılmış ve beşinci kısımda da Türkiye'de dolarizasyonda gelişmelerin borsa etkileri üzerine ampirik incelemeler yapılmıştır. Altıncı kısımda ise sonuç ve buna bağlı olarak politika çıkarımında bulunulmaya çalışılmıştır.

## **2. Dolarizasyona Yol Açan Unsurlar**

Kur oynaklığının temelinde ulusal paranın yabancı paralar karşısında belirlenmesinde sabit kur sistemi dışındaki sistemlerin uygulanmasının etkin olduğu söylenebilir. Sabit kur sistemine zıt konumdaki diğer uçta yer alan esnek kur sistemi veya ayarlanabilir ya da kirli dalgalanmalı kur sistemlerinde ulusal para ile yabancı paraların değeri, ya tamamen serbest piyasada ya da kısmi müdahalelerle piyasa koşullarında arz ve talep güçlerince belirlenmektedir. Sabit kur sisteminde ise merkezi para otoritesinin belirlediği koşullar çerçevesinde döviz piyasası oluşturulmuş olmakla birlikte kur genelde belirli bir süreliğine de olsa sabitlenmektedir (Seyidoğlu, 1994).

Sabit kur sisteminin uygulandığı ekonomilerde yaygın tanımlamasıyla “kambiyo denetimi” ifadesi kullanılmaktadır. Bu ifadenin tam tersi ise ulusal paranın konvertibl hale getirilmesidir. Konvertibilite kelimesi Latince değiştirme veya dönüştürme anlamı taşımaktadır. Ekonomik tanımlamasıyla konvertibilite bir ülke parasının döviz piyasasında serbest bir şekilde diğer ülke paralarına dönüştürülebilme özelliğine sahip olmasını ifade etmektedir. Konvertibilitenin koşulları ise ana başlıkları ile şu şekilde sıralamak mümkündür: (i) serbest bir döviz piyasasının varlığı, (ii) liberal bir ekonomik sistemin işlemesi, (iii) güçlü bir ekonominin olması, (iv) paranın tanınırlığının yüksek olması (Seyidoğlu, 2013).

Dışa çık ve kırılmalı yüksek ekonomilerde “imkansız üçlü” olarak ifade edilen sabit döviz kuru, serbest sermaye hareketleri ve iç hedeflere adanmış bir para politikası kombinasyonu söz konusu olmakta ve bunlara yönelik ortak bir hedef tutturma çabaları finansal krizlerin patlak vermesine yol açmaktadır. Mali krizler ortaya çıktıkça, düzeltme faaliyetlerinin imkansız üçlü ve bu çerçevede sadece para politikasıyla değil, değişkenlerin kendi içerisinde farklılıkları veya çelişkilerini dikkate alacak politikalar üretilmesi gerektiğine temas edilmiştir. Ortaya çıkan üçleme üç olası yöne işaret etmektedir: (i) uluslararası sermaye akışlarını kontrol etmeye çalışmak, (ii) daha esnek bir döviz kuruna geçmek, (iii) ya bir para kurulu benimseyerek ya da döviz kurundan tamamen kurtularak, yani bir yabancı para birimini benimseyerek ya da tam dolarizasyon yaparak kur çıpasını güçlendirmektir (Fischer, 2006).

Serbestleşme olgusu kısıtlayıcı unsurların olmadığı ekonomi olarak adlandırılmakta ve bunun için de deregülasyon kavramı eşanlamlılık taşımaktadır. Burada hükümet, her türlü fiyat kontrollerini kaldırmakta ve bir dizi düzenleyici ve pazarlama organı ile kurullarını tasfiye etmektedir. İlâveten çoğu endüstriyel sübvansiyonu azaltılırken, genellikle uluslararası firmaların yerel pazara girişi teşvik edilir. Ekonominin kuralılaşması, üretim, nakliye ve nakliye maliyetlerinde önemli düşümlere yol açar. Aynı zamanda gaz, su, elektrik ve telefon hizmetlerinin mevcudiyeti ve kalitesi de desteklenir. Bu

önlemler, halka sunulan malların bileşiminde ve fiyatlarında gözle gözükmür bir değişiklikle sonuçlanır ve daha dinamik bir ekonomiyi destekler (Curutchet, 2001). Ekonomilerde dolarizasyon olgusuna zemin hazırlayan en temel etken ülkelerin 1980'lerde genel anlamda küreselleşme ya da eşanlamı ifadesiyle serbestleşme hareketleri yaygınlaşmaya başlamıştır. Bu noktada serbestleşme mal ve hizmet ticareti ile başta sermaye olmak üzere emek ve teknoloji boyutuyla faktör hareketliliğini kısıtlayan unsurların elimine edilmesi olarak tanımlanmaktadır. Sermaye piyasalarında küreselleşmede sermaye piyasalarının birbirine bağlanması, sermaye girişi engellerinin kademeli olarak kaldırılması ile gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde daha esnek döviz kuru mekanizmasının uygulanması, hisse senedi ve döviz piyasaları arasında ve içinde sistematik bir karşılıklı bağımlılığın oluşturulması çabaları söz konusudur (Zubair, 2015).

1989'da yaygınlaşmaya başlayan finansal serbestleşme ülke finansal sisteminin dünya ekonomisine eklenmesi ve buna bağlı olarak sermaye akımlarında öngörülemez hareketliliği tetiklemesine yol açmıştır. Burada başta ABD olmak üzere dünya ekonomisinde önemli ağırlığa sahip ülke veya bölgesel grup merkez bankalarının para politikaları, finansal açıdan liberalize olmuş ekonomilerde finansal piyasalarda ve kurlarda hareketliliği tetikleyici etkiler yapabilmektedir. Diğer taraftan dışsal unsurların yanı sıra ülke ekonomisine özgü kronik cari açık ve buna bağlı olarak dış borç stoku gibi içsel sorunlar yüksek ekonomilerde borcun çevrilebilirliğinde sorun teşkil etmeye başladığında kur atakları ortaya çıkabilmektedir. Böylece mali disiplini koruma yeteneğinden banka denetiminin etkinliğine, siyasi istikrarın korunmasına kadar bir dizi sorunlar yumağı oluşabilmektedir. Örneğin bir sermaye girişi dönemi sırasında mali gelirden bir artış olmakta (Talvi etkisi) ve uluslararası rezervler, iyileştirilmiş mali koşullar görüntüsü verir hale gelmektedir. Böyle bir durumda, ekonomi danışmanları politikacıların harcama dürtüsünü kontrol edemezler ve sonuç olarak, sermaye girişi dönemi sona erdiğinde büyük mali açıklar ortaya çıkmaktadır. Böylece rasyonel davranış sergileyenler, en nihayetinde mevcut politikaların terk edilmesinin kaçınılmaz olacağına farkına vardıkça, genel bir kural olarak, daha yüksek mevcut özel sektör harcamalarına ve cari hesap açığına yol açan zamanlar arası spekülasyona yönelirler. Bu dengesizlikler sürdürülemez, çünkü daha yüksek harcamalar, algılanan politikaların sürdürülemezliğine bir tepki olarak ortaya çıkmaktadır (Calvo, 2001). Buna ilaveten sabit ya da sabite yakın kur sistemlerinde ulusal paranın değerlendirme sürecinin tetikleyen mekanizmalar ortaya çıktığında, ulusal paradan kaçışlar kaçınılmaz hale gelmekte ve bu da dolarizasyonun önemli bir unsuru olduğu ileri sürülmektedir. Diğer bir ifadeyle bir ekonomide yerli para biriminin; değer ölçüsü ile mübadele ve tasarruf aracı olma fonksiyonlarını tam olarak yerine getirememesi ve buna dayalı olarak enflasyonist süreçler ve bu bağlamda belirsizlik unsuru ortaya çıkarsa, yerli paranın yabancı para birimleri ile ikamesi kaçınılmaz hale gelmekte ve böylece ulusal para kullanıcıları için yabancı paraya yönelimle birlikte belirsizliğin azaltılması mümkün hale gelebilmektedir.

Dolarizasyon olgusuna sabit kur sisteminin daha fazla yol açabileceği ifade edilirken ister sabit ister esnek kur sistemi uygulansın, yüksek enflasyon oranlarını içeren uzun makroekonomik istikrarsızlık dönemlerinde ulusal parada değer kayıpları söz konusu olabilmektedir (Becker, 2007). Paranın miktar teorisi perspektifi açısından enflasyon, genelde kamunun bütçe açıklarını kapatmak için aşırı para arzına yönelmesinden kaynaklanmaktadır. Marksist sistemde ise meta değerinin üzerinde ortaya çıkan para miktarı ile meta değer ilişkisi kopmakta ve paranın değer tayin etme fonksiyonları kaybolmaktadır. Buna karşılık, paranın içsel ve talep tarafından belirlendiği ve dolayısıyla merkez bankasının para arzını tam olarak kontrol edemediği şeklindeki Keynes sonrası görüşte parasallaşmanın kolay bir olgu olmadığı görüşü hakimdir. Bu bakış açısından parasallaşma olgusunun dışa açık ekonomilerde dolarizasyonu teşvik eden unsurlar arasında geldiği ileri sürülmektedir (Živkovi, 2017).

Bu açıklamalardan dolarizasyonun parasallaşma ve enflasyonist süreçlerde ortaya çıktığı genel kabul görürken, dezenflasyona yönelimle birlikte mutlaka dedolarizasyon olarak ifade edilecek dolardan

çözülme mekanizmasının tam olarak işlemediği de deneyim edilmiştir. Özellikle Arjantin, Bolivya, Peru, Romanya, Rusya, Ukrayna gibi ülkelerin enflasyon oranı tek haneli rakamlara indirildikten çok sonra dahi yüksek oranda dolarize kalmaları bu ifadeye temel teşkil etmektedir. Dedolarizasyonun ortaya çıkmaması “dolarizasyon histerisi paradoksu” olarak adlandırılmaktadır. Bunu da finansal sistemin gelişmemişliğine veya yüksek enflasyon dönemlerinde ortaya çıkan finansal aracılıkta başarısızlıkla ilişkilendirmek mümkündür. Buna göre yüksek enflasyon, finansal aracılığı baltalamakta, daha az verimli bir üretim teknolojisinin benimsenmesine yol açmakta ve bu da bir dolarizasyon tuzağını mümkün kılmaktadır. Ayrıca düal teknoloji ve daha verimli teknolojiyi çalıştırmanın sabit maliyeti, bir dolarizasyon tuzağı oluşturmanın anahtarı olarak addedilmektedir. Bu tuzakta arbitraj, üretken sermaye ve dolar getirisini eşitler. Dolayısıyla, dışsal olarak verilen dolar getirisi, üretken sermaye getirisini sabitleyerek, sermaye stokunu ve çıktıyı enflasyondan bağımsız hale getirir. Dezenflasyon da sermaye stoku yerine dolar varlıklarını artırıcı etki yapar. Düşen enflasyona rağmen artan dolarizasyon, yine de bazı Latin Amerika ve geçiş ekonomilerinin ampirik kanıtlarıyla tutarlı olan mantık dışı bir sonuçtur. Böyle bir tuzaktan çıkmanın tek yolu ise, enflasyonu bir eşik seviyesinin altına indirmektir (Duffy, 2006). Diğer bir ifadeyle bir ekonomide dolarizasyonu tetikleyen unsurlar baş gösterdikten sonra bu unsurlar elimine edilse bile yurtiçi sakinlerin dolarizasyondan kısa vadede vazgeçemedikleri deneyim edilmiş ve bunda da güven unsuru ile buna bağlı beklentilerin hemen değiştirilememesi önemli rol oynadığı ifade edilmektedir.

Bu noktada Paul Krugman’ın ifadesiyle “faizi düşük tutarak döviz kurunu dalgalandırmak ya da faizi yükselterek kendi paralarının değerini korumak” arasında iki uç nokta arasında tercih yapılması söz konusu olabilmektedir. İlk argümanın kabul edildiği bir yapıda ulusal para dalgalanma görece daha yüksek olabilmekte ve bunun sürdürülebilirliği için güçlü rezerv gereksinimine ihtiyaç bulunmaktadır. Rezervlerin tükeneceği noktaya kadar sürdürülebilirliği tartışmalı bu argümanın nihayetinde kurun kopacağı beklentisi toplumda derinleştikçe, gelecekte kurun yükseleceği yönünde satın alımlar ortaya çıkmakta, dolarizasyon daha da artmaktadır. İkinci argüman kullanıldığında ise ülkeye yoğun bir döviz girişi sağlanarak ulusal paranın değerlendirilmesi süreci başlatılmakta ve bunu önleme adına kısırlaştırma işlemine yönelerek rezervler artırılabilen ve bu durumun uzun süreli hal alması ise ters dolarizasyonu-dedolarizasyonu tetiklemektedir. Yani toplum açısından artık dövizde kalmak anlamsızlaşır.

Özetle dolarizasyonda en önemli unsurların başında enflasyon gelmekte ve enflasyon ile dolarizasyon arasında doğrusal yönlü ilişkiler bulunmaktadır. Yüksek enflasyonun kur oynaklığına ve devamında ekonomik krizleri tetikleme olasılığı dolarizasyonu derinleştiren unsurlardandır. Diğer taraftan dolarizasyon ile varlık verimleri arasında da ters yönlü bir ilişkinin varlığı söz konusudur. Varlık getirilerinin reel kurdan fazla olabildiği bir yapıda varlıkta kalma eğilimi ortaya çıkmasına karşılık, getirilerin reel kurun altında kalması yönünde tehditlerin varlığında ise dövizde yönelim ortaya çıkabilmektedir.

### **3. Dolarizasyonun Reel ve Nominal Unsurlara Yansımaları Paralelindeki Etkileri**

Dolarizasyonun parasal ve finansal istikrar ile genel ekonomik performans üzerindeki potansiyel olumsuz etkileri nedeniyle hem akademik hem de politik çevrelerde giderek artan bir endişe kaynağı olarak görülmektedir. Bu nedenle, yukarıda yapılan tanımlamaları özet olarak ifade etmek gerekirse, resmi (veya hukuki-de jure) dolarizasyon, yabancı para biriminin (genellikle münhasır) yasal ihale statüsü verildiği durumu ve gayri resmi (veya fiili-de facto) dolarizasyon ise, önceki uygulamalar yasal olmadığından ulusal para biriminin yanı sıra bir başka yabancı para biriminin kullanımını belirtmek için kullanılır. Buna karşılık, genellikle iki tür fiili dolarizasyon arasında bir ayırım yapılır: (i) para ikamesi (yabancı paranın değişim aracı olarak kullanılması), (ii) varlık ikamesi (değer deposu olarak kullanılması). Para birimi ve varlık ikamesi farklı nitelikte olgular olduğundan, bu ayırım yalnızca retorik



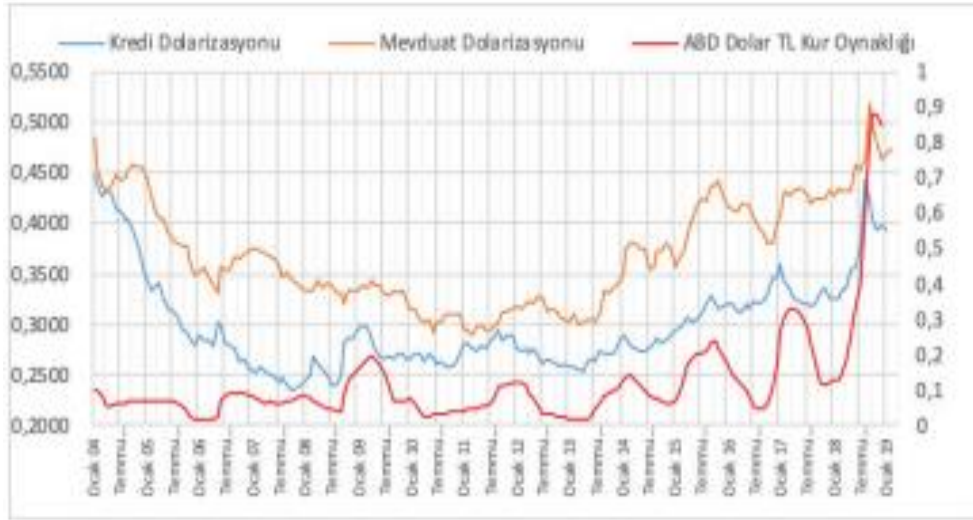
değildir. Özellikle, nominal ulusal para-dolar faiz oranı farkının, nakit varlıkların para birimi bileşimini etkilemesi beklenebilir. Bu nedenle, yüksek enflasyon (faiz oranı farklılığına yansıyan bir döviz kuru değer kaybına yol açtığı ölçüde) para ikamesini teşvik eder. Buna karşılık, faiz getiren finansal varlıkların bileşimi (faiz oranlarının para birimleri arasındaki reel getirileri eşitlemek için ayarlandığı ölçüde) enflasyon seviyesinden etkilenmemektedir. Gerçekten de para birimi kompozisyonu modellerine dayanan, ancak döviz varlıklarına ilişkin veri eksikliği nedeniyle, yabancı paranın banka mevduatlarında veya M2'deki payı gibi dolarizasyon oranlarını kullanan erken ampirik dolarizasyon çalışmaları, öncelikle faiz kompozisyonunu yansıtmaktadır (Yeyati ve Rey, 2006; Alvarez-Plata ve García-Herrero, 2008; Yeyati, 2021). Bu açıklamalar dolarizasyonu teşvik eden unsurun enflasyon ve buna bağlı olarak faiz oranları olduğu gibi bir izlenim vermektedir. Ayrıca ekonomisi tam dolarize olmuş ülkeler, başta ABD olmak üzere güçlü konvertibilite yeteneğine sahip ülkeler tarafından senyoraaj gelirleri toplama yeteneğini kaybedebilirler.

Dolarizasyon olgusu Fisher eşitliği kavramıyla açıklanmakta ve buna göre ulusal paranın değer kaybında faiz oranları farklılığı etkili olmaktadır. Matematiksel boyutuyla;

$$i = i^* + E(\Delta e) \quad (1)$$

şeklindeki tanımlamada  $i$ , yurtiçi faiz oranını;  $i^*$ , yurtdışı faiz oranını ve  $E(\Delta e)$  de kurlarda beklenen değer kaybını ifade etmektedir. Dolayısıyla yurtiçi faizlerde yükseliş etkisine dışsal faiz oranının yanı sıra kurda beklenen değer kaybı oranı da etkili olmaktadır. Mekanizmanın işleyişinde zımnen kur endekslemesinin etkili olduğu görülür. Kurlarda bekleyişlere dayalı endekslemenin kırılması halinde tersine dolarizasyon veya literatürdeki tanımlamasıyla dedolarizasyon süreci işleyebilecek, yani ulusal paraya yönelim ortaya çıkacak ve böylece borçlanma ile finansal dolarizasyon süreci tersine işlemiş olacaktır. Aktif ve piyasa odaklı bir dolardan arındırma politikasının da en az iki boyutu kapsamı gerekmektedir: (i) Dolar aracılığı risklerinin tam olarak içselleştirilmesine yol açacak ve para politikasına daha fazla manevra alanı sağlayacak (veya bu tür risklerin düşük fiyatlanmasına yol açan piyasa kusurlarını bastırarak) düzenlemelerin gözden geçirilmesi gerekmektedir. (ii) Yerel para birimi ve dolar ikamelerinin yanı sıra yerel para birimine dayalı tasarruf araçlarının kullanımının da teşvik edilmesi önem arz eder. Bu yaklaşım şu önermeye dayanmaktadır: “iyi” ve “piyasa odaklı” bir doların değerini düşürme politikası, döviz kurundaki dalgalanma korkusunun üstesinden gelmeli, dolarizasyon yanlısı önyargıları hafifletmeli ve yerel para birimi ve döviz riskinden korunma araçlarını teşvik etmelidir (Yeyati, 2021). Burada da ekonomi politikasına yön verenlerin bireysel ve buldukları kurum adına kurumsal güvenirlilikleri önem arz etmekte; ulusal paranın kendinden beklenen fonksiyonları yerine getireceğine dair inanç oluşturulmalıdır.

Genel anlamda gelişmekte olan ekonomilere özgü olarak ortaya çıkan kısmi dolarizasyonun derinleşmesi kur oynaklığına yol açabilmekte ve kur oynaklığı da yatırım, ihracat ve enflasyon başta olmak üzere bir takım makroekonomik değişkenler üzerine etkileri olduğu bilinmektedir. Ayrıca para ikamesinin yaygınlaştığı ekonomilerde kur istikrarsızlığı artmakta ve bunun da ekonomik büyüme üzerine olumsuz yansımaları olduğu ifade edilmektedir. Aşağıdaki şekilde 2003-2019 arası dönemde kredi ve mevduat dolarizasyonu sağ ekseninde ve ABD dolarının TL cinsinden fiyat oynaklığı ise sol ekseninde verilecek şekilde Türkiye ekonomisi özelinde kur oynaklığı resmedilmiştir (Kal, 2019).



**Şekil 1: Türkiye Ekonomisinde Kur Oynaklığı ve Dolarizasyon**

Kaynak: Kal, 2019: 362.

Şekilde dolarizasyon ve kur oynaklığı arasındaki doğrusallığın varlığı göz ekonometrisi yardımı ile bir tür korelasyonun varlığı resmedilmektedir. Diğer taraftan ülkelerde de-jure dolarizasyon süreçleri resmi kayıtları ifade etmekte olup ülkelerde döviz cinsinden mevduatların toplam mevduatlar içerisindeki payını temsil eden bir gösterge konumundadır. Buna göre ülkelerde makroekonomik istikrarsızlıklar ve bunun yansıması olan yüksek enflasyon olgusu arttıkça o ekonominin kırılganlığı daha fazla yükselmekte ve böylece dolarizasyon nispetinin de derinleştiği ileri sürülmektedir. Konuyla ilgili olarak bir fikir vermesi açısından aşağıdaki tabloda seçili ülkelerde dolarizasyon nispetleri verilmiştir.

**Tablo 1: Yabancı Para Mevduatlarının Toplam Mevduatlara Oranı ile Ölçülen Dolarizasyon Derecesi**

Ülkeler	1990	1995	2000	2004	1995-2004 Ortalaması
	Yüksek Dolarizasyon Derecesi				
Kamboçya	-	92	93	96	94
Bolivya	82	78	92	87	90
Uruguay	86	79	82	88	84
Ekvator	13	19	100	100	76
Lao PDR	18	57	85	33	66
Peru	46	65	68	68	68
Arjantin	47	57	65	4	40
Orta Dolarizasyon Derecesi					
Vietnam	-	35	40	30	37
Rusya	-	29	37	28	34
Filipinler	21	25	32	32	31
Endonezya	-	20	21	15	19
İsrail	28	19	19	15	19

	Düşük Dolarizasyon Derecesi				
Şili	19	5	9	10	9
Çin	-	-	9	5	7
Kore	1	1	3	-	3
Malezya	-	-	3	3	3
Tayland	0.1	0.3	1	-	1

**Kaynak:** Alvarez-Plata ve García-Herrero, 2007: 6.

Döviz cinsinden mevduatların, toplam mevduatın %30'unu aştığı ülkelerde banka kredileri de, bankaların varlıklarının ve yükümlülüklerinin para birimini kendi para birimi cinsinden ifade etmelerini gerektiren standart düzenleme nedeniyle kur riskinden korunmak için büyük ölçüde dolarize oldukları dikkat çekmektedir. Özellikle bir kısım ülkelerde ekonominin “Aşıl tendonu” denecek olgu, dış işlemlerde bulunan işletmelerin kısa vadeli dış borçlarının yüksek olmasıdır (Calvo, 2001). Yüksek dolarizasyonun para talebinde ve Calvo and Vegh (1992)'in de belirttikleri şekliyle döviz kurlarında da oynaklığı artırıcı rol üstlendiği ileri sürülmektedir. Dolarizasyonun yaygınlaşmasıyla birlikte kurlarda oynaklık artabilmekte ve bu durum da ithalatın ağırlığına bağlı olarak ekonomide enflasyonu derinleştirebilmektedir. Kurlara bağlı bir fiyat mekanizmasının oluşması, kur artışının başta ticarete konu olan mallar olmak kaydıyla tüm ekonomide fiyat artışlarını tetikleyici etki yapmaktadır. Fiyatların genelde aşağı doğru yapışan olduğu dikkate alındığında, kur artışları fiyat artışlarını tetiklerken; kurlardaki düşüşler enflasyonist süreçlerde ters yönde beklenene etkiler doğurmayabilmektedir.

Ekonomide dolarizasyon sürecinin yaşanıp yaşanmaması politika yapıcıların neden olduğu unsurlara bağlı iken, yabancı para mevduatlarının da dahil edildiği geniş para arzı tanımlamasında parasal genişlemeler tahvil fiyatlarını yükselterek faizlerde düşüş yönünde etki yapar. Dolayısıyla tahvil faizi ve borsa getirileri arasında ters yönlü ilişkilerin işlediği bir yapıda faiz oranlarındaki düşüşler borsa endeksinde artışları tetikleyici rol oynar. Ancak parasal genişlemenin mutlak anlamda enflasyonu ve buna bağlı olarak nominal faizleri yukarı itici etkileri de kaçınılmaz hale gelir ki, bunun da nihayetinde reel borsa getirilerinin ve endeksinin aşağı yönlü olmasına sebebiyet vermesi kaçınılmaz olur (Ozbay, 2009). Parasallaşmanın borsaya kısa vadede yükseltici ve uzun vadede düşürücü etkilerine karşılık, ulusal para arzındaki artışların enflasyonist etkiler yaratmasına bağlı olarak ulusal paranın yumuşak para (soft money) konumuna gelmesi kaçınılmaz olacağından dolayı ulusal paradan kaçış ve yabancı sağlam paraya (hard money) yönelim ortaya çıkabilmektedir. Diğer taraftan kısmi dolarizasyonda ise kur oynaklıkları gelir dağılımında adaletsizliği artırıcı rol oynayabilmektedir.

Öte yandan dolarizasyonun muhtemel avantajlar arasında ABD'den yatırım akışlarında artış, reel faiz oranında ve oynaklığında düşüşe yol açmakta ve buna ilaveten kur uyumsuzluklarının gelecekte finansal kırılganlığa neden olma riskinin ortadan kaldırması ve vade nedeniyle borçluların finansal kırılganlığında azalma sayılabilir. Ayrıca gelecekte “çıkış seçeneğinin” ve dolayısıyla ulusal paranın ABD doları karşısında devalüe etme yeteneğinin kaybedilmesi de olasılık dahilindedir (Curutchet, 2001). Tam dolarizasyonun kur istikrarsızlığını elimine etmesi ile birlikte belirsizlik ortamının kalkması ve buna bağlı olarak finansal entegrasyonu sağlayarak yabancı sermaye çekebilme yeteneği artış göstermektedir.

#### **4. Dolarizasyondaki Gelişmelerin Etkileri Üzerine Literatür Araştırması**

Para ikamesi veya dolarizasyon olgusu genellikle yüksek enflasyonlu ülkelerde ortaya çıkmakta ve bu yönüyle Latin Amerika ülkelerinde dolarizasyonun kaçınılmaz hale geldiği ülkelere örnek teşkil ettikleri söylenebilir (Yeyati ve Hélène Rey, 2006). Bu çalışmanın ana konusu dolarizasyondaki gelişmelerin borsa endeksi üzerine etkilerini araştırmaktır. Konuyla ilgili olarak Türkiye özelinde



yapılmış çalışmalar oldukça kısır olmakla birlikte kur oynaklığı üzerine dolarizasyon etkileri Kal (2019) tarafından yapılan çalışmada inceleme konusu yapmıştır. Genelleştirilmiş ardışık koşulu oynaklık modelinin (EGARCH-M) kullanıldığı çalışmada Türkiye ekonomisinde yabancı para miktarındaki ve risk primindeki oynaklıktaki artışların kur oynaklığını artırdığı ve buna karşılık borç ve hisse senedi piyasalarında kısa vadeli yabancı sermaye oynaklığın ise azaltıcı rol üstlendiği belirlenmiştir.

Türkiye ekonomisi özelinde borsa ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin ele alındığı Ozbay (2009) tarafından yapılan çalışmada ise 1986-2008 arası dönemde Türkiye ekonomisinin kendine özgü 1994 ve 2001 krizi ile 2008 küresel krizi öncesindeki aylarda borsanın önemli bir sinyal işlevi görerek krizden önceki dilimde düşüş trendi yaşadığı vurgulanmıştır. Buna göre 1993 Aralık ayında 38.824 olan borsa değerinin 1994 yılı Ocak, Şubat, Mart, Nisan ve Mayıs aylarında aldığı değerler ise sırasıyla 31.401, 22.014, 16.253, 11.191 ve 11.802 olmuştur. Benzer şekilde 2000 yılı Ekim ayından 2001 yılı Nisan ayına kadar borsanın aldığı değerler de yine sırasıyla 95.778, 62.723 69.507, 57.669, 46.893, 39.260 ve 52.133 olarak gerçekleşmiştir. 2008 küresel krizi için de 2007 Ekiminden 2008 Nisanına kadar sırasıyla 292.938, 280.786, 289.986, 227.258, 232.190, 187.969 ve 209.831 şeklinde değerler almıştır. Bu verilerden hareketle Türkiye ekonomisi özelinde borsanın genel anlamda bir öncü gösterge niteliği taşıdığına işaret edilmektedir. Bu çalışmada bir takım makroekonomik değişkenler içerisinde yer verilen para arzı (M1, M2, M2Y, Merkez Bankası parası) ve İMKB30 ilişkileri de nedensellik testlerine tabi tutulmuştur. Nedensellik testlerinde M1 ve M2'nin İMKB30'un nedenseli olmadığı ve buna karşılık İMKB30'un M2'nin nedenseli olduğu %5 önem seviyesinde belirlenmiştir. Diğer taraftan İMKB30 üzerine dolarizasyonu da kapsayan M2Y'nin olasılık değeri 0.1078 gibi çok zayıf bir nedenselliğe işaret edecek düzeyde iken, M2Y üzerine İMKB30'un nedenselliğinin %1 önem seviyesinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bu noktada İMKB30 ile M2Y arasında karşılık bir nedensel ilişkinin olduğu tespiti yapılmıştır.

Dünya ekonomisinde bireysel ülke ve ülke grubunu içeren borsa ve dolarizasyon ilişkilerini ele alan çalışmaların da pek yaygın olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda Nijerya üzerine yapılan çalışmada borsa ve parasal göstergeler (döviz kuru ve M2) arasındaki ilişkiler analiz edilmiştir. Eşbütünleşme ve nedensellik ilişkilerinin araştırıldığı çalışmada borsanın her iki parasal göstergeden de uzun dönemde etkilenmediği ortaya koyulurken, parasal boyutta M2'nin borsa üzerine tek yönlü etkileri olduğu ve buna karşılık kura duyarsız bir yapının varlığına dair belirleme yapılmıştır (Zubair, 2013). Zimbabve üzerine yapılan bir çalışmada borsada piyasa kapitilasyonu ve ciro oranları üzerine dolarizasyonun ve enflasyonun etkileri pozitif ve anlamlı bulunurken, fiyat kazançları üzerine her iki değişkenin etkilerinin ise negatif ve dolarizasyonun istatistiki açıdan anlamlı olduğu, enflasyonun ise anlamsız olduğu tespit edilmiştir (Ben, 2015). Merkezi Asya geçiş ekonomilerinden Kazakistan, Kırgızistan ve Tacikistan'da banka mevduatlarının GSYH'ye oranı ile mevduatlar içerisinde yabancı para cinsinden mevduatların oranı ile ifade edilen dolarizasyon endeksi arasındaki ilişkiler araştırılmıştır. Banka mevduatlarının GSYH'ye oranının yüksek olduğu ekonomilerde dolarizasyon nispetinin daha düşük olduğu; buna karşılık banka mevduatlarının GSYH'ye oranının düşük olduğu ekonomilerde dolarizasyon nispetinin daha yüksek olduğu yönünde ilişkiler yakalanmıştır. Dolayısıyla bankacılık sisteminin nispeten gelişmemiş olduğu ülkeler açısından dolarizasyon eğiliminin yüksek olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca kurumsal istikrar, politik istikrar, kişi başı gelir ile dolarizasyon arasında ters yönlü ilişkiler; dışa açıklık, faiz oranı, borç oranı, parasal derinleşme ile pozitif yönlü ilişkiler gözlenmiştir (Asel, 2010).

Diğer taraftan dolarizasyonun belirleyicileri üzerine Merkezi ve Batı Avrupa geçiş ekonomileri için yapılan çalışmada yüksek dolarizasyonun ekonomide kırılabilirlikleri artırarak bankacılık krizini tetiklediği tespit edilirken, reel kur ve enflasyonun da dolarizasyon eğilimini artırıcı; buna karşılık mevduatlarda yabancı para payının ve ekonomik büyümedeki artışların ise azaltıcı etkiler yarattığı belirlenmiştir (Yeyati ve Hélène Rey, 2006). Dolarizasyon nispeti ile enflasyon oranları arasındaki

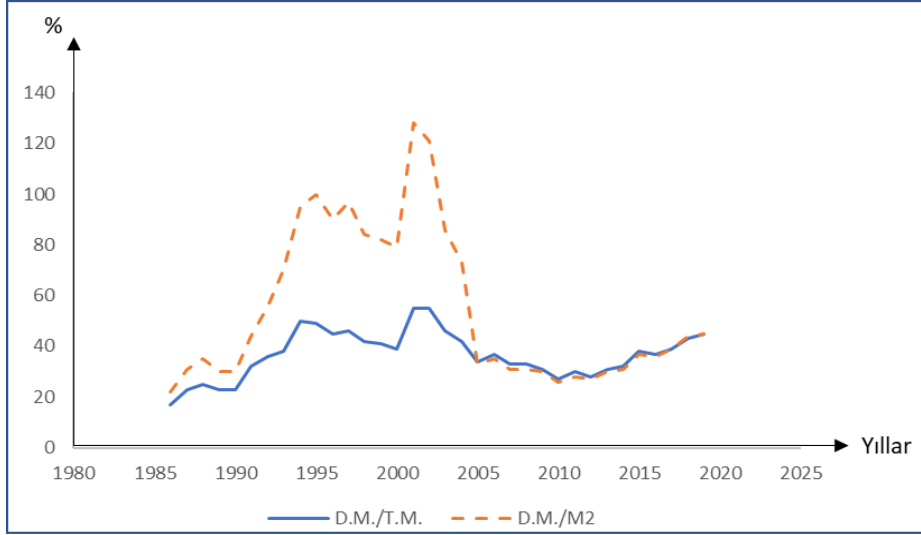
nedensel ilişki araştırmasında da yüksek enflasyonun yüksek dolarizasyona neden olduğu tespit edilirken, etki-tepki ilişkileri açısından ise yüksek enflasyonlu ülkelerde yüksek ölçüde dolarize olma eğiliminin de yüksek olduğu yönünde bulgular yakalanmıştır (Alvarez-Plata ve García-Herrero, 2007). Gana ekonomisinde dolarizasyonun döviz kurları, enflasyon, faiz oranı farklılığı, reel üretim ve finansal gelişme üzerine etkileri araştırılmış, analizlerde dolarizasyona finansal gelişme ve kur değer kaybında önemli rollerinin olduğu tespit edilmiştir. Buna göre hem kısa hem de uzun dönemde kurlarda artış dolarizasyonu tetiklerken, ekonominin finansal gelişmişlik düzeyindeki ilerlemeler de dolarizasyonu dedolarize olacak şekilde etkilediği tespit edilmiştir (Tweneboah vd., 2019). Türkiye ekonomisinde dolarizasyonun belirleyicileri olarak ekonomik ve politik unsurlar inceleme konusu yapılmıştır. Türkiye’de mevduatlar içerisinde döviz mevduatlarının payını ekonomik unsurlar olarak nitelendirilen TL/dolar kurunun, Türkiye ve ABD ile AB faiz oranları gibi unsurlardan ziyade politik belirsizlik ortamlarından daha fazla etkilendiği tespit edilmiştir. Buna göre yurtiçi mevduatlarda bulunanları yabancı para ile tasarruf yapmaya iten unsurların başında ekonomideki oynaklıklar değil, politik belirsizliklere karşı kendilerini güvenceye alma motiflerinin daha etkili olduğu belirlenmiştir (Bărbuță-Mișu vd., 2020).

Çalışmanın bu kısmında mevcut yerli ve yabancı literatürden hareketle kısır bir literatürün varlığı dikkat çekerken, özellikle 2021 yılının son döneminde yaşanan kur ataklarının fiyatlarda yukarı doğru yapışkanlığı ortaya koymasına delil teşkil etmiştir. Bunun da borsada benzeri etkiler yaratıp yaratmadığını test etmeyi çalışmanın nispeten orijinal olmasına işaret etmektedir. Kur atakları bağlamında borsa dolar bazlı olarak ucuzlarken ülkenin dolarize olmasının borsayı artırıcı etkiler yaratabileceği gibi bunun kurdaki sıçramalara denk gelecek şekilde olmaması ise borsada beklenen artışların yeterli olmayacağına da işaret edebilir. Literatür incelemelerinden hareketle dolarizasyon ve borsa ilişkilerinin genel olarak anlamlılık taşıdığı gözlenirken, dolarizasyonda borsanın da bir belirleyici unsur olduğu belirlenmesi yapılmıştır. Gerek teorik gerekse ampirik literatür dikkate alındığında ekonomide dolarizasyona yönelimin kırılmalıkta artışlar bağlamında ortaya çıktığı ifade edilirken, borsanın da bu yönüyle bir tür kırılmalıkta öncü gösterge işlevi gördüğü ileri sürülmektedir.

## **5. Türkiye’de Dolarizasyon Gelişmelerinin Borsaya Etkileri Üzerine Ampirik İncelemeler**

Türkiye ekonomisi 24 Ocak Kararları ile birlikte ilk etapta dış ticaretin liberalizasyonuna giderken devam edegelen süreçte hem sermaye hem de döviz piyasalarının liberalleştirilmesine yönelik düzenlemeler yaptığı görülmüştür. Buna göre 25 Şubat 1930 tarih ve 1567 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Kanunla belirlenmekte olan döviz işlemleri sistemi 29 Aralık 1983’te yürürlüğe giren 28 sayılı Kararı ile yeniden düzenlenmiş ve devamı 7 Temmuz 1984 tarihinde çıkarılan 30 sayılı Kararla sağlanmış ve en nihayetinde 11 Ağustos 1989 çıkarılan 32 numaralı Kararla Türk lirası konvertibl hale getirilmiştir. Diğer taraftan ilave düzenlemelerle, yerli ve yabancı gerçek ve tüzel kişilere Türk lirası (TL) ve yabancı para (YP) cinsinden mevduat hesabı açabilme, borçlanma ve hisse senedi gibi finansal araçlara yatırım yapabilme olanağı tanınmıştır (Kal, 2019).

Ekonomide kur oynaklığına yol açan unsurların genel olarak; bankacılık sistemine dahil olmuş yabancı paranın toplam para miktarına oranı (Mengasha, 2013) ya da ülkeye giren yabancı para miktarı ile ülkenin risk primi (Caporela, 2017) olduğuna dair literatürün varlığı söz konusu edilmektedir (Kal, 2019). Buna göre göre aşağıdaki şekilde Türkiye ekonomisinde döviz mevduatlarının toplam mevduatlara ve M2’ye oranlarında tarihsel gelişim verilmiştir.



**Şekil 2: Türkiye Ekonomisinde 1986-2019 Arasında Döviz Mevduatlarının (D.M.) Toplam Mevduatlara (T.M.) Oranı ile Döviz Mevduatlarının M2'ye Oranı**

Kaynak: Sarıöz, 2021.

Türkiye ekonomisinde dolarizasyon eğiliminin 1990'larda önemli artışlar kaydettiği ve bunun 2005'ten itibaren dedolarizasyon sürecine girdiği gözükürken 2010'dan itibaren dolarizasyonda artış yönünde bir trendin ortaya çıktığı dikkat çekmektedir.

Çalışmada Türkiye'de Borsa İstanbul endeksine (BIST) dolarizasyonun (YP) etkilerinin araştırılması amaçlanmıştır. Buna göre BIST100 ile dolarizasyonu temsilen yabancı para cinsinden mevduatlar alınmış ve bu çerçevede söz konusu ilişki matematiksel formda şu şekilde ifade edilmiştir:

$$BIST = f(YP) \quad (2)$$

(2) nolu eşitlikle dolarizasyonun borsa üzerine etkileri ifade edilirken, burada kontrol değişkenler olarak yurtiçi para arzı (M2) ve BIST'e alternatif olarak yabancı borsa değeri olarak Stand and Poors (SP) modele dahil edilmiş ve böylece (2) nolu form şu şekle dönüştürülmüştür:

$$BIST = f(YP, M2, SP) \quad (3)$$

(3) nolu formda yer alan değişkenlerden bağımlı değişken BIST ile YP ve M2 değişkenleri TL cinsindedir ve bu çerçevede SP değişkeni de TL/ABD dolar kuru ile TL'leştirilerek analizlerde kullanılması yoluna gidilmesi hedeflenmiştir. Böylece SP için bir Türk yatırımcısının ABD doları cinsinden kazançları TL cinsine çevrilerek hem inflatö edilmiş hem de bu değişkenin BIST ile ikame ilişkisi taşıyıp taşımadığı tam olarak ortaya konulması hedeflenmiştir. 2009:06 ve 2021:11 arası dönem verileri özellikle yabancı para mevduatları açısından ulaşılabilirlik kısıtı nedeniyle 2009'un 6. ayından başlatılmıştır. Ayrıca burada ele alınan değişkenlerin tümü, bir önceki aya göre büyüme cinsinden oran değişkeni olarak alınmıştır. Ekonometrik tahminler için şu modelin oluşturulması yoluna gidilmiştir:

$$BIST = \beta_0 + \beta_1 YP + \beta_2 M2 + \beta_3 SP + \epsilon_t \quad (4)$$

Burada  $\beta_0$  sabit katsayısını,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  ve  $\beta_3$  parametreleri de bağımlı değişken BIST üzerine sırasıyla YP, M2 ve SP'nin etkilerini ifade edecek şekildedir ve  $\epsilon_t$  de modelde hata terimini göstermektedir.

(4) nolu modelde kullanılan değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 2: (4) nolu Model Kapsamında Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

	BIST	YP	M2	SP
Ortalama	1.301421	2.095650	1.623523	2.537537
Ortanca	0.745436	1.511595	1.390823	1.974779
Maksimum	18.89635	26.16654	13.96107	24.33861
Minimum	-15.42540	-9.182209	-4.706333	-14.35803
Standart Sapma	6.845316	4.375886	2.262292	5.493030
Çarpıklık	0.132310	2.367470	1.879921	0.660911
Basıklık	2.568625	13.58044	11.38258	5.114271
Jarque-Bera	1.590002	834.1855	524.0086	38.59940
Olasılık	0.451581	0.000000	0.000000	0.000000
Toplam	193.9118	312.2519	241.9050	378.0930
Topl. Kareler Sapması	6935.037	2833.960	757.4590	4465.660
Gözlem Sayısı	149	149	149	149

Modelde kullanılan değişkenlerden BIST'in oransal ortalaması 1.30 iken, YP'nin 2.09, M2'nin 1.62 ve SP'nin de 2.53 olduğu gözlenmektedir. Bu değişkenlerden BIST'in -15.42 ile en yüksek düşüş gösterdiği tarih 2020:03 iken, 18.89 ile en yüksek artış gösterdiği tarih 2021:11 olmuştur. Ele alınan değişkenler içerisinde standart sapması da en yüksek olan (6.84) ve dolayısıyla oynaklık derecesi de en fazla olan değişken BIST iken, bunu sırasıyla SP (5.49), YP (4.37) ve M2 (2.26) takip etmektedir.

Yine (4) nolu modelde kullanılan değişkenlerin aralarındaki ilişkileri en basit şekliyle görmek amacıyla hesaplanan korelasyon katsayıları ise aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3: Değişkenlerin Korelasyon Katsayıları

	BIST	YP	M2	SP
BIST	<b>1.000</b>	-0.101	-0.113	0.189
YP	-0.101	<b>1.000</b>	0.809	0.445
M2	-0.113	0.809	<b>1.000</b>	0.462
SP	0.189	0.445	0.462	<b>1.000</b>

Değişkenler arasında korelasyon katsayıları incelendiğinde BIST üzerine YP ve M2'nin etkileri negatif; SP'nin ise etkileri pozitif bulunmuştur. Ancak BIST'i açıklamak üzere kullanılan bu değişkenlerin etkileri istatistiki olarak zayıf olduğu ifade edilebilir.

Ekonometrik ilişki araştırmasına geçmeden önce hem modelde kullanılan değişkenlerin sahte regresyon üretip üretmediği hem de uygun yöntemin belirlenmesi amacıyla seviye değerlerinde birim kök sınamaları yapılmış ve test sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 4: (4) nolu Model Kapsamında Değişkenlerin Birim Kök Sınama Sonuçları**

	Augmented Dickey-Fuller		Phillips-Perron	
	t-istatistiği	Olasılık	t-istatistiği	Olasılık
BIST	-12.31376	0.0000	-12.88990	0.0000
YP	-8.729543	0.0000	-8.282569	0.0000
M2	-9.543677	0.0000	-8.282569	0.0000
SP	-11.01599	0.0000	-11.02918	0.0000

Çalışmada birim kök testleri için geleneksel testler olarak ifade edilen Augmented Dickey-Fuller ve Phillips-Perron birim kök testleri yapılmıştır. (4) nolu model kapsamındaki değişkenlerin birim kök test sonuçlarına göre tüm seriler seviye değerlerinde, yani  $I(0)$ 'da durağan çıkmıştır.

$I(0)$  durağan olma durumu dikkate alındığında Sims (1980) tarafından geliştirilen VAR modellemesinin kullanılması mümkün gözükmektedir. VAR modellemesinin kullanılmasında amaçlanan ise regresyon tahminlemesine göre bağımlı değişken üzerine bağımsız değişkenlerin etkileri tek bir parametre ile belirlenmesinin, yani biri bağımlı olmak üzere bağımsız-açıklayıcı değişkenler arasındaki tek yönlü ilişkiler ortaya koyulmasının ötesine geçilmektedir. Böylece, VAR'da her bir değişken kendisinin ve modele dahil edilen diğer değişkenlerin gecikmeli değerleriyle regresyona tabi tutulmaktadır. Ayrıca VAR modellemesiyle modele dahil edilen her değişken hem bağımlı hem de bağımsız olabileme özelliği sergileyecek kendi bünyesinde ileri geri bağlantıları inceleme olanağı sağlayabilmektedir. Burada ifade edilen VAR modeline ilişkin yapısal olmayan işleyişine karşıt olarak geliştirilen yapısal (structural) VAR ya da literatürdeki kısaltmasıyla SVAR analizlerinde ise yapısallık söz konusu edilmektedir. Zaman serileri için geliştirilmiş olan bu analizlerde, modellerde yer alan değişkenlerin durağanlığı önem arz etmektedir. VAR analizlerinde olduğu gibi SVAR analizlerinde de serilerin durağan olması önem arz etmekte, aksi takdirde birim kök içeren serilerle yapılacak analizlerden elde edilecek bulgular kuvvetle muhtemel sapmalı test istatistik değerleri içermiş olacaktır. Bu nedenle tahminler sahte regresyon olgusu biçiminde olacağından güvenilir tahmin ve buna bağlı olarak yapılacak politika çıkarımları hatalı olacaktır. Burada tıpkı VAR'da olduğu gibi SVAR'a dayalı olarak yapılacak zaman serisi analizleri için de test değerleri bakımından hem sapmasızlığı sağlama hem de sahte regresyon sorunundan kaçınabilmek için ele alınacak değişkenlerin durağanlık koşulunu sağlayıp sağlanmadığı önem arz etmektedir. VAR ve/veya SVAR analizlerine yönelebilmek için aynı düzeyde durağanlığa ihtiyaç bulunmaktadır (Yalçınkaya, 2019; Sadeghzadeh Emsen vd., 2021).  $I(0)$  şeklinde tüm seriler için seviye değerlerle sağlanan durağanlıktan hareketle SVAR analine gidilmesi planlanmıştır.

VAR ve/veya SVAR analizinde de uygun gecikme uzunluğunun tespitine ihtiyaç vardır. Aşağıdaki tabloda uygun gecikme uzunluğuna ilişkin olarak yapılan testler ve sonuçları verilmiştir.



**Tablo 5: Uygun Gecikme Uzunluğu Tespiti**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1489.414	NA	34549.95	21.80167	21.88692*	21.83631
1	-1462.432	51.99512	29435.72*	21.64134*	22.06762	21.81457*
2	-1457.050	10.05702	34392.67	21.79635	22.56364	22.10816
3	-1446.407	19.26665	37247.20	21.87455	22.98286	22.32494
4	-1437.112	16.28213	41195.16	21.97244	23.42178	22.56142
5	-1430.913	10.49787	47750.90	22.11552	23.90587	22.84308
6	-1420.621	16.82834	52253.94	22.19884	24.33022	23.06498
7	-1412.887	12.19320	59516.39	22.31952	24.79191	23.32424
8	-1400.815	18.32911	63829.42	22.37685	25.19027	23.52016
9	-1391.227	13.99642	71247.54	22.47047	25.62490	23.75235
10	-1380.460	15.08948	78506.33	22.54686	26.04231	23.96733
11	-1369.249	15.05778	86369.86	22.61677	26.45324	24.17582
12	-1335.009	43.98653*	68276.03	22.35050	26.52799	24.04813

**Not:** \* işareti kriterlerce seçilen ve her biri %5 önem düzeyinde anlamlı olan gecikme uzunluğudur. Burada LR, sequential modified LR test statistic (each test at 5% level) değerini; FPE, Final prediction error; AIC, Akaike information criterion; SC, Schwarz information criterion ve HQ, Hannan-Quinn information criterion değerlerini göstermektedir.

FPE, AIC ve HQ'ya göre belirlenen gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiş olduğundan analizlerde de SVAR(1) şeklinde oluşturulan gecikme uzunluğu esas alınacaktır. Bundan hareketle, kalıntıların birbiriyle ilişkisiz olduğuna dair Lagrange Multiplier (LM) otokorolesyon testleri optimal gecikme uzunluğu belirlemesi yardımıyla modelin istikrarlı olduğu ifade edilebilir. Bu bilgilerden hareketle SVAR(1) modeli çarpan matrisi sonuçları da aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 6: SVAR Modeli Çarpan Matrisi Sonuçları**

<b>A =</b>				
<b>I</b>	0	0	0	
C(1)	<b>I</b>	0	0	
C(2)	C(4)	<b>I</b>	0	
C(3)	C(5)	C(6)	<b>I</b>	
<b>B</b>				
C(7)	0	0	0	
0	C(8)	0	0	
0	0	C(9)	0	
0	0	0	C(10)	

	Katsayı	Standart Hata	z-istatistiği	Olasılık
C(1)	0.087247	0.052468	1.662877	0.0963
C(2)	0.006337	0.015869	0.399312	0.6897
C(3)	-0.132648	0.053139	-2.496235	0.0126
C(4)	-0.428145	0.024714	-17.32400	0.0000
C(5)	-0.137871	0.144257	-0.955738	0.3392
C(6)	-0.829830	0.276046	-3.006136	0.0026
C(7)	6.750965	0.393724	17.14643	0.0000
C(8)	4.294537	0.250463	17.14643	0.0000
C(9)	1.286819	0.075049	17.14643	0.0000
C(10)	4.306823	0.251179	17.14643	0.0000
Kayıt Olasılığı	-1581.008			
<b>Tahmin edilen A matrisi:</b>				
1.000000	0.000000	0.000000	0.000000	
0.087247	1.000000	0.000000	0.000000	
0.006337	-0.428145	1.000000	0.000000	
-0.132648	-0.137871	-0.829830	1.000000	
<b>Tahmin edilen B matrisi</b>				
6.750965	0.000000	0.000000	0.000000	
0.000000	4.294537	0.000000	0.000000	
0.000000	0.000000	1.286819	0.000000	
0.000000	0.000000	0.000000	4.306823	
<b>Tahmin edilen S matrisi</b>				
6.750965	0.000000	0.000000	0.000000	
-0.589003	4.294537	0.000000	0.000000	
-0.294956	1.838683	1.286819	0.000000	
0.569530	2.117889	1.067842	4.306823	
<b>Tahmin edilen F matrisi</b>				
6.181218	0.887129	0.120026	-0.631801	
-1.480584	4.313375	0.517615	0.063576	
-0.493067	1.568650	1.647536	-0.319111	
-0.849903	3.345207	2.440540	3.276537	
<b>Tamsal Testler</b>	<b>LM</b>	<b>ESVAR (Jarque-Berra)</b>		<b>WHT (Chi-Sq)</b>
	<b>9.667444(0.8834)</b>	<b>129.6745 (0.004)</b>		<b>1.800239 (0.4065)</b>

**Not:** Çarpan matrisinde A kısmı kısa dönemli ve B kısmı da uzun dönemli parametreleri ifade etmektedir. Buna göre A olarak ifade edilen kısa dönem için C(1)=YP, C(2)=M2, C(3)=SP, C(4)=M2, C(5)=SP ve C(6)=SP'yi ifade ederken, B olarak ifade edilen kısımda uzun dönem için, C(7)=BIST, C(8)=YP, C(9)=M2 ve C(10)=SP'yi ifade etmektedir.

Kısa dönemde YP'deki %1'lik değişim BIST üzerinde %0.08 birim pozitif etki yapmaktadır. Burada YP'nin etkisinin %10 önem seviyesinde anlamlılık taşıdığı görülmektedir. M2'deki %1'lik değişimin BIST üzerinde %0.006 birim pozitif etki yapmakta olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı etkisi bulunmamıştır. SP'deki %1'lik değişimin BIST üzerinde % -0.13 birim negatif etki yapmakta ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Uzun dönemde ise YP'deki %1'lik değişimin BIST üzerinde %4.29 birim pozitif etki yapmakta; M2'deki %1'lik değişim BIST üzerinde %1.28 birim pozitif etki yapmakta ve SP'deki %1'lik değişim ise BIST üzerinde %4.3 birim pozitif etki yapmakta ve uzun dönemde tüm değişkenlerin %1 önem seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

SVAR analizlerinde BIST üzerine kısa dönemli etkilerin hem çok düşük olduğu hem de M2 dışındaki YP ve SP değişkenlerinin etkilerinin olmadığı görülmektedir. Kısa dönemli etkiler açısından YP'nin pozitif etkiler yaratması dolarizasyon sürecindeki artışların borsayı da olumluştırdığı gözlenirken, yabancı borsa değeri ile BIST arasında ters yönlü, yani ikame ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir. Diğer taraftan burada BIST üzerine açıklayıcı rol oynayacağı düşünülen YP, M2 ve SP'nin etkilerinin uzun dönemde parametre değerleri ve anlamlılık düzeyi açısından daha güçlü ve pozitif etkiler yarattığı dikkat çekmektedir. Bu durum, dolarizasyonun içeride parasallaşmadan ve dış piyasalardaki gelişmelerden BIST'in de olumlu yönde etkilendiği gibi bir sonuç ortaya çıkmaktadır.

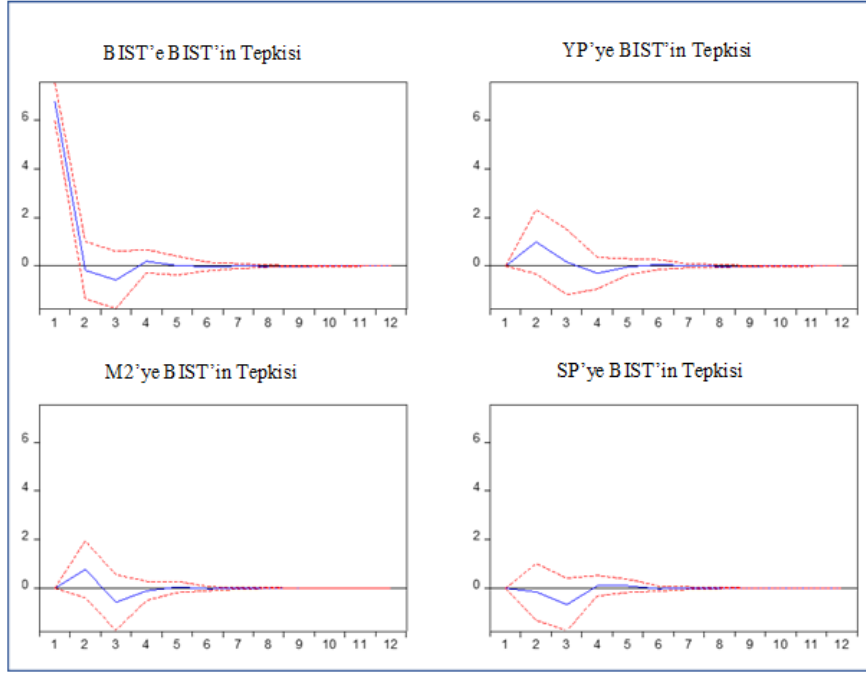
(4) nolu model çerçevesinde yapılan SVAR analizleri parametrik olarak BIST üzerine YP, M2 ve SP'nin hem kısa hem de uzun dönemli tahminlerini vermiştir. Ayrıca BIST en içsel olarak kabul edilerek en dışsala doğru YP, M2 ve SP'nin varyans ayrıştırmasına gidilmiş ve sonuçları da aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Değişkenlerin varyans ayrıştırması ile gecikmeli değerlerinin ilgili en içsel değişkenden en dışsal değişkene doğru yansımaları görülebilmektedir. Bu çerçevede (4) no'lu model temelli olarak BIST'in kendi gecikmeleri ile BIST üzerine etkili olacağı düşünülen YP, M2 ve SP'nin etkileri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 7: SVAR Modeli Varyans Ayrıştırması Analiz Sonuçları**

Period	S.E.	BIST	YP	M2	SP
1	6.750965	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	6.871388	96.59082	2.083802	1.278038	0.047338
3	6.953821	94.99459	2.088808	1.940304	0.976299
4	6.964318	94.78693	2.261041	1.957621	0.994410
5	6.965334	94.75958	2.262797	1.962455	1.015164
6	6.965680	94.75104	2.269875	1.963295	1.015785
7	6.965692	94.75072	2.270093	1.963384	1.015807
8	6.965701	94.75062	2.270124	1.963440	1.015818
9	6.965703	94.75059	2.270151	1.963439	1.015823
10	6.965703	94.75058	2.270154	1.963438	1.015823
11	6.965703	94.75058	2.270155	1.963439	1.015823
12	6.965703	94.75058	2.270155	1.963439	1.015823

Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre BIST'in çok güçlü bir şekilde kendi gecikmeli değerlerinden etkilendiği gözlenirken, BIST üzerine 2. gecikmeden itibaren görece en fazla YP'nin etkisi olduğu ve bunu sırasıyla M2 ve SP'nin takip ettiği gözlenmektedir.

Diğer taraftan BIST üzerine yapısal VAR'da etki-tepki fonksiyonları da aşağıdaki şekillerde sunulmuştur.



Şekil 3: SVAR Modelinde BIST Üzerine Modeldeki Değişkenlerin Etki-Tepki Fonksiyonları

Şekil 3'te BIST'in etkilerine BIST'in tepkileri azalış yönünde tepkide bulunurken, bunun da 4. gecikmede istikrarlı hale geldiği gözlenmektedir. Benzer şekilde BIST'e YP'nin etkisi önce pozitif ve 2. gecikmeden sonra da düşüş trendi sergilediği ve bu düşüşün çok düşük negatif etkilerinin de 5. gecikmeden itibaren kaybolduğu görülmektedir. BIST'e M2'nin etkileri de YP benzeri bir yol izlemekle birlikte hem SVAR modeli çarpan matrisi hem de varyans ayrıştırması sonuçları ile paralellik arz edecek şekilde önce artış ve devamında da azalış göstererek 6. gecikmede dengelenmeye geçtiği söylenebilir. YP ve M2'den farklı bir şekilde SP'nin etkide bulunduğu bir durumun varlığından bahsedilebilir. Yani SP'nin negatif etkide bulunduğu ve bu etkinin de 4. gecikmeden itibaren dengelendiği gözükmektedir.

Model ve buna bağlı olarak SVAR analiz sonuçları değerlendirildiğinde Türkiye'de dolarizasyonun borsa üzerine olumlu etkiler yarattığı belirlenmiştir. Elde edilen bu bulgu Türkiye ekonomisi için Ozbay (2009) tarafından yapılan çalışma ile paralellik arz etmekte, buna karşılık Asel (2010) ve Ben (2015) tarafından yapılan çalışmalar ile ters yönde bulgu elde edildiği söylenebilir.

## 6. Sonuç

Literatürde dolarizasyon eğilimindeki artışların ekonomide güven unsurunun azalması ve kırılganlığın artması olasılığı dahilinde ortaya çıktığı ifade edilmektedir. Diğer taraftan ekonomideki sorunlar bağlamında dolarize olma durumuna benzer şekilde borsaların da güvensizlik ortamının derinleşmesi ve kırılganlığın artması olasılığı baş gösterdiğinde, borsanın da çok güçlü bir öncü gösterge olması nedeniyle düşüş eğilimi gösterdiği ileri sürülmektedir. Dolayısıyla ekonomilerde dolarizasyon

ile borsa arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığına dair kısıtlı literatürde bir konsensüsün oluşmaya başladığı ifade edilebilir. Türkiye ekonomisi özelinde bu iki değişken arasında ilişki araştırmasında, ayrıca para arzı ve yabancı güçlü borsa değerleri de kontrol değişken olarak modellenmiştir. 2009:06 ve 2021:11 arası dönem için aylık verilerle yapılan zaman serisi analizlerinde ele alınan değişkenlerin tümünün seviye değerlerinde durağan çıkmasından hareketle SVAR analizlerine gidilmiştir.

Yapılan analizler sonucunda kısıtlı literatürde gözlendiği şekliyle dolarizasyon ile borsa arasında ters yönlü ilişkiler değil, pozitif yönlü ilişkilerin varlığı tespit edilmiştir. Türkiye ekonomisinde ele alınan dönem boyunca dolarizasyon eğiliminin sürekli artmaya başladığı bir dönem olması ve özellikle araştırma döneminin son zamanlarında da bu dolarizasyon eğiliminin giderek artan bir ivmeye geçmesi, kuvvetle muhtemel ters yönlü bir değiş tokuş ilişkisinden ziyade, doğrusal ilişkilere yol açarak borsada alım fırsatının yaratıldığı gibi bir izlenimin doğduğu söylenebilir. Diğer bir ifadeyle ülke ekonomilerinde dolarizasyondaki artışlar kısa dönemde olası düşüşü tetiklerken, uzun vadede dolarizasyonun ekonomide yabancı paranın bollaşması bağlamında borsayı da artış yönünde tetiklemesi gibi bir sonuç ortaya çıkabilmektedir.

Türkiye ekonomisinde güvende düşüş ve kırılmalıkta artışa yol açıcı politikaların yabancı para cinsinden mevduata yönelimi tetiklemesi söz konusu olmaktadır. Yabancı paraya yönelimde şüphesiz kurları artırıcı etkiler yapmakta ve bu yönüyle dolar değeri türünden borsanın ucuzlaması gibi bir durum ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla hem ulusal paradan kaçışı hem de ucuzlayan borsaya yönelimi ortaya çıkaran politika uygulamalarının borsa ve kur üzerinden sürdürülebilirlik taşıdığı söylenemeyebilir. Bu nedenle başta merkez bankası bağımsızlığı olmak üzere ekonomide güven unsurunu tesis edici ve kırılmalığı azaltıcı politika uygulamalarının ülke ekonomisi özelinde hem dolarize olmayıp dedolarize olmayı hem de borsa değerinde reel ucuzlamaya sebebiyet vermeme ve böylece varlık ucuzlamasına sebebiyet vermeme adına önemli olacağı ileri sürülebilir. Aksi takdirde güven unsuru kayboldukça ulusal paradan kaçışlar ülke ekonomisinde para politikası uygulamalarından sapmaya ve bağımsızlığı temsil eden senyör haklarından mahrum olmaya yol açabilmektedir. Bu durumun borsada artış yaratmasının da reel olmaktan ziyade nominal boyutta kalması, borsanın da sermaye birikimini olumsuz yönde etkileme unsuruna sebebiyet vermesi söz konusu olabilmektedir.

Bu çalışmadan hareketle Türkiye ekonomisi özeli için yapılan bu çalışmanın ulaşılabilir veri seti kısıtının elimine edilmesi halinde daha da geriye götürülmesi ile birlikte daha uzun bir zaman diliminin incelenmesi ve özellikle 2002-2008 aralığında yaşanan dedolarizasyon sürecinin inceleme konusu yapılması ilgiye değer olabilir. Benzer şekilde kırılmalık düzeyi açısından Türkiye ekonomisine benzeşik ülkelerin incelenmesi ve dolarizasyon ile borsanın Türkiye'ye özgü mü, yoksa kırılmalık ekonomilere özgü ortak bir kalıp izleyip izlemediği incelemeye değer addedilebilir.

### **Kaynakça**

Alvarez-Plata, P., García-Herrero, A. (2008). To dollarize or de-dollarize: Consequences for Monetary Policy, BBVA Working Papers, Economic Research Department No: 0808 (Erişim: Kasım 2021), [https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/mult/WP\\_0808\\_tcm348-212943.pdf](https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/mult/WP_0808_tcm348-212943.pdf)

Aninat, E. (2000). "Globalization as An Economic and Social Force: Opportunities and Risks from a Humanistic Perspective", (Ed: José Antonio Ocampo, Stefano Zamagni, Ricardo Ffrench-Davis and Carlo Pietrobelli), Financial Globalization and The Emerging Economies, Santiago, Chile, 2000, pp: 25-30.

Asel, I. (2010). "Financial Sector Development and Dollarization in the Economies of Central Asia", Center for Economic Research and Graduate Education – Economic Institute (CERGE-EI), Final Report Grant No. RRC IX-69, 1-34.



Bărbuță-Mișu, N., Güleç, T. C., Duramaz, S., Virlanuta, F. O. (2020). Determinants of Dollarization of Savings in the Turkish Economy, *Sustainability*, 12: 1-16.

Becker, J. (2007). Dollarisation in Latin America and Euroisation in Eastern Europe: Parallels and Differences, (ed. Becker, J. and Weissenbacher, R.), *Dollarization, Euroization and Financial Instability. Central and Eastern Europe between Stagnation and Financial Crisis?*, Metropolis-Verlag, Marburg.

Ben, M. (2015). The Effect of Dollarization on the Performance of the Zimbabwe Stock Exchange, University of the Witwatersrand, South Africa.

Calvo, G. A., Végh, C. (1992). Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction, *Revista de Análisis Económico*, 7 (1): 3-27.

Calvo, G. A. (2001). Capital Markets and the Exchange Rate with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America, *Journal of Money, Credit and Banking*, 33 (2): 312-334.

Curutchet, A. S. (2001). The Benefits and Costs of Official Dollarization for Argentina, Department of Economics, Lund University, Sweden.

Duffy, J., Nikitin, M., Smith, R. T. (2006). Dollarization Traps, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38 (8): 2073-2097.

Fischer, S. (2006). Dollarization: Consequences and Policy Options, At the 75th Anniversary Conference of the Central Bank of the Republic of Turkey, Istanbul, December 13-15 2006.

Kal, S. H. (2019). 2003-2018 Dönemi Türk Ekonomisinde Dolarizasyon, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Kur Oynaklığı İlişkisi, *İstanbul İktisat Dergisi*, 69 (2): 357-376.

Ozbay, E. (2009). The Relationship between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence from Turkey, Master of Science (MSC) in Financial Analysis and Fund Management, University of Exeter.

Sadeghzadeh Emsen, H., Yurttañçıkmaç, Z. Ç., Gerni, M., Emsen, Ö. S. (2021). Türkiye’de Yolsuzluk Endeksinin Borsa İstanbul 100 Endeksi Üzerine Etkisi, *International Conference on Economics Finance and Banking*, İstanbul, 24-25 Ağust 2021, 1-12.

Sarıöz, C. (2021). Currency Substitution: Theory and Evidence from Turkey, Çankaya University Graduate School of Social Sciences Financial Economics, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Seyidoğlu, H. (1994). Uluslararası Finans, *Güzem Yayınları* No: 8, İstanbul.

Seyidoğlu, H. (2013). Uluslararası İktisat, *Güzem Can Yayınları* No: 26, İstanbul.

Sims, A. C. (1980). Macroeconomics and Reality, *Econometrica*, 48 (1): 1-48.

Tabak, B. M. (2006). The Dynamic Relationship between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence for Brasil, *Banco Central Do Brasil, Working Paper Series* 124, 1-37.

Tweneboah, G., Gatsi, J. G., Asamoah, M. E. (2019). Financial Development and Dollarization in Ghana: An Empirical Investigation, *Cogent Economics & Finance*, 7 (1): 1-21.

Yalçınkaya, Ö. (2019), “Küresel Ekonomik, Politik ve Jeopolitik Belirsizliklerin Makroekonomik Etkileri: Türkiye Ekonomisi Üzerine SVAR Analizi (1992:Q1-2018Q:2)”, *Journal of Yasar University*, 14 (53): 56-73.



Yeyati, E. L., Rey, H. (2006). Financial Dollarization: Evaluating the Consequences, *Economic Policy*, 21 (45): 63-118.

Yeyati, E. L. (2021). Financial Dollarization and De-Dollarization in the New Millennium, Latin American Reserve Fund – FLAR, Working Paper.

Živkovi, A. (2017). “Financialisation in the Post-Yugoslav Region: Monetary Policy, Credit Money and Dollarization”, *Revista de Economía Mundial*, 46: 117-133.

Zubair, A. (2013). Causal Relationship between Stock Market Index and Exchange Rate: Evidence from Nigeria, *CBN Journal of Applied Statistics*, 4 (2): 87-110