

I.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi
No:43. (Ekim 2010). ss.177-204.

YÜKÜMLÜLÜK DOLARİZASYONU VE BİLANÇO ETKİSİ: TÜRKİYE ÜZERİNE BİR ANALİZ*

Nejla ADANUR AKLAN*
Mehmet NARGELEÇEK ENLER**

Özet

1990'li yılların sonunda yeni gelişen ülkelerde yaşanan finansal krizler literatürde önemli görüş değişiklerine neden olmuştur. Bu krizlere kadar, literatürde finansal krizlerin sebeplerine makro ekonomik değişkenlere dayalı açıklamalar getirilmekteydi. Ancak bu krizlerle birlikte mikro ekonomik değişkenlerin finansal kriz oluşumundaki rolleri literatürde tartışma alanı bulmuştur. Para birimi uyumsuzluğu, ulusal para değer kaybettiğinde firma bilançolarında önemli bir risk unsuru oluşturabilmekte ve yatırımları olumsuz etkileyebilmektedir. Çalışmamızda, 1998-2007 dönemi için imalat sanayi sektöründeki yükümlülük dolarizasyonunun bilanço etkisi sonuçları, dinamik panel veri (DPD) modeliyle araştırılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Bilanço Etkisi, Yükümlülük Dolarizasyonu, Sektörel Analiz, Dinamik Panel Veri Modeli.

JEL: E22, F31, G32.

Liability Dollarization and Exchange Rate Balance Sheet Effect On Turkey

Abstract

Financial crises occurring in emerging markets during the late 1990's caused significant changes in literature. Financial crises used to be explained in terms of macroeconomic variables until the late 1990s. Recent studies, however, consider the role of microeconomic variables in the formation of financial crisis. In the case of real depreciation, currency mismatch that affects the balance sheet of firms negatively may lead a decrease in investments. In this study, the results of balance sheet effect of liability dollarization in manufacturing sector for 1998-2007 were investigated by Dynamic Panel Data (DPD) model.

* Bu çalışmanın ilk versiyonu 17-19 Haziran 2009 tarihlerinde Anadolu Üniversitesi tarafından Eskişehir'de gerçekleştirilen Anadolu Uluslararası İktisat Kongresinde, sunulmuştur.

* Yard. Doç. Dr., Uludağ Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, adanurn@uludag.edu.tr

** Aras. Gör. Dr., Uludağ Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Ekonometri Bölümü, mnargale@uludag.edu.tr

Keywords: Balance Sheet Effect, Liability Dollarization, Sectoral Analysis, Dynamic Panel Data Model.

JEL Classification: E22, F31, G32.

1. GIRIS

Asya krizi ile birlikte yükümlülük dolarizasyonunun finansal kriz olusumundaki etkileri tartisilmaya baslanmistir. Bu çerçevede üçüncü nesil kriz modellerinin uzantisi olarak ortaya çıkan çalismalarda, yükümlülük dolarizasyonunun istikrar bozucu etkilerinin meydana gelmesinde para birimi uyumsuzluguna vurgu yapılmıştır (Krugman 1999, Aghion vd., 2000, 2001, Eichengreen vd. 2003a, 2003b, 2005). Buna göre kriz olusumunda otoritelerin davranisi belirleyici degildir. Bu modellerde öne çıkan temel husus, firmaların kur degisimlerinden etkilenme yollari ve kur degisimlerine gösterilen reaksiyonla ilgilidir. Firma düzeyinde ele alindiginda, bilançolarinin yükümlülük kısmi varlik kismina göre daha fazla dolarize olmus firmalar ulusal para deger kaybettiginde net servet kaybina ugrarlar. Bu sürece örnek teskil eden ilk finansal kriz 1994/1995 döneminde Meksika’da yasanmistir. Yeni gelisen ülkelerde Meksika krizi ile baslayan finansal kriz sürecini Dogu Asya, Latin Amerika, Rusya ve Türkiye finansal krizleri takip etmistir.

Finansal dolarizasyon ekonominin temel sektörlerindeki bilançolarin yabancı para cinsinden varlik ve yükümlülüklerini ifade etmektedir. Finansal dolarizasyonun bir cephesini, iktisadi birimlerin tasarruflarini enflasyon riskine karsi korumak amaciyla yabancı para ve yabancı para cinsinden aktiflere yönelmeleri olustururken (varlik dolarizasyonu) diger cephesini, gerek piyasa gerekse kurumsal basarisizliklerin neden oldugu yabancı para cinsinden borçlanma (yükümlülük dolarizasyonu) olusturmaktadır. Yeni gelisen ülkelerde neden oldugu finansal kirilganlik artisi nedeniyle finansal dolarizasyon literatürde önemli tartisma konusu haline gelmistir.

Ulusal paranin yabancı para ile yer degistirmesi asamali bir süreçtir. Ulusal para ilk önce deger saklama (finansal dolarizasyon), daha sonraki asamada ise degisim araci olma islevini kaybetmektedir (para ikamesi). (Savastano, 1996; Calvo ve Vegh, 1992). Yabancı paranin deger saklama araci olarak kullanimi ile degisim araci olarak kullanimi arasindaki ayirim, dolarizasyon sürecinin asamalarinin degerlendirilmesi bakimindan önemlidir. Para ikamesi dolarizasyon sürecinin son asamasi (Domaç ve Bahmani-Oskooee, 2002: 3).

Gelismekte olan ülkeler açısından para ikamesi yüksek enflasyonun bir sonucudur. Ulusal para tutmanin fırsat maliyeti arttiginda iktisadi birimler ulusal paradan yabancı paraya yönelmektedir. Birçok gelismekte olan ülkede para ikamesi de facto dolarizasyon olarak adlandırılmaktadır.

De facto dolarizasyon üç biçimde ortaya çıkabilir; i.Yabancı paranin günlük islemlerde kullanildigi ödemeler dolarizasyonu. ii. Yabancı paranin ticareti yapılan mallarin fiyatlandırilmasinda kullanildigi reel dolarizasyon. iii. Yerlesiklerin yabancı para cinsinden aktif ve yükümlülüklerini ifade eden finansal dolarizasyon.

Bu tanım, para ikamesi konseptinden aktif ve yükümlülük ikamesi konseptine bir kayma sağlamıştır¹.

1990'li yılların sonlarına kadar dolarizasyon yerleşiklerin portföylerinin bir kısmını yabancı para ve yabancı para cinsinden aktiflerden oluşturmaları esasına dayanmaktaydı. Ancak 1990 sonrası dönemde kamu ve özel sektörün yabancı para cinsinden yükümlülüklerini baz alan yükümlülük dolarizasyonu literatürde tartışılmaya başlanmıştır.

Finansal dolarizasyonun yüksek olduğu yeni gelişen ülkelerde yükümlülük dolarizasyonunun da yüksek olduğu vurgulanmaktadır. Bu ilişkiye iki çerçevede açıklama getirilmektedir (IADB, 2004: 52); Bunlardan ilki yeni gelişen ülkelerde bankacılık sisteminin yabancı para cinsinden mevduatlarını, yabancı para cinsinden kredilerle dengelemeye yönelmesidir. Diğer ise banka ve firmaları yabancı para cinsinden yükümlülüklerini dengelemeye yönlendiren veya dengelemekten alıkoyan ekonomik ve kurumsal yapı (piyasa başarısızlıkları, uygulanan kur sistemi, mevduat garantileri gibi) farklılıklarıdır. Finansal dolarizasyonun en önemli olumsuz etkisi, finansal ve reel sektörün yükümlülüklerini yerine getirememesi şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Bu noktadan hareketle çalışmamızda öncelikle yükümlülük dolarizasyonunun nedenleri üzerinde durulacaktır. Sonraki bölümde yükümlülük dolarizasyonunun etkileri tartışılacaktır. Çalışmamızın son bölümünde ise Türkiye ekonomisinde bilanço ve rekabet etkileri kapsamında yükümlülük dolarizasyonunun reel sektör yatırımları üzerindeki etkileri araştırılacaktır.

2. YÜKÜMLÜLÜK DOLARİZASYONUN NEDENLERİ

Yükümlülük dolarizasyonunun nedenlerine, piyasa başarısızlıkları ve kurumsal görüş çerçevesinde açıklama getirilebilir.

2.1 Piyasa Başarısızlıkları Görüşü

Firmaların yatırım kararlarını finansal faktörlerden dislayan görüş Modigliani ve Miller (1958) yaklaşımına dayanır. Buna göre sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerli olduğunda firmaların finansal yapısı piyasa değerlerini etkilememektedir. Ancak sermaye piyasasında aksak rekabet koşulları geçerli olduğunda, firmaların finansal yapısının piyasa değerlerini etkilediği bir süreç ile karşılanmaktadır. Bu süreçte firmaların finansal yapısı üzerinde belirleyici olan faktörlerden bir tanesi net servet düzeyidir.

Geleneksel yaklaşımda para ve maliye politikaları sermaye maliyetini etkileyerek yatırım kararları üzerinde belirleyici olmaktadır. Uygulanan politikaların net servet üzerindeki etkileri dikkate alınmamaktadır. Ancak uygulamada politikaların net servet üzerindeki etkilerinin dikkate alındığı çalışmalarda, yatırımlar üzerindeki etkinin arttığı ortaya konulmuştur (Hubbart, 1998; Bernanke vd., 1999; Gertler ve Gilchrist, 1994).

¹ Dolasındaki yabancı para miktarının belirlenmesine yönelik güçlükler analizlerde yabancı para cinsinden mevduatları içeren parasal büyüklüklere dayalı dolarizasyon rasyolarının kullanımına neden olmuştur. Bu rasyolarda aktif ikamesinin büyüklüğü ortaya konulmaktadır. Ancak günümüzde literatürün önemli bir kısmı yabancı para cinsinden borçlanmanın kur riski olumunda ve dış sokların transferinde önemli bir kaynak olarak görülen yükümlülük dolarizasyonuna yöneliktir (Levy -Yeyati; 2006).

Geleneksel yaklasimda para politikolari sermaye kullanim maliyetini degistirerek yatirimlari etkilemektedir. Reel faiz oranlari üzerinde uygulanan politikalarin sonucu olarak bir etki meydana geldiginde, sermayenin kullanim maliyeti degismektedir. Asimetrik enformasyonun olmadigi piyasa kosullarinda sermaye kullanim maliyetindeki degisiklikler fon talebi yoluyla yatirimlari etkilemektedir. Asimetrik enformasyon problemi oldugunda ise yatirimlar üzerinde olusacak etki borçlularin durumuna göre farklılaşmaktadır. Çünkü finansman kosullarinda meydana gelen degisikliklere borçlular farklı reaksiyon göstermektedir. Bu süreçte yatirimlar üzerinde olusacak etki standart para kanalinin yani sira bilanço kanali ve banka kredi kanalina bagli olarak da degismektedir (Hubbard, 1998: 218). Banka kredi kanalinda banka bilançolarinin varlik cephesinde meydana gelen degisiklikler firmaların yatırım kararlarını etkilemektedir. Bilanço kanalinda ise ödünç fon talep eden firmaların bilanço yapıları, finansman maliyetlerini etkileyen temel unsurdur. Firmaların finansman kosullarinda meydana gelen degisikliklere gösterdikleri reaksiyon, büyük ölçüde net servet düzeylerine bagli olarak degisir. Yatırım kararlarında net servet düzeyinin önemi literatürde geniş bir tartışma alanına sahiptir.

Yükselen faiz oranlarının yatirimlar üzerindeki etkisi bilanço kanali yaklasiminda, firmaların net servet düzeyi üzerindeki etkileriyle açıklanir. Buna göre reel faiz oranlarındaki yükselme bir yandan ödünç fon talep eden firmaların borç servis maliyetlerini arttırırken diğeri yandan gelecekte gerçekleşmesi beklenen gelir akımlarının bugünkü değerini azaltmaktadır. Bu süreçte hem net servet azalmakta hem de dış finansman maliyetleri yükselmektedir (Hubbard, 1998: 218). Söz konusu kosullarda yatirimlar üzerinde etki olusturan temel mekanizma, dış finansman primi ile borçlunun net serveti arasındaki ilişkiye dayanir. Net servet düzeyi yatirimların finansmanını sağlayacak büyüklükte olmadığında, borçlulara uygulanan dış finansman primi artar. Diğeri bir ifadeyle kredi maliyetlerindeki artış borçlanma kısıtı altında bulunan firmalara daha fazla yansitilir. Bu süreçte söz konusu firmaların borçlanma olanaklarının azalmasına bagli olarak yatırım, harcama ve üretimlerinde degisiklikler meydana gelir (Bernanke vd., 1999). Yatirimlar üzerine etki olusturan bu temel mekanizma finansal hizlandırıcı olarak tanımlanmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1989; Gertler, 1992; Bernanke vd., 1999). Finansal hizlandırıcı mekanizması borçlunun bilanço kosullarını kredi kosullarına bağlayan bir yaklasimdir.

Finansal hizlandırıcı kavrami etkileri finansal piyasa eksiklikleri tarafından yaygınlaştırılan sokları temsil etmek üzere kullanilir. Yatirimlarda meydana gelen degisiklikler kredi piyasalarındaki asimetrik enformasyon çerçevesinde açıklanir. Buna göre asimetrik enformasyon dış kaynaklardan finansman ile iç kaynaklardan finansman maliyeti arasında farka neden olur. Finansal hizlandırıcı mekanizmasını harekete geçiren temel faktör, borçlular ile kreditorler arasındaki asimetrik enformasyondur.

Piyasaların mükemmel islediği ve bilginin tam olduğu şartlarda fon temini konusunda borçlular herhangi bir kısıt ile karşılaşmamakta ve fonlar etkin kullanıcılara aktarılmaktadır. Bu kosullar altında firma içi fonlarla firma dışı fonlar arasında maliyet açısından önemli bir fark ortaya çıkmamaktadır. Ancak finansal sistemi etkileyerek ters seçim ve ahlaki risk sorununu arttırıcı soklar söz konusu olduğunda, fon arzında daralmalar ve finansman maliyetlerinde yükselmeler

meydana gelmektedir. Bu olumsuz süreçten kötü projelere sahip yatırımcıların yani sıra, verimli projelere sahip yatırımcılar da etkilenmektedir. Finansal piyasalardaki asimetrik bilgi problemini artırarak finansal krizlere neden olan dört temel faktör bulunmaktadır. Bunlar: 1. Finansal sektör bilançolarında bozulma 2. Faiz oranlarında yükselme. 3. Belirsizlik artışı, 4. Finans dışı sektör bilançolarında bozulma. (Hahn ve Mishkin, 2000: 22). Finans dışı sektör bilançolarının durumu finansal sistemdeki asimetrik enformasyon probleminin şiddetini etkileyen kritik bir faktördür. Borçluların bilançolarındaki bozulma finansal piyasalardaki ahlaki risk ve ters seçim problemlerini derinleştirmektedir. Asimetrik enformasyona dayalı teorik yaklaşımlarda finansal krizler, kaynakların verimli yatırım alanlarına yönelmesini engelleyen ters seçim ve ahlaki risk faktörlerinin bir sonucudur.

Finansal piyasalardaki asimetrik enformasyon probleminin çözümünde teminat büyüklüğü ve kalitesi önemli bir yere sahiptir. Kreditorler açısından borcun geri dönmeme riskini azaltan teminatlar, ödünç fon arzini arttırmaktadır. Ters seçim veya ahlaki riskin olumsuz etkilerinin azaltılmasında net servet büyüklüğü de benzer bir etkiye sahiptir. Firmaların net servet büyüklüğü arttıkça borçluların geri ödenmeme riski azalmaktadır. Yüksek net servet düzeyi borçluların ahlaki riskin etkisiyle kaynakları verimsiz yatırım alanlarına yönlendirmelerini engellemektedir. Ancak hisse senedi fiyat düşüşleri, nakit akımlarını olumsuz etkileyen faiz oranı artışları ve enflasyon beklentilerindeki artışların yansıtılabildiği kısa vadeli sözleşme yapıları gibi net servet düzeyini azaltan faktörler, asimetrik enformasyon problemini arttırarak fon arzinin daralmasına neden olmaktadır. Bu faktörlerin dışında net serveti etkileyerek finansal kriz oluşumunu hızlandıran diğer bir faktör, ulusal paranın değeri ile ilgili belirsizliklerdir. Ulusal paranın gelecekteki değeri ile ilgili belirsizlikler yeni gelişen ülkelerde firmaları, bankaları ve hükümetleri yabancı para cinsinden borçlanma aracı ihraç etmeye yönlendirmektedir. Ancak bu süreçte ulusal paranın değer kaybına uğraması, varlıkların ulusal para cinsinden olduğu koşullarda söz konusu iktisadi birimlerin borç yükünü arttırmaktadır (Mishkin 1996: 19-22). Net servet azalması, asimetrik enformasyon problemini arttırarak ekonomik aktiviteyi daraltan bir faktördür. Sermaye piyasası eksikliklerine dayanan modellerde net servet düzeyine göre belirlenen dış finansman maliyeti, iç finansman maliyetine göre daha yüksektir.

Finansal hızlandıran yaklaşımları ile birlikte finansman büyüklüğünün ve yapısının (iç-dış) yatırım kararları üzerindeki etkileri ortaya konulmuştur. Buna göre ödünç alıcıların net servet büyüklüğü, yatırımların finansman maliyetini belirleyen bir unsurdur. Dolayısıyla firmaların net servet büyüklüğünü olumlu etkileyen faktörler dış finansman maliyetini düşürüp yatırımları arttırırken, olumsuz etkileyen faktörler ise yatırımları azaltmaktadır.

Borçluların (firmaların) net serveti ile yatırımlar arasındaki ters yönlü ilişkinin makroekonomik düzeyde iki önemli etkisi bulunmaktadır. Bunlardan birincisi borçluların net servetinin çevrime paralel (procyclical) bir gelişme göstermesidir. Borçluların ödeme güçlerinin konjonktürün yükselme döneminde artmasına, daralma döneminde azalmasına bağlı olarak dış finansman maliyetlerinde değişimler meydana gelmektedir. Makroekonomik düzeyde etki yaratan ikinci faktör ise ödünç alıcıların net servetini etkileyen sokların reel dalgalanmaların kaynağını oluşturmasıdır. Bu duruma "Fisher'in borç-deflasyon" ilişkisi örnek gösterilebilir. Buna göre fiyatlar genel seviyesinde beklenmedik düşüşlerin borçluların net

servetinde neden olduğu azalma, borçluların dış finansman maliyetini arttırdığından yatırımlar azalmaktadır. Yatırımlarda meydana gelen azalmanın hem toplam talep hem de toplam arz üzerine olumsuz etkileri vardır (Bernake ve Gertler, 1989: 15).

Buna göre net servet değişimleri yatırımlar üzerinde bir hızlandırıcı etkisi yaratmaktadır. Dolayısıyla bilanço yapılarının güçlü olduğu konjonktürün yükselme dönemlerinde yatırım artışı ekonomide ilave genişletici etkiler yaratırken, bilanço yapılarının zayıf olduğu daralma dönemlerinde yatırım azalışlarına bağlı olarak ekonomide ilave daraltıcı etkiler meydana gelmektedir.

2.2 Kurumsal Görüş

Finansal dolarizasyonun açıklanmasında portföy tercih modelinin kullanıldığı çalışmalarda dolarizasyon, enflasyon ve kur volatilitesine dayandırılmıştır (Ize ve Levy-Yeyati 1998, 2003) Buna göre sınırlandırılmamış faiz paritesinin geçerli olduğu varsayımı altında, risk karsiti yatırımcılar portföy kazançlarının varyansını minimize etmeye yönelirler. Örneğin, enflasyon volatilitesindeki artış ulusal para cinsinden aktiflerin reel geri dönüşlerini etkilediğinde, finansal sistemin dolarizasyonu artmaktadır. Bu teorik yaklaşımın en önemli etkisi enflasyon oranındaki değişimlerin iktisadi birimlerin portföy kararlarında rol oynamaması, iktisadi birimlerin yabancı para taleplerini etkileyen temel değişkenin enflasyon oranının volatilitesi olmasıdır.

Enflasyon volatilitesindeki artış ex post reel faiz oranlarının öngörülebilirliğini zorlaştırdığından, yükümlülük dolarizasyonunun önemli belirleyicilerinden biridir. Dolayısıyla enflasyon volatilitesinin düşürülmesi ulusal para cinsinden borçlanma piyasasının gelişimine katkı sağlayacak önemli bir faktördür (Eichengreen vd., 2003a). Benzer bir şekilde reel döviz kuru volatilitesini azaltan kur düzenlemeleri de dolarizasyonu artırır. Ize ve Levy-Yeyati (1998, 2003)'nin portföy modeli, finansal dolarizasyonu makro ekonomi politikalarıyla ilişkilendiren bir yaklaşımdır. Bu çerçevede uygulanan para ve kur politikaları dolarizasyonu etkileyen faktörler olarak ortaya çıkmaktadır. İktisadi birimleri bu süreçte yönlendiren temel unsur, para ve kur politikaları ile ilgili beklentilerdir. Özellikle kur istikrarının ekonominin temel amacı olarak kabul edildiği ülkelerde, ulusal para cinsinden borçlanma maliyetleri yükseldiğinden, yabancı para cinsinden borçlanma artmaktadır.

Özel sektör yükümlülüklerinin parasal bileşimi belirlenirken para politikaları veri alınmaktadır. Kredibilitesi yüksek para politikaları reel sektörü ulusal para cinsinden borçlanmaya yönlendirirken, bilançoların gelecekteki reel değeri ile ilgili belirsizlik oluşturan kredibilitesi düşük para politikaları ise firmaları yabancı para cinsinden borçlanmaya yönlendirmektedir. Ize ve Levy-Yeyati (1998) ile Ize ve Parrado (2002)'nin çalışmalarında, para politikalarının portföyün parasal bileşimini etkilediği tespit edilmiştir. Buna göre kredibilitesi düşük ve çevrime paralel politikalar yabancı para cinsinden aktiflere olan talebi arttırmaktadır. Ize ve Parrado'ya (2002) göre para politikalarının neden olduğu portföy etkisi yükümlülük dolarizasyonunu arttırmaktadır. Benzer bir şekilde Jeanne (2003)'ün çalışmasında da, para politikalarındaki kredibilite eksikliğinin özel kesim borcunun parasal bileşiminde belirleyici bir rol oynadığı belirtilmektedir. Buna göre yeni gelişen ülke firmalarının uzun vadeli borçlanma aracı ihraç ederek fon taleplerini karşılama olanakları sınırlıdır. Bunun temel nedeni, para politikalarındaki kredibilite eksikliğidir. Para politikalarının öngörülür olmaması firmaları, ulusal para cinsinden

borcun gelecekteki reel degeri ile ilgili belirsizlige yönelttiginden yükümlülüklerin dolarize olmasına neden olmaktadır. Kredibilite eksikliginin temel göstergesi merkez bankasının uyguladigi zaman tutarsiz politikalara bağlanmaktadır.²

Kurumsal görüşte kur çipasi yükümlülük dolarizasyonunu hizlandiran bir degisken olarak kabul edilmektedir (De la Torre vd.,2003). Benzer bir yaklasimin vurgulandigi çalismalarda kur istikrarinin saglandigi ülkelerde para birimi uyumsuzlugunun arttigi vurgulanmaktadır (Burnside vd., 2001, Ize ve Levy-Yeyati 2003, Broda ve Levy-Yeyati 2003, Schneider ve Tornell 2000)³. Buna göre kur istikrarinin saglanması baska bir deyimle döviz kuru ile ilgili belirsizliklerin azalması, ahlaki risk etkisine neden olarak özel sektörde korunmamis yabancı para cinsinden borç artirlarina neden olmaktadır⁴. Ayrıca kur istikrarinin saglanması sürecinde faiz oranlarının politika araci olarak kullanimi, faiz oranlarının volatilitelerini arttırdigından yatirimcilar yabancı para cinsinden borçlanmaya yönelmektedir (Eichengreen, vd., 2005). Diğer taraftan 1990' li yıllarda yasanan yeni gelisen ülke krizlerinin olusumunda, firmaların borçlanma yapisini etkileyen temel faktör olarak görülen sabit kur sisteminin etkilerinin incelendigi çalismalarda, kur çipasinin kredibilitesi öne çıkarılmaktadır (Jeanne, 2003). Buna göre kur çipasinin kredibilitesi tam oldugunda firma ulusal para cinsinden getirilerini belirlilik altında elde eder ve herhangi bir kur riski ile karsilasmaz. Firma bu süreçte ulusal para cinsinden borçlanabilir ve taahhütlerini yerine getirebilir. Ancak devalüasyon olasiliginin artması ile birlikte ulusal paraya uygulanan nominal faizlerin yükselmesi, firmanın taahhütlerini yerine getirmesini zorlastirir. Bu süreçte firma, devalüasyon durumunda taahhütlerini yerine getirmeyi zorlastiran yabancı para cinsinden borçlanma ile sabit kur sisteminin sürdürülmesi durumunda taahhütlerini yerine getirmeyi zorlastiran ulusal para cinsinden borçlanma arasında tercih yapmak durumunda kalir.⁵ Söz konusu kosullarda firmayı yabancı para

² Para politikasının kredibilitesi ile borç yapisinin parasal bileşimi arasında önemli bir bağlantı olduğu vurgulanmaktadır. Buna göre gelismekte olan ülkelerin uluslararası finansal merkezlerde ihraç ettikleri borçlanma araçlarının yabancı para cinsinden olması bu ülkelerde uygulanan para politikalarının kredibilite eksikliginden kaynaklandigi belirtilmektedir (Eichengreen vd., 2003a).

³ Schneider ve Tornell (2000)'in çalismalarında ayrıca hükümet garantileri karsısında özel sektörün asimetrik davranislarina dikkat çekilmektedir. Buna göre konjonktürün genişleme dönemlerinde kredilerin ağırlıklı olarak ticareti yapılmayan mallar sektörüne yönelmesi nedeniyle, ticareti yapılmayan mallar sektörünün ticareti yapılabilir mallar sektörüne göre daha hızlı büyüdüğü belirtilmektedir. Bu durum bir yandan işletmelerin finansmanında sektörel asimetriye neden olurken, diğer yandan ticareti yapılmayan mallar sektöründe korunmamis borçların artmasını hizlandirmaktadır.

⁴ Buna karsin bazı çalismalarda esnek kur sisteminde yükümlülük dolarizasyonunun azaldigi tespit edilmiştir. Örneğin, Kamil (2006)'nin çalismasında, sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçiş ile birlikte firmaların para uyumsuzlugunun azaldigi ortaya konulmuştur. Bu, esnek kur rejiminde iktisadi birimlerin kur riskini içselleştirmeleri ile açıklanabilir. Benzer bir sonuç Meksika firmalarını kapsayan çalismalarında Martinez ve Werner (2002) tarafından da elde edilmiştir. Buna göre esnek kur sistemine geçilmesiyle birlikte firmaların yabancı para cinsinden yükümlülüklerini dengelemeye yöneldikleri tespit edilmiştir.

⁵ Devalüasyon olasılığı ulusal para cinsinden borçlanma araçlarına uygulanan ek faizi yükseltmektedir. Ulusal para cinsinden borçlanma araçlarına uygulanan ek faiz belli bir esik degeri astığında, firmalar devalüasyon riskini dikkate almayarak yabancı para cinsinden

cinsinden borçlanmaya yönlendiren temel faktör, kur sisteminin kredibilite kaybıdır.⁶

Krizlerin ahlaki risk çerçevesinde açıklandığı çalışmalarda krizlerin temel sebebi, sabit kur sisteminin sağladığı kur garantileri nedeniyle oluşan kısa vadeli borç stokunun artmasıdır (Frankel ve Rose, 1997; Rodrik ve Velasco 1999). Ahlaki riskin kaynaklı borçların geri ödenmeme riskine karşı garanti oluşturan hükümet müdahaleleridir. Borçlular devalüasyon olduğunda hükümet tarafından korunacaklarını öngördüklerinde yabancı para cinsinden borçlanarak karşı karşıya kalacakları riskin tamamını içselleştirmezler. Benzer bir durum kreditorlere (bankalar) tanınan garantiler anlamında da geçerlidir. Kreditorlerin yabancı para cinsinden açtıkları kredilere sağlanan garantiler arttıkça, kredi verme işleminde ugradıkları zararlar telafi edilir. Söz konusu garantiler krediler geri ödenmediği durumda dahi kreditorlerin zarar görmesini engeller. Bu çerçevede dolarizasyon eğilimi güçlenir (De Nicolo vd., 2003: 13). Dolarizasyon eğilimini güçlendiren diğer bir faktör, bankaların yabancı para cinsinden borçlanmalarıdır.

Sabit kur rejiminin geçerli olduğu şartlarda yabancı para cinsinden borçlanmalara uygulanan faiz oranları, ulusal para cinsinden borçlanmalara uygulanan faiz oranlarına göre daha düşüktür. Bu süreçte bankalar kur riskine karşı yeterli koruma önlemi almaksızın, yabancı para cinsinden borçlanmaya yönelmektedir. Baska bir ifadeyle sağlanan garantiler bankaların kur riski yüklenimleri yoluyla kirilganlıklarını arttırmaktadır. Hükümetlerin bu garantiyi sağlamalarının nedeni, firmalara düşük faiz oranlarından işletme sermayesi temin etmektir. Hükümetin bu kaynaktan sağladığı gelir devalüasyon nedeniyle oluşabilecek bankacılık krizlerinin maliyetini astığı sürece bu politika uygulamasına devam edilmektedir (Mizen ve Pentecost, 1996: 36). Literatürde vurgulanan tüm bu yaklaşımlardan hareket edildiğinde, sabit kur rejimlerinin ekonomilerde finansal kirilganlığı arttırdığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu, kur riskine karşı korundukları görüşüyle hareket eden iktisadi birimlerin davranışı ile açıklanabilen bir durumdur⁷. Bunun dışında iktisadi birimleri ekonomilerde yabancı para cinsinden borçlanmaya yönlendiren diğer bir faktör, mali açığın büyüklüğü ile ilgilidir.

Otoritelerin enflasyonist politikalar uygulayarak ulusal para cinsinden borçların reel değerini düşürme girişimleri, iktisadi birimler tarafından öngörüldüğünde para otoritelerinin enflasyonu düşürme taahhütleri piyasalar tarafından gerçekçi bulunmayacaktır. Para otoritelerinin enflasyonu düşürme taahhütlerine duyulan güvensizlik bir yandan enflasyonist beklentileri arttırırken, diğer yandan ulusal faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Söz konusu

borçlanmaya yönelirler (Jeanne; 2003: 16). Baska bir deyişle ulusal para cinsinden borçlanma faizlerinin yüksekliği firmaları yabancı para cinsinden borçlanmaya yönlendirmektedir.

⁶ Jeanne (2003: 17)'e göre kredibilite eksikliği argümanı sadece sabit kur sistemine özgü değildir. Kredibilite eksikliği esnek kur sisteminde de aynı yolla yükümlülük dolarizasyonuna neden olmaktadır. Örneğin kredibilitesi düşük yönetimli dalgalanan kur sistemlerinde, ulusal paranın değer kaybının artmasına bağlı olarak faiz oranlarının yükselmesi, firmaları yabancı para cinsinden borçlanmaya yönlendirmektedir.

⁷ Genel bir değerlendirme yapıldığında, dış ödemeler dengesi açıkları uygulanan kur sisteminden bağımsız olarak temel bir kriz nedenidir. Cari açığın yüksek olduğu ve finansman gereksiniminin kısa vadeli dış borçlanma ile giderildiği ülkelerde ulusal para değer kaybettiğinde önemli boyutta kur riski ile karşı karşıya kalınmaktadır.

kosullar altında para otoriteleri ulusal para cinsinden borçlanma aracı ihraç etme konusunda çekimser davranırlar. Bu durumda gerçekleşen kamu borç dolarizasyonu, iktisadi birimlerin uygulanan politikalara duyulan güven eksikliğinin bir sonucudur (Levy-Yeyati, 2006: 83)⁸. Buna göre kurumlar finansal dolarizasyonu enflasyon üzerindeki tesirleri vasıtasıyla etkilemektedir. Benzer bir görüş Rajan (2004: 9) tarafından da ortaya atılmıştır. Zayıf kurumsal yapıya sahip ülkelerde otoritelerin enflasyonist politikalar uygulamaları, dolarizasyonu arttırmaktadır. Enflasyon oranı yükseldiğinde ulusal para cinsinden yatırım araçlarına daha yüksek risk primi talep edilmektedir. Bu süreçte borçlanma maliyetlerini minimize etme amacıyla olan iktisadi birimler ise yüksek risk primi nedeniyle ulusal para cinsinden borçlanma aracı ihracından uzaklaşırlar. Diğer bir deyişle enflasyon riski yatırım araçlarının dolarizasyonu ile sonuçlanır.

3. YÜKÜMLÜLÜK DOLARİZASYONUNUN ETKİLERİ

Yükümlülük dolarizasyonun etkileri para politikalarının etkinliğini sınırlama, kur rejimi tercihini etkileme, para birimi uyumsuzluğu ve bilanço etkisi çerçevesinde incelenecektir.

3.1 Para Politikaları Üzerine Etki

Paranın dolanım hizinin sabit, para talebinin istikrarlı olduğu koşullarda para otoriteleri para arzını kontrol ederek enflasyon oranı ve nominal gelir düzeyi ile ilgili amaçlarına ulaşabilmektedir. Bu sonuç, 1970'li yıllarda parasal hedefleme politikalarının merkezini teşkil etmiştir. Ancak uygulamada parasal büyüklüklerin yabancı parayı da içerecek şekilde genişlemesi, parasal büyüklüklerle nihai hedef arasındaki bağlantının zayıflamasına neden olarak enflasyon hedeflemesine dayalı para politikası rejimlerini öne çıkarmıştır.

Dolarizasyonun para politikası üzerindeki etkileri para ikamesinin para politikası aktarım mekanizması üzerindeki etkilerine ağırlık verildiği geleneksel para ikamesi literatürüne dayanmaktadır (Calvo ve Rodriguez 1977; Miles 1978, Ortiz 1983). Buna göre para ikamesi para talebinin volatilitesini artırarak merkez bankasının para politikalarını yürütmesini ve enflasyon oranını düşürmesini engellemektedir. Literatürde bu görüş ile ilgili farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Para ikamesi ile enflasyon oranı arasında güçlü ve anlamlı ilişki tespit edildiği bazı çalışmalarda, para ikamesinin para politikalarının yürütülmesini etkileyerek istikrarlı enflasyon oranına ulaşmayı engellediği vurgulanmaktadır. (Balino vd., 1999, Neanidis ve Savva, 2006). Bunun temel nedeni fiyatlar genel seviyesi ve ekonomik aktivite düzeyini etkileyen geçerli parasal büyüklüğün sadece ulusal paradan oluşmamasıdır. Bu duruma yabancı para cinsinden mevduatların bulunduğu bir ekonomi örnek gösterilebilir.

Yabancı para cinsinden mevduatların bulunduğu bir ekonomide para arzı, para otoriteleri tarafından kontrol edilemeyen endojen bir büyüklük haline geldiğinden, ekonomi nominal çipasını kaybetmektedir. Özellikle ulusal ve yabancı paranın ikame esnekliğinin tam olduğu koşullarda ekonomi nominal çipasız

⁸ Benzer bir yaklaşım Eichengreen vd., (2003a) tarafından da ortaya atılmıştır. Mali açığın veri olduğu koşullarda otoritelerin yükümlülüklerin reel değerini azaltmak amacıyla enflasyon eğilimli politikalar uygulamaları, yatırımcıları yabancı para cinsinden ve kısa vadeli borç vermeye yönlendirmektedir.

kalmakta ve döviz kurunun degeri tespit edilememektedir. Para arzının endojenliği, otoritelerin para arzının ulusal bileşenini daraltarak enflasyon oranını düşürmelerini engellemektedir (Sahay ve Vegh, 1996: 218). Dolarizasyonun para politikaları üzerindeki olumsuz etkilerinin vurgulandığı bu çalışmaların dışında, söz konusu yaklaşımın doğrulanmadığı, çalışmalar da bulunmaktadır (Reinhart vd., 2003a, De Nicolo vd.,2003). Örneğin, Reinhart vd., (2003a)'in çalışmalarında dolarizasyonun para politikaları üzerine olan etkilerinin değerlendirilmesinde, para politikasının temel hedefleri olan düşük ve istikrarlı enflasyon oranına ulaşılması ve çıktı volatilitésinin azaltılmasından hareket edilmiştir. Çalışmada finansal dolarizasyonun önemli düzeyde olduğu ülkelerde, enflasyon oranının ve volatilitésinin yüksek olduğu ortaya konulmuştur. Ancak bununla birlikte dolarizasyonun enflasyon oranını düşürmeyi ya da çıktı istikrarını sağlamayı engellediği yönünde bulgulara ulaşılammıştır.⁹ Para ikamesi ve aktif ikamesi şeklinde gerçekleşen yabancı para kullanımının kur rejimi tercihi üzerine etkileri bulunmaktadır.

Para ikamesi, para stokunun ulusal bileşeninin fırsat maliyeti değışikliklerine reaksiyonunu arttırmaktadır. Diğer bir deyişle para ikamesi durumunda ulusal para talebinin faiz esnekliği yükselmektedir. Para talebinin faiz esnekliğinin yükselmesi ve para talebi istikarsızlığının artması, esnek kur sistemlerinde döviz kurlarının volatilitésini arttırmaktadır. Bu durum, para ikamesinin yaygın olduğu ülkelerde sabit kur rejiminin uygulanmasını öne çıkarmaktadır. Buna karşın aktif ikamesi biçiminde gerçekleşen dolarizasyon ise esnek kur rejimlerinin uygulanması lehine bir durum yaratmaktadır*. Tasarruf sahipleri açısından ulusal finansal aktiflerle yabancı para cinsinden finansal aktiflerin yakın ikame olması, ulusal faiz oranlarıyla uluslararası faiz oranları arasındaki bağlantıyı güçlendirmektedir. Bu süreç merkez bankasının özellikle ulusal faiz oranları anlamında parasal koşullar üzerindeki kontrolünü sınırlandırmaktadır (Balino vd., 1999: 93).

Yeni gelişen ülkelerde para ikamesinin etkileri ile ilgili diğer önemli bir husus, para ikamesinin enflasyon vergisinden sağlanan kazançları düşürerek veri bir

⁹ Dolarizasyonun para politikası aktarım mekanizması üzerindeki etkilerine yönelik olarak Reinhart vd., (2003a)'in çalışmalarında parasal büyüklük kanalına odaklanılmıştır. Buna göre parasal büyüklükler düşük enflasyon oranlarına ulaşıldığı gelişmiş ülkelerde önemini kaybetmesine karşın gelişmekte olan ülkelerde aktarım mekanizması içindeki önemine bağlı olarak para politikalarının formülasyonunda önemli bir yere sahiptir. Bu çerçevede dolarizasyonun paranın dolanım hizinin düzeyini ve değışkenliğini etkileyip etkilemediği araştırılmıştır. Dolarizasyonun, farklı derecede dolarize olmuş ülkelerde dar tanımlı para arzi ile ölçülen paranın dolanım hizi üzerine etkisinin olmadığı tespit edilirken, geniş tanımlı paranın dolanım hizi volatilitésini arttırdığı tespit edilmiştir. Bu nedenle dolarizasyonun, geniş tanımlı paranın dolanım hizi volatilitésini arttırmasına bağlı olarak, geniş tanımlı para talebi volatilitésine de yansıyan etkilerinin olduğu belirtilmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde para politikalarının formülasyonunda ağırlıklı olarak dar tanımlı parasal büyüklükler kullanıldığından, dolarizasyonun aktarım mekanizması üzerindeki etkilerinin sınırlı olduğu savunulmaktadır.

* Aktif ikamesi ulusal para cinsinden aktiflerin getirileri ile yabancı para cinsinden aktiflerin getirileri arasındaki fark nedeniyle ortaya çıkar. Aktif ikamesi şeklinde gerçekleşen dolarizasyonun yaygın olduğu ülkelerde aktifler yabancı para cinsinden tutulduğu için kur dalgalanmalarından etkilenmez. Dolayısıyla esnek kur rejimlerinin uygulanması yönündeki eğilimler artar. Baska bir ifadeyle, aktif ikamesinin varlığı esnek kur rejimlerinin uygulanabilirliğini kolaylaştırmaktadır.

bütçe açığı altında yüksek ve volatil enflasyona neden olmasidir. Buna göre veri mali açık altında para ikamesi, enflasyon vergisini arttırmak için uygulanan esnek para politikaları nedeniyle enflasyonun yükselmesine neden olmaktadır (Rojas-Suarez, 1992).

Literatürde borçların parasal bilesiminin uygulanacak para politikaları üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Chamon ve Hausmann (2005)'a göre faiz haddi ve döviz kurunun varyansına göre belirlenen borcun parasal bilesimi, uygulanacak para politikalarını etkilemektedir. Buna göre döviz kurunun değişkenliği yüksek olduğunda, iktisadi birimler ulusal para cinsinden borçlanmaya yönelmektedir. İktisadi birimlerin bu tercihleri uygulanacak optimal para politikalarını etkilemektedir. Ulusal para cinsinden borçların artması bu süreçte merkez bankasını, döviz kuru varyansındaki artışa rağmen faiz istikrarını sağlamaya yönlendirmektedir. Buna karşın yabancı para cinsinden borçların artması ise döviz kurunda istikrar sağlamaya yönlendirmektedir. Diğer yandan bazı çalışmalarda (Cowan ve Do, 2003) para politikalarındaki kredibilite eksikliği öne çıkarılmaktadır. Buna göre iktisadi birimler tarafından merkez bankasının enflasyonist eğilim içinde olduğu öngörüldüğünde, yabancı para cinsinden borç verme eğilimi artmaktadır. Baska bir ifadeyle merkez bankasının politikalarına duyulan güvensizlik, bir yandan yükümlülüklerin asiri ölçüde dolarize olmasına neden olurken, diğer yandan merkez bankasının para politikalarını yürütmesini zorlastırmaktadır. Yükümlülüklerin dolarizasyonunun para politikaları üzerindeki etkileri, üçüncü nesil kriz modellerinde ortaya konulmuştur.

Özel sektörün merkezi bir önem tasıdığı ve bilanço etkisinin krizlerin temel belirleyicisi olarak görüldüğü üçüncü nesil kriz modellerinde (Krugman 1999, Aghion vd., 2000, 2001, 2004) ulusal paranın değer kaybının bilançolar üzerindeki etkileri dikkate alındığında, siki para politikalarının uygulanması öne çıkarılmaktadır (Hausmann vd., 2001; Bachetta, 2000; Eichengreen, vd., 2005). Buna göre siki para politikaları, döviz kuru üzerindeki etkileri yoluyla çıktı üzerindeki baskıyı azaltıcı etki yaratmaktadır. Üçüncü nesil kriz modellerinde ulaşılan bu sonuç, kapsanmamış faiz paritesinin sağlandığı varsayımına dayanmaktadır.

Siki para politikalarından krizlerin çözümüne yönelik olarak beklenen döviz kurlarında kısa vadede istikrar sağlanması veya ulusal paranın değer kazanmasıdır. Ancak literatürde döviz kurlarının özellikle kısa dönemde faiz paritesine zıt yönde hareket ettiğini vurgulayan çalışmalar mevcuttur (Flood ve Rose, 2001) Buna göre faiz oranları ile döviz kurları arasındaki kapsanmamış faiz paritesiyle sağlanan ilişki uygulamada çok güçlü görünmemektedir. Dolayısıyla bu süreçte kur istikrarını sağlamak için uygulanan siki para politikaları negatif bilanço etkisi yoluyla çıktı düzeyini olumsuz etkilemektedir. Bu noktadan hareketle literatürde, yükümlülükleri dolarize olan ekonomilerde esnek para politikalarının uygulanması yönünde görüşler ortaya atılmıştır.

Yükümlülük dolarizasyonunun varlığı otoriteleri para politikalarında değişikliğe yöneltmektedir. Bu süreçte siki para politikasının kur istikrarı üzerindeki etkisi kaybolmakta ancak bilanço etkisi nedeniyle çıktı düzeyi üzerindeki negatif etki devam etmektedir. Dolayısıyla söz konusu koşullarda uygulanması gereken temel politika, ulusal para cinsinden borçlanma maliyetlerini düşürerek ulusal para

talebini arttıran esnek para politikalarıdır (Bergman ve Hassan 2008: 17)¹⁰. Buna göre uygulanan para politikalarının çıktı düzeyi üzerindeki etkisini belirleyen temel faktör, döviz kurlarının faiz paritesine zit yönde hareket etmesinin yani sıra negatif bilanço etkisinin varlığıdır. Bilanço etkisinin varlığı bu süreçte uygulanan politikaların etkilerini genişletmektedir¹¹.

3.2 Kur Rejimi Tercihini Etkileme

Gelişmiş ülkelerde uygulanacak kur rejiminin seçiminde optimal para sahası literatürü önemli katkı sağlarken yeni gelişen ve gelişmekte olan ülkelere ise bu süreç oldukça karmaşıktır. Korunmasız yabancı para cinsinden yükümlülüklerin varlığı bu ülkelere, ulusal para değer kaybettiğinde bankalar açısından önemli bir kırılganlık kaynağı oluşturmaktadır. Bu sürecin çıktı düzeyinde neden olduğu azalma, yeni gelişen ülkelerdeki dalgalanma korkusunun en önemli nedenidir (Honig, 2005; Calvo ve Reinhart, 2002). Bu nedenle birçok yeni gelişen ve gelişmekte olan ülkede sabit kur politikasının uygulanması tercih edilmiştir.

Geleneksel literatürde kur rejimlerinin karşılaştırılmasında beklenmeyen kur değişimlerinin reel etkileri dikkate alınmamıştır. Yeni gelişen ülkelerdeki yükümlülük dolarizasyonu ile birlikte kur değişimlerinin reel etkileri çerçevesinde bir değerlendirme yapılmaya başlanmıştır.

Geleneksel yaklaşımda ülkelerin kur rejimi tercihi sokların niteliğine göre değişmektedir. Buna göre ekonomide soklar parasal nitelikte olduğunda sabit kur, reel nitelikte olduğunda esnek kur uygulanmalıdır. Calvo ve Mishkin (2003: 6)'e göre; esnek kur sisteminde parasal bir sok sonrasında enflasyon oranı yükseldiğinde, ulusal paranın değer kaybı yönünde baskı oluşmaktadır. Ulusal paranın değer kaybı nominal sokların reel soklara dönüşmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla bu süreçte sabit kur sisteminin uygulanması para talebi ve arzındaki değişimleri dengeleyici bir mekanizma sağlamaktadır. Diğer taraftan dış ticaret haddi veya verimlilik sokları gibi reel soklar söz konusu olduğunda ise ekonomide nisbi denge fiyatlarındaki değişime reaksiyon gerektiginden, esnek kurlar öne çıkmaktadır. Esnek kur sisteminde gerçekleşen nominal kur değişimleri ile reel sokların çıktı ve istihdam düzeyi üzerindeki etkileri giderilmiş olmaktadır.

Calvo ve Mishkin'in (2003) çalışmalarında ortaya konulduğu gibi, geleneksel analizde dış kaynaklı sokların etkilerine karşı esnek para politikaları ve ulusal paranın değer kaybı önerilmektedir. Ancak ülkede yabancı para cinsinden yüksek borçlanma düzeyine sahip banka ve firmaların bulunması, ulusal paranın değer kaybının genişletici etkilerinin azalmasına veya tersine dönmeye neden olmaktadır. Bu nedenle literatürde birçok yeni gelişen ülke merkez bankasının dış

¹⁰ Benzer bir yaklaşım için bkz; Radelet ve Sachs (1998), Furman ve Stiglitz (1998). Söz konusu çalışmalarda yabancı para cinsinden borç büyüklüğünün faiz oranlarını yükseltmenin önemli bir gerekçesini oluşturmadığı savunulmaktadır. Buna göre yüksek faiz oranları ulusal paranın değer kaybını önleyemediği gibi ayrıca ekonomide daraltıcı etkileri bulunmaktadır.

¹¹ Aghion vd., (2000, 2001) ve Bacchetta (2000)' nin çalışmalarında firmaların bilançolarının önemli bir kısmının yabancı para cinsinden olduğu şartlarda para politikalarının yürütülmesinin zorlaşacağı vurgulanmaktadır. Örneğin uygulanan bir faiz indirimi, kredi kanalı vasıtasıyla ekonomide genişletici etkilere neden olurken, faiz indirimlerinin neden olduğu ulusal paranın değer kaybı ise bilanço etkisi vasıtasıyla daraltıcı etkilere neden olmaktadır.

kaynaklı soklar karsısında ulusal paralarını devalüe etme konusunda istekli olmamalarına bilanço etkisine dayalı açıklamalar getirilmektedir (Hausmann vd., 2001); Calvo ve Reinhart 2002; Calvo ve Reinhart 1999).

Dolarizasyonun yüksek olduğu ülkelerde hangi kur sisteminin uygulanması gerektiği konusunda görüş birliği sağlanamamıştır. Bu çerçevede farklı görüşler ortaya atılmıştır.

Ize ve Levy-Yeyati'nin (2003) portföy dengesi yaklaşımında finansal dolarizasyon, enflasyon ve reel döviz kurunun nisbi volatilitesi tarafından açıklanmaktadır. Buna göre reel döviz kuru volatilitisini azaltan kur düzenlemeleri dolarizasyonu arttırmaktadır. Bu çerçevedeki bir yaklaşımın doğal sonucu, yeni gelişen ülkelerde, firmaların korunmasız yabancı para cinsinden borçlanmalarını azaltmak için esnek kur rejiminin uygulanmasıdır. Literatürde bu görüşün desteklendiği bazı çalışmalarda finansal sistemin kirilgan yapısı öne çıkarılmaktadır. Buna göre ulusal finansal sistemin kirilganlığı yüksek olduğunda, faiz oranları yükseltilerek sabit kur sisteminin sürdürülmesi uygun bir yöntem değildir. Ülkelerde finansal kirilganlık arttıkça daha esnek kur rejimlerine geçilmelidir (Bird ve Rajan, 1999). Ancak bu görüşün karsısında yer alan bazı çalışmalarda ise daha esnek kur sistemlerine yönelmenin korunma maliyetlerini yükselttiği ve dolayısıyla ekonomilerde korunmasız borç miktarını arttırdığı vurgulanmaktadır (Eichengreen ve Hausmann, 1999).

Yeni gelişen ülkelerde yükümlülük dolarizasyonunun yani sıra kur rejimi tercihini etkileyen diğer bir faktör dışa açıklık derecesidir¹². Yükümlülük dolarizasyonunun büyüklüğü yabancı para cinsinden yükümlülüklerin tutarına bağlı olarak belirlenirken dışa açıklık, yabancı para cinsinden yükümlülüklerin ne ölçüde yabancı para cinsinden varlıklar tarafından korunduğunu belirlemektedir. Örneğin dışa açık ekonomilerde yabancı para cinsinden gelir elde eden firmalara kredi açılması, bankaların yabancı para cinsinden yükümlülüklerine karşı bir koruma sağlamaktadır. Dolayısıyla veri dolarizasyon düzeyinde dışa açık ülke ekonomileri dalgalanma korkusuna daha fazla maruz kalırlar (Honig, 2005: 296) Makro düzeyde ülkenin dışa açıklığının bir göstergesi olarak, ticareti yapılabilir malların GSYİH içindeki payı arttıkça sok absorbe edici özelliği nedeniyle esnek kur uygulaması öne çıkmaktadır. Buna karşın nisbi anlamda dışa kapalı ülkelerde ise sabit kur rejimi uygulamak optimal bir seçimdir. Bunun ardındaki temel gerekçe şu şekilde açıklanabilir. Negatif bir reel sok nedeniyle oluşan devalüasyon borcun reel değerinde artışa neden olduğunda, sektörler bu süreçten farklı etkilenmektedir.

¹² Bkz; Magud (2004) ; Calvo vd., (2003) ve Calvo vd., (2004)'e göre, yeni gelişen ülkelerin yeterince dışa açık olmamaları ve yükümlülük dolarizasyonunun yüksekliği, bu ülkelerde bilanço etkisi vasıtasıyla olumsuz etkiler yaratmaktadır. Calvo vd., (2003: 3)'e göre sermaye akımlarındaki ani duruş, yükümlülük dolarizasyonunun varlığı altında, ulusal paranın değer kaybını arttırmaktadır. Ulusal paranın değer kaybı öncelikle yabancı para cinsinden borcu bulunan reel sektör bilançolarını etkiler. Ulusal paranın değer kaybının ikinci etkisi ise ticareti yapılmayan mallar sektörüne -gelirleri ulusal para yükümlülükleri yabancı para cinsinden olan - yönelen kredilerin azalması şeklinde gerçekleşir. Bu sektöre yönelen kredilerin azalmasının nedeni, sektörün net servet büyüklüğünün ulusal paranın değer kaybindan olumsuz etkilenmesinden kaynaklanır. Bu süreç özel sektörün kredi işleminde gösterilecek teminat büyüklüğünün azalmasına neden olur. İkinci etki birinci etkinin büyüklüğünü derinleştirmektedir. Bu süreçte sözkonusu etkinin büyüklüğünü azaltan temel faktör ise dışa açıklıktır.

Ticareti yapılabilir mallar sektörü açısından devalüasyonun genişletici etkileri bilanço etkisinin daraltıcı etkilerini tazmin ederken, negatif bilanço etkisi ile karsılan ticareti yapılmayan mallar sektörü açısından böyle bir durum sözkonusu değildir. Ticareti yapılmayan mallar sektörünün gelirlerinde meydana gelen azalma, sektöre yönelik açılacak kredilerde dış finansman priminin artmasına neden olarak yatırımcıların gelecek dönem üretimleri için gerekli olan sermayeyi temin etmelerini zorlaştırır. Dolayısıyla ekonominin bazı sektörleri esnek kur rejiminden fayda sağlarken diğer sektörler üzerinde aynı etki meydana gelmeyebilir. Bu nedenle kur rejimi seçiminde sektörlerin ağırlığı dikkate alınmalıdır (Magud 2004: 2). Yukarıdaki süreçte para krizlerine neden olan temel faktör, bilanço yapıları kötüleşen firmalardır. Firma bilançolarının etkisi temel faktör olarak kabul edildiğinde, para krizleri hem sabit hem de esnek kur rejimlerinde gerçekleşebilir (Aghion vd., 2000, 2001).

Yeni gelişen ülkelerde firmalar uluslararası piyasalardan yabancı para cinsinden borçlanabildiklerinden ulusal paranın değer kaybetmesine bağlı olarak ödeme gücüne düşerler. Ayrıca diğer yandan uzun vadeli yatırım projelerini ulusal para cinsinden kısa vadeli kredilerle finanse ettiklerinde ise faiz yükselmeleri veya kredi koşullarındaki değişimlerden olumsuz etkilenirler. Yeni gelişen ülkelerdeki kur ve vade uyumsuzlukları kur politikası açısından bir ikilem oluşturmaktadır. Otoriteler faizleri yükselterek kur sistemini korumaya yöneldiklerinde, kredileri geri çağırırlar. Bu süreçte borçlular vade uyumsuzluğu nedeniyle kredileri geri ödemediklerinde bankacılık krizleri meydana gelmektedir. Söz konusu süreçte kur dalgalanmaya bırakıldığında ise bankalar ve firmalar kur riski ile karşı karşıya kalırlar (Eichengreen ve Hausmann, 1999: 13). Yeni gelişen ülkelerde kur değişimlerini önemli hale getiren temel faktör yükümlülük dolarizasyonudur.

Yeni gelişen ülkelerde otoriteler gerek finansal gerekse reel sektör bilançolarındaki para uyumsuzluğu nedeniyle döviz kurlarını dalgalanmaya bırakma konusunda isteksizdirler. Eichengreen ve Hausmann'a göre (1999: 15) paraları dalgalanmaya bırakılan Asya ve Latin Amerika'daki birçok ülkede kur değişkenliğini sınırlandırmak için genellikle faiz oranlarının yükseltilmesi şeklinde işleyen para politikaları kullanılmıştır. Uygulanan bu politika bir yandan faiz oranlarının volatilitesini arttırırken, diğer yandan uzun vadeli aktif (örneğin tahvil) fiyatlarında ani değişimlerine neden olmuştur.¹³ Söz konusu koşullarda gerek kur gerekse faiz oranlarının volatilitesindeki artış, yatırımcıların ulusal para cinsinden finansal aktiflerden daha fazla geri dönüş talep etmelerine neden olarak, bu ülkelerde faiz oranlarının yükselmesi yönündeki baskıyı arttırmıştır.

Yukarıda incelenen süreç Eichengreen ve Hausmann'ın (1999) çalışmalarında esnek kur sisteminde parasal otonominin azalması biçiminde değerlendirildiğinden, yeni gelişen ülkelere sabit kur sistemi yerine dolarizasyon önerilmektedir. Buna göre dolarizasyon bir yandan borçlar ile nakit akımlarının aynı para birimi cinsinden olmasını sağlarken, diğer yandan ülkelerin uzun vadeli borçlanmalarını kolaylaştırarak vade uyumsuzluklarını azaltmaktadır.

¹³ Gertler vd., (2003)'nin çalışmalarında merkez bankasının faiz oranlarını finansal istikrari bozacak şekilde yükseltmesi nedeniyle, sabit kur rejiminin bilanço etkisini genişlettiği vurgulanmaktadır.

3.3 Para Birimi Uyumsuzluğu

Banka ve firma bilançolarında varlıkların ulusal para, yükümlülüklerin yabancı para cinsinden olduğu koşullarda ortaya çıkan para birimi uyumsuzluğu, yeni gelişen ülkelerde finansal kırılganlığın temel kaynağını oluşturmaktadır.

Literatürde finansal krizlerle ilgili yeni görüşte varlık ve yükümlülükler arasındaki para uyumsuzluğunun finansal kriz oluşumu üzerindeki etkilerine vurgu yapılmaktadır. Buna göre varlık ve yükümlülükler arasında para uyumsuzluğu olduğunda, ulusal paranın değer kaybına bağlı olarak yatırımlarda düşüş meydana gelmektedir. Bu süreç literatürde negatif sokların etkilerinin gerek sermaye piyasası, gerekse zayıf bilanço yapıları vasıtasıyla genişletildiği, “Bernanke-Gertler” etkisi olarak tanımlanmaktadır. Para birimi uyumsuzluğu ulusal paranın değer kaybettiği koşullarda firmaların rekabet etkisini dengeleyen bir unsur olması nedeniyle geniş bir tartışma alanına sahiptir.

Para birimi uyumsuzluğunun nedenleri literatürde makro düzeyde ülkelerin uluslararası piyasalardan ulusal paraları cinsinden borçlanamamaları çerçevesinde açıklanmaktadır. Eichengreen vd., (2003a, 2003b, 2005)’nin çalışmalarında gelişmekte olan ülkelerin uluslararası alanda ulusal para cinsinden borçlanamama problemi ile karşı karşıya oldukları ve bu problemin kolaylıkla tersine çevrilebilir olmadığı vurgulanmaktadır¹⁴. Bu çalışmalarda vurgulanan temel husus, uluslararası piyasalardan ulusal para cinsinden borçlanamamanın para uyumsuzluğunun önemli bir göstergesi olduğudur. Ayrıca para uyumsuzluğunun çözümünde ulusal finansal piyasaların derinleştirilmesi ve likidite düzeyinin artırılmasının uzun bir süreç gerektirdiği belirtilmektedir. Dolayısıyla bu piyasaların gelişmiş ülkelerin düzeyine getirilmesi oldukça zordur. Bu süreçte izlenen ulusal politikaların ve esnek kur rejimlerinin de uluslararası piyasalardan ulusal para cinsinden borçlanmayı sağlayıcı bir etkisi yoktur. Diğer taraftan uluslararası piyasalardan ulusal para cinsinden borçlanamama probleminin her zaman para uyumsuzluğuna neden olmayabileceği bu süreçte net borçlu durumda bulunan bir ülkenin rezerv birikimini kullanabileceğini savunan görüşler de mevcuttur. Dolayısıyla uluslararası piyasalardan ulusal para cinsinden borçlanamama ile para uyumsuzluğu arasında sıkı bir bağlantı kurulamadığında, para uyumsuzluğundan kaynaklanan üretim kayıpları uluslararası piyasalardan ulusal para cinsinden borçlanamamaya bağlanamayacaktır. Goldstein ve Turner (2004), Reinhart vd., (2003b) tarafından temsil edilen bu revizyonist görüşte para birimi uyumsuzluğu probleminin asılmasında ulusal politika ve kurumların önemli olduğu vurgulanmaktadır.

Yeni gelişen ülkelerde literatürde para birimi uyumsuzluğunun sebeplerinden bir tanesi olarak uygulanan kur rejimleri öne çıkarılmaktadır. Para uyumsuzluğunun nedenlerini kur sistemi ile bağlantılı hale getiren görüşler iki ana başlık altında incelenebilir; Bu görüşlerden ilki (Burnside vd., 2001; Mishkin, 1996; Obsfeld, 1998; Bird ve Rajan, 1999; Martinez ve Werner, 2002; Kamil, 2006), sabit kur sisteminin para uyumsuzluğunu teşvik ettiği görüşüdür. Buna göre banka ve firmalar yabancı para cinsinden yükümlülüklerine karşı hükümet garantilerinin varlığı

¹⁴ Ülkelerin uluslararası piyasalardan kendi ulusal paraları cinsinden borçlanamamaları literatürde, uluslararası finansal sistemin büyük günahi olarak tanımlanmaktadır Bkz; Eichengreen vd.,(2003a, 2003b, 2005).

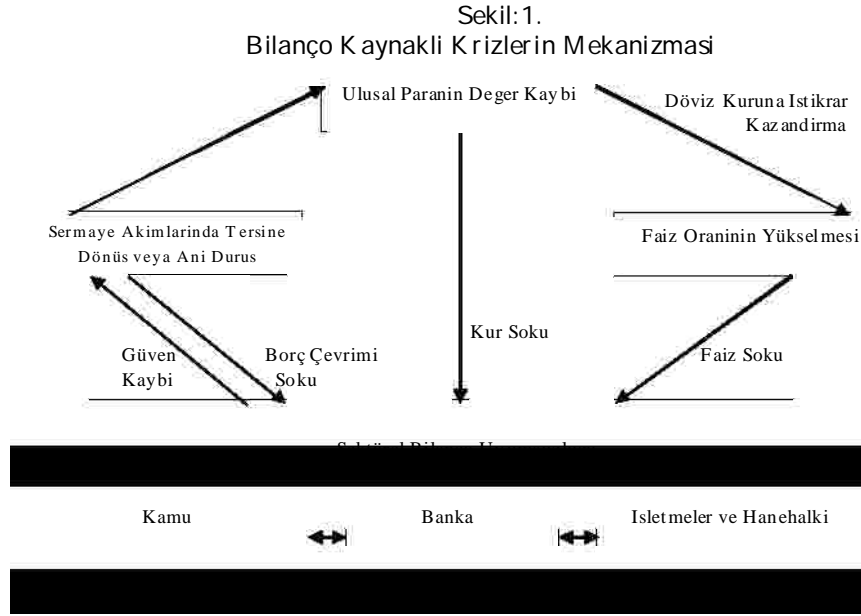
nedeniyle herhangi bir önlem gelistirmezler. Bundan dolayı esnek kur sistemi banka ve firmaları yabancı para cinsinden yükümlülüklerini yabancı para cinsinden aktiflerle dengelemeye yönlendirebilecek bir kur rejimi olarak savunulmaktadır¹⁵. Ancak bu görüşün karşısında geliştirilen diğer yaklaşımlarda ise (Eichengreen ve Hausmann, 1999; McKinnon, 2001) esnek kur sisteminde korunma maliyetlerinin döviz kuru volatilitesi ile birlikte yükseldiği dir. Buna göre esnek kur sisteminin daha düşük bir para uyumsuzluğuna neden olamayacağı hatta kredi riski gibi ilave risk kaynaklarının oluşacağı vurgulanmaktadır.

3.4 Bilanço Etkisi

Yeni gelişen ülkelerin birçoğunda varlıklar ile yükümlülükler arasında para birimi uyumsuzluğunun bulunması, bu ülkelerde bilanço kanalının önemini ortaya çıkarmıştır. Bilanço yaklaşımı yeni gelişen ülkelerde geçerliliğini korumaktadır. Bu ülkeler son on yılda bilanço bağlantılı zayıflıklardan kaynaklanan sermaye hesabi krizleriyle karşı karşıya kalmışlardır.

Sermaye hesabi krizleri ekonominin temel sektörlerindeki (bankacılık sektörü, reel sektör ve kamu sektörü) bilançolara duyulan güvensizlik ile başlamaktadır. Bu güven kaybı ani ve büyük ölçekli portföy düzenlemelerine neden olmaktadır. Entegre ve liberalize olmuş bir finansal sistemde bilançoların aktif kalitesi ile ilgili endişeler kreditorleri yabancı para cinsinden aktiflere yönlendirmektedir. Sokların etkisi bilançoda bulunan uyumsuzluklara bağlıdır. Soklar aktiflerin değerinde yükümlülükler ile karşılaştırıldığında azalmaya neden olduğunda, net servette düşüş meydana gelmektedir (Rosenberg vd., 2005: 5-6). Bu süreçte güçlü bilanço yapıları reel ve finansal soklara karşı koruma sağlamaktadır. Bilanço krizleri mali sektör kaynaklı olabildiği gibi reel sektör kaynaklı da olabilir. Bilanço kaynaklı krizlerdeki temel mekanizma Şekil 1’de gösterilmiştir.

¹⁵ Firma bilançolarındaki para birimi uyumsuzlukları yeni gelişen ülkelerdeki finansal kırılganlıkların önemli bir kaynağını oluşturmaktadır. Bazı çalışmalarda kur rejimlerinin özel sektörün kur riskinden korunma eğilimlerini etkileyip etkilemediği araştırılmıştır. Buna göre sabit kur rejiminden esnek kur rejimine geçen ülkelerde firmaların para uyumsuzluklarını azaltmaya yöneldikleri tespit edilmiştir. Bu sonuç esnek kur rejiminin yükümlülük dolarizasyonunu azalttığı görüşü ile uyumludur. Bkz; Martinez ve Werner (2002); Kamil (2006).



Kaynak: Rosenberg vd., (2005: 5)

Bilançolari etkileyen baslangıç soku kur, faiz ve borç çevrimi (rollover) kaynaklı olabilir. Bu süreçte para birimi uyumsuzluğu bilançolari ulusal paranin değer kaybına (kur soku) açık hale getirmektedir. Diğer taraftan aktiflerin uzun vadeli, yükümlülüklerin ise kısa vadeli olduğu koşullarda bilançolar hem borç çevrimi hem de faiz riski ile karşı karşıyadır. Vadesi gelen borçların aktiflerle karşılanamaması borçların çevrim riskini, faiz yükselmeleri (faiz soku) ise kısa vadeli yükümlülüklerin çevrim maliyetini artırır. Herhangi bir sektörde meydana gelen bilanço krizleri diğer sektörler de yansımaktadır. Reel sektör veya kamu kesimi soklar nedeniyle yükümlülüklerini yerine getiremediginde, bu durum bankacılık sektörünün kredi arzini olumsuz yönde etkilemektedir. Bankacılık sektörünün kredi arzındaki daralma ise diğer taraftan, reel sektör veya kamu kesiminin finansman problemlerini arttırmaktadır (Rosenberg vd., 2005: 6). Yeni gelişen ülkeler açısından ele alındığında yukarıdaki süreci hızlandıran temel değişkenler zayıf bilanço yapıları ve sermaye akımlarındaki ani duruslardır.

Para politikaları bilanço yapılarını hem doğrudan hem de dolaylı olarak etkilemektedir. Doğrudan etki faiz oranlarındaki yükselmenin gerek nakit akımlarını azaltması, gerekse varlıkların teminat değerini düşürmesinden kaynaklanır. Bu etki ayrıca dolaylı olarak da işlemektedir. Dolaylı işleyen sürece sıkı para politikalarının harcamalarda neden olduğu azalma örnek gösterilebilir. Harcamalardaki azalmanın neden olduğu nakit akımı ve aktif değeri düşüşleri bilanço yapılarının bozulmasına ve ekonomiye daralma şeklinde yansıyan etkilere neden olmaktadır (Gertler ve Gilchrist, 1994: 312). Bilanço yapısını etkileyen diğer bir faktör, sermaye akımlarının tersine dönmesi veya ani durus ile ilgilidir.

Para krizlerinin sebeplerine yönelik açıklama getirilen çalışmalarda kriz oluşumunda sermaye akımlarındaki ani durusların etkileri incelenmiştir (Radelet ve

Sachs, 1998; Calvo vd., 2008). Bu çerçevede yapılan çalışmalarda öne çıkan temel husus, yeni gelişen ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarından daha fazla kaynak kullanmaları nedeniyle global sermaye piyasası kaynaklı soklara daha fazla maruz kaldıklarıdır. Calvo (2005: 22)'e göre sermaye girişlerindeki ani duruşlar gelişmiş ülkelerden farklı olarak yeni gelişen ülkelerde ulusal paranın değer kaybının önemli bir sebebinin teşkil etmektedir. Buna göre yeni gelişen ülkelerde ulusal paranın değer kaybının %63'ü sermaye akımlarındaki ani duruş ile bağlantılı iken gelişmiş ülkeler için bu oran %17'dir. Bu sonuç, sermaye girişlerindeki ani azalmanın ulusal paranın değeri üzerindeki etkisi bakımından, yeni gelişen ülkeler ile gelişmiş ülkeler arasındaki temel farkı ortaya koymaktadır.

Bilanço etkisi vasıtasıyla yatırımlar üzerinde oluşan etki firma borcunun parasal bilesimine ve firma gelirlerinin ne ölçüde ihracata bağlı olduğuna göre değişir. Ulusal paranın değer kaybı yabancı para cinsinden borçların ulusal para cinsinden değerini yükselterek finansal piyasa eksikliklerinin varlığı altında yatırımlar üzerinde baskı yaratmaktadır. Ulusal paranın değer kaybı diğer taraftan ihracat yapan firmaların borç geri ödemelerini kolaylaştırıcı bir etki yaratmaktadır. Söz konusu hususlar dikkate alındığında düşük ihracat payına ve yabancı para cinsinden yüksek borçlanma düzeyine sahip firmaların ulusal paranın değer kaybının etkilerine daha fazla maruz kalacakları açıktır.

Ekonominin temel sektörlerinde korunmamış yabancı para cinsinden borçların varlığı durumunda dış dengeyi sağlamak amacıyla başvuru devalüasyon, sektör bilançolarına olumsuz yansır. Bu süreçte bilanço etkisinin büyüklüğünü azaltan bir faktör olarak dış ticaretin GSYİH içindeki payı öne çıkmaktadır.

Bilanço etkisi büyük ölçüde ülkenin dış açıklık derecesine bağlıdır. Başlangıç koşullarında ülkede dış ticaretin GSYİH içindeki payı ne kadar yüksekse dış ticaret dengesini geliştirmek için gerekli olan devalüasyon da o kadar düşük olacaktır. Ancak başlangıç koşullarında ülkenin dış açıklık derecesi ne kadar düşükse, dış ticaret dengesini geliştirmek için gerekli olan devalüasyon ve bununla bağlantılı (negatif) bilanço etkisinin büyüklüğü o kadar fazla olacaktır (Frankel, 2005: 169). Dış açıklığın bilanço etkisi kapsamında incelendiği çalışmalarda, yeterince dış açık olmayan ülkelerde sermaye akımlarındaki ani duruş etkilerinin daha güçlü olduğu vurgulanmaktadır (Calvo vd., 2003). Buna göre dış açıklık derecesi azaldıkça ülkeler sermaye akımlarındaki ani duruşların ve para krizlerinin etkilerine daha fazla maruz kalırlar.

4. VERİ, MODEL VE EKONOMETRİK YÖNTEM

Yeni gelişen ülkelerde yabancı para cinsinden borçlanma ile yatırımlar arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bu çalışmaların bazılarında yabancı para cinsinden borçlanmanın ulusal para değer kaybettiğinde yatırımları olumsuz etkilediği tespit edilirken, (Kesriyeli vd., 2006, Carranza vd., 2003, Aguiar 2005, Galindo vd., 2003) buna karşın bazı çalışmalarda (Bleakley ve Cowan 2002, Bonomo vd., 2003) ulusal paranın değer kaybının firma yatırımlarını olumsuz etkilediği yönünde sonuçlara ulaşılamamıştır.

Çalışmamızda, yabancı para cinsinden borçlanmanın önemli bir kısmını teşkil eden banka kredileri şeklindeki mali borçlar üzerinde durulacaktır. Bu çerçevede yabancı para cinsinden kredi borcu bulunan firmaların, ulusal para değer

kaybettiginde veya kazandiginda yatirimlari üzerinde meydana gelen etki arastirilacaktır. Bu süreçte belirleyici olan temel faktör, yabancı para cinsinden borç düzeyi ile döviz kuru arasındaki karşılıklı etkileşimdir. Literatürde firmaların yükümlülüklerinin parasal bileşimini aktifleri ile dengelediklerinde bilanço etkisinin yanlı sonuçlar verebileceği vurgulanmaktadır (Cowan vd., 2005). Buna göre firma yükümlülüklerinin parasal bileşimi gelirleri ile dengelendiğinde, ulusal paranın değer kaybı firmaların yatırım düzeylerini olumsuz etkilemeyebilecektir.

Çalışma, 1998-2008 döneminde TCMB Sektör Bilançolarında yayınlanan imalat sanayiinde faaliyet gösteren 14 alt sektöre ilişkin borçlanma verilerini kapsamaktadır. Çalışmada kullanılan sektörel ihracat verileri Dis Ticaret Müstesarlığından, yatırım verileri ise TCMB Sektör Bilançolarından elde edilmiştir.

Kur değişimleri ile firma yatırımları arasındaki ilişkinin değerlendirilmesinde bilanço etkisi ile rekabet etkisinin birarada ele alınması gerekir. Yabancı para cinsinden borçlanmanın yatırımlar üzerindeki etkisi çalışmamızda bilanço kanalı ve rekabet kanalı olarak iki bileşene ayrılarak incelenmiştir. Çalışmada Bleakley ve Cowan (2002), Cowan vd., (2005), Carranza vd., (2003) çalışmalarını takiben (1) no'lu model spesifikasyonu kullanılacaktır.

$$I_{it} = q_0 + q_1 \Delta RER_t + q_2 Z_{it} + \pi_i + e_{it} \quad (1)$$

Burada I i'ninci sektörün t zamanındaki yatırım düzeyini temsil etmektedir. ΔRER_t , t dönemindeki reel döviz kurunu temsil etmektedir¹⁶. Ayrıca modeldeki Z_{it} , i'ninci sektörün t zamanındaki firmaya özgü (kaldıraç oranı, nakit akımı, yatırımların gecikmeli değerleri gibi) değişkenleri kapsamaktadır. Modelde tanımlanan π_i ise firmaya özgü gözlenemeyen etkileri göstermektedir. Model tahmininde dinamik panel veri yaklaşımı kullanıldığından, π_i 'nin dikkate alınması tahmin edilecek parametrelerin yanlı olmasını engellemektedir (Carranza vd., 2003: 485).

Denklemin (1)'de q_1 parametresi kur değişimlerinin firmaların yatırım kararları üzerindeki etkisini yansıtmaktadır. Ancak bu etkinin büyüklüğünün bilanço etkisi ve rekabet etkisine bağlı olduğu dikkate alındığında, (1) no'lu eşitliğin rekabet etkisini de kapsayacak şekilde genişletilmesi gerekir. Dolayısıyla $D^*_{i,t-1}$, i'ninci sektörün $t-1$ dönemindeki gerçekleşen yabancı para cinsinden yükümlülüklerini, X_{it} ise i'ninci sektörün t döneminde gerçekleşen ihracat miktarını yansıtmak üzere;

$$q_1 = b + \rho D^*_{i,t-1} + \lambda X_{it} \quad (2)$$

¹⁶ Reel döviz kuru olarak TÜFE'ye dayalı reel efektif döviz kuru endeksi (1995=100) kullanılmıştır. Bu endeks T.C Merkez Bankası tarafından Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İsviçre, Hollanda, İtalya, İngiltere, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya, Kanada, Kore, Tayvan, İran, Brezilya, Çin ve Yunanistan'ı içeren ondokuz ülke için IMF tarafından belirlenen ağırlıklar kullanılarak hesaplanmaktadır. Endeksteği artış TL'nin reel değer kazancını ifade etmektedir (<http://evds.tcmb.gov.tr>)

biçiminde yazılabilir. Denklem (2), denklem (1)'de yerine konulduğunda;

$$I_{it} = q_0 + b\Delta RER_t + g(D_{i,t-1}^* \times \Delta RER_t) + l(X_{it} \times \Delta RER_t) + q_2 Z_{it} + r_i + e_{it} \quad (3)$$

olacaktır. Denklem (3)'te yer alan yabancı para cinsinden borç büyüklüğü ile kur değişimleri arasındaki karşılıklı etkileşim ($D_{i,t-1}^* \times \Delta RER_t$) bilanço etkisini, ihracat/net satış ile kur değişimleri arasındaki karşılıklı etkileşim ($X_{it} \times \Delta RER_t$) ise rekabet etkisini yansıtmaktadır.

Carranza vd., (2003)'e göre b parametresi kur değişimleri dışında kredi koşulları, toplam talep dinamikleri ve politik belirsizlikler gibi bazı makro ekonomik değişkenleri kapsadığında, modelde bir teşhis problemi ortaya çıkar. Bundan dolayı hem makroekonomik değişkenlerin etkisini hem de yatırımları etkileyen bazı dinamikleri dikkate almak amacıyla modele, bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ve firmaya özgü bazı değişkenlerin de (toplam borç / toplam aktif) dahil edilmesiyle:

$$I_{it} = aI_{i,t-1} + b\Delta RER_t + g(D_{i,t-1}^* \times \Delta RER_t) + l(X_{it} \times \Delta RER_t) + fTD_{i,t-1} + r_i + e_{it} \quad (4)$$

modeline ulaşılır. Burada $TD_{i,t-1}$ i'ninci sektörün t-1 zamanındaki toplam borcunu göstermektedir. Modelde g parametresi ise bilanço etkisini yansıtır. Bu değişkenin pozitif bir katsayı değeri olması, ulusal paranın değer kaybettiği dönemlerde yabancı para cinsinden borçları bulunan firmalarda yatırım azalması şeklinde ortaya çıkan negatif bilanço etkisinin varlığını ortaya koyar. Diğer taraftan ulusal para değer kazandığında ise yatırımlar üzerinde oluşan olumlu etkiyi yansıtır¹⁷.

Modelde yer alan l parametresi rekabet etkisini yansıtmaktadır. Bu değişkenin negatif bir katsayı değeri olması, ulusal paranın değer kaybettiği dönemde ihracat artışlarının yatırımlar üzerindeki olumlu etkisini yansıtırken, ulusal paranın değer kazandığı dönemde ihracat azalışlarının yatırımlar üzerindeki olumsuz etkisini ortaya koyar.

Denklem (4) ile tanımlanan modelde, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin açıklayıcı değişken olarak alınması nedeniyle literatüre uygun olarak Arellano ve Bond (AB) (1991) tarafından geliştirilen Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) kullanılmıştır. Çünkü bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin açıklayıcı değişken olarak kullanılması, sağ taraftaki regresörler ile hata teriminin korelasyonlu olmasına neden olmaktadır. Bu durumda OLS tahminçileri sapmalı ve tutarsız olacaktır. Alternatif olarak kullanılacak ağırlıklandırılmış en küçük kareler (GLS) tahminçisi sapmalı, araç değişkenler (IV) tahminleri ise tutarlı fakat etkin olmayacaktır. Dolayısıyla dinamik panel verileri içeren model yapısı için en uygun yöntem AB (1991) yöntemidir. AB tarafından geliştirilen yaklaşım, bazı değişkenler için muhtemel endojenlik sonuçlarını da göstermektedir. AB

¹⁷ Bkz; Kesriyeli vd.,(2006).

yaklaşımında sektörlerin bireysel etkilerini yok etmek için otoregressif modelin birinci farkları alınmaktadır. Ayrıca optimal moment koşulları için bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin yanında bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerleri de kullanılabilir. Bundan dolayı söz konusu yöntem, büyük N ve küçük T içeren örneklem için etkin ve tutarlılığı sağlamaktadır. Bu yöntem yardımıyla modelin hatalarındaki serisel korelasyon yapısı ve Sargan testi ile de kullanılan enstrümanların geçerliliği test edilebilmektedir. AB yaklaşımı 1 adımlı ve 2 adımlı süreçleri ele almaktadır. 2 adımlı süreç, 1. adımda bulunan kalıntıları kullandığı için, 1 adımlı sürece göre daha etkindir. Ancak AB tarafından yapılan Monte Carlo simülasyonları 2 adımlı sürecin tahmincilerinin standart hatalarının 1 adımlı sürece göre daha zayıf olduğunu ortaya koymuştur. Ancak 2 adımlı süreç için robust standart hatalar kullanılabilir.

5. AMPIRİK BULGULAR

Çalışmada denklem (4) 1998-2007 dönemi için alternatif formlarda tahmin edilmiştir. Model tahmin sonuçları iki adımlı süreç için Tablo 1’de, bir adımlı süreç için ise EK 1 Tablo 2’de sunulmaktadır.

Tablo 1: Denklem (4)’ün Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
$I_{i,t-1}$	1.05337 ^a (0.00483)	1.04655 ^a (0.01423)	0.68059 ^a (0.05406)	0.66425 ^a (0.06045)
$D_{i,t-1} \times \Delta RER_t$	0.00064 ^a (0.00003)	0.00110 ^a (0.00017)	0.00074 ^a (0.00007)	0.00134 ^a (0.00010)
$X_{i,t} \times \Delta RER_t$	-1.26e-06 ^a (5.12e-08)	-7.64e-07 ^a (2.46e-07)	-1.13e-06 ^a (9.96e-08)	-8.40e-07 ^c (4.69e-07)
ΔRER_t		-2682.502 ^a (979.309)		-2601.814 ^a (781.581)
$TD_{i,t-1}$			0.08396 ^a (0.00652)	0.08988 ^a (0.01172)
Sargan (Prob.)	11.26 (1.00)	10.99 (1.00)	7.51 (1.00)	9.16 (1.00)
AR1 (Prob.)	-1.58 (0.11)	-1.49 (0.14)	-1.71 (0.09)	-1.64 (0.10)
AR2 (Prob.)	-0.81 (0.42)	-0.79 (0.43)	-0.05 (0.96)	-0.18 (0.86)

Not: Parantez içerisindeki değerler standart hatalardır. ^a %1 düzeyinde anlamlıdır, ^b %5 düzeyinde anlamlıdır ve ^c %10 düzeyinde anlamlıdır. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir.

Tablo 1 incelendiğinde tahmin edilen tüm alternatif modellerde Sargan (1958) ki-kare veya Sargan testinin basit versiyonu olarak adlandırılan Hansen (1982) J-istatistiği GMM kullanıldığında modelde asiri belirleme probleminin olup olmadığını ortaya koymaktadır. Buna göre tahmin edilen her üç modelde de hesaplanan Sargan test istatistiğinin prob değerleri % 5 veya %1 anlamlılık düzeyinden büyük olduğundan “modelde asiri belirlenme problemi yoktur” sıfır hipotezi red edilmemektedir. Tablo 1’de Sargan testinin yanında AB (1991)’de hatalarda birinci AR(1) ve ikinci AR(2) dereceden serisel korelasyon problemi olup olmadığını ortaya koyan otokorelasyon testlerine yer verilmektedir. Tahmin edilen

her dört model için hesaplanan prob. degerleri Tablo 1’de sunulmuştur. Elde edilen sonuçlar incelendiğinde, her dört modelde de bulunan prob. degerleri % 5 veya % 1 anlamlilik düzeylerinden büyük olduğundan hatalarda serisel korelasyon problemi olmadığı tespit edilmiştir.

Tüm bu genel degerlendirmelerden sonra modellerin hem ekonometrik hem de iktisadi olarak yorumlanmasına geçilebilir. İlk olarak üzerinde durulacak parametre, çalışmanın merkezini oluşturan g parametresidir. Tahmin edilen dört modelde de bilanço etkisi olarak tanımlanan, döviz kurunda 1995’e göre %1’lik değişimin sektörün geçen yılki borç yükü ile çarpımını ifade eden etkileşim teriminin ($D_{i,t-1} \times \Delta RER_t$) parametresi, g iktisadi beklentilere uygun olarak pozitif bulunmuştur. Bu parametre tahmin edilen her dört modelde de, %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bilanço etkisini gösteren etkileşim terimindeki %1 artis, yabancı para cinsinden borcu bulunan sektörlerde yatırımları 0.95 güven düzeyinde Model 1’de yaklaşık 0.64 ± 0.06 milyon TL, Model 2’de 1.10 ± 0.33 milyon TL, Model 3’te 0.74 ± 0.14 milyon TL ve Model 4’de 1.34 ± 0.2 milyon TL artırır. Buna göre ulusal para değer kazandığında yabancı para cinsinden borcu olan sektörlerde (dolayısıyla firmalarda) yatırımlar artar. Buna karşın, ulusal para değer kaybettiğinde ise yabancı para cinsinden borcu bulunan sektörlerde yatırımlar azalır. Bu durum literatürde negatif bilanço etkisi olarak adlandırılmaktadır.

Çalışmada üzerinde durulan ikinci önemli parametre l ’dir. Denklem (4)’de görülebileceği üzere ihracat etkisi veya rekabet etkisi olarak tanımlanan, döviz kurunda 1995’e göre %1’lik değişimin sektörün geçen yılki ihracatıyla çarpımını ifade eden etkileşim teriminin ($X_{i,t} \times \Delta RER_t$) parametresi, l yatırımlar üzerindeki etkiyi ortaya koymaktadır. Tahmin edilen her dört modelde de rekabet etkisi olarak tanımlanan etkileşim teriminin parametresi l , iktisadi beklentilere uygun olarak negatif bulunmuştur. Bu parametre Model 1, 2 ve 3 olarak sunulan ilk üç modelde %1 düzeyinde, Model 4’de ise %10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Rekabet etkisini gösteren etkileşim terimindeki %1 artis, yatırımları her dört modelde de yaklaşık 1000 TL azaltır. Söz konusu değişkenin negatif bir katsayı değeri alması, ulusal paranın değer kazandığı dönemde, ihracat azalışlarının yatırımlar üzerindeki olumsuz etkisini yansıtır. Benzer bir şekilde bu parametre, ulusal paranın değer kaybettiği dönemde ise ihracat artışlarının yatırımlar üzerindeki olumlu etkisini ortaya koyar. Ancak, parametre değerlerinden de görüldüğü gibi bu etki ilgili dönem için oldukça düşüktür¹⁸.

Tablo 1’de tahmin edilen üçüncü parametre döviz kurundaki değişimleri gösteren b parametresidir. Model 2 ve Model 4’de döviz kurundaki değişimleri gösteren b parametresi iktisadi beklentilere uygun olarak negatif bulunmuştur. Bu parametre, hem Model 2, hem de Model 4’de %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Buna göre döviz kuru değişimindeki %1’lik artis, yatırımları Model 2’de yaklaşık 2682 milyar TL, Model 4’de 2601 milyar TL azaltacaktır.

¹⁸ Ulusal paranın değer kazandığı (kaybettiği) dönemlerde ithalatın ucuzlaşmasının yatırımlarını olumlu (olumsuz) yönde etkilediği dikkate alındığında l parametresi ithalat üzerinden de yorumlanabilir.

Firmaya özgü bir değişken olan toplam borç değişkeninin ($TD_{i,t-1}$) modele katılmasının nedeni, ulusal paranın değer kaybına bağlı olarak oluşabilecek potansiyel finansal istikrarsızlığı gözünde bulundurmadır. Tablo 1 ile verilen Model 3 ve Model 4 incelendiğinde toplam borcu gösteren f parametresi pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. f parametresindeki 1 milyar TL'lik artış, yatırımları Model 3'te yaklaşık 83 milyon TL, Model 4'de ise 89 milyon TL arttırmaktadır. Buna göre borçlanma ile elde edilen kaynaklar, firmaların yatırımları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.

6. SONUÇ

1997-2008 dönemini kapsayan ve reel sektör (imalat sanayi) verilerine dayanan çalışmamızda, Türkiye'de bilanço etkisinin geçerli olduğu tespit edilmiştir. Buna göre ulusal paranın değer kazandığı dönemlerde yabancı para cinsinden borcu bulunan sektörlerin yatırımları artarken, ulusal paranın değer kaybettiği dönemlerde ise azalmaktadır. Bu süreçte ulusal paranın değer kaybı firmaların borç yükünü arttırarak net servetlerini azaltmaktadır. Net servet azalması ise finansman maliyetlerindeki artış yoluyla yatırımları olumsuz yönde etkilemektedir.

Bilanço etkisi dışında çalışmada üzerinde durulan diğer bir husus, ulusal paranın değer kaybına bağlı olarak oluşan rekabet etkisi ile ilgilidir. Çalışma sonuçlarına göre ilgili dönem için reel sektörde rekabet etkisi güçlü değildir. Bu sonuç, rekabet etkisinin bilanço etkisini dengeleyemediğini ortaya koymaktadır. Bu noktadan hareketle yükümlülük dolarizasyonunun reel sektörde önemli bir kirilganlık kaynağı oluşturabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla bu kirilgan yapı dikkate alınmalıdır. Reel sektörün yabancı para cinsinden borçlanma düzeyi ve para birimi uyumsuzluğu, Türkiye ekonomisini reel sektör kaynaklı krizlere açık hale getirmektedir.

KAYNAKLAR

- Aghion P., Bacchetta P., and Banerjee A. (2000), "A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises", *European Economic Review*, Vol. 44, No:4-6, pp.728-738.
- Aghion P., Bacchetta P., and Banerjee A. (2001), "Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with credit Constraints", *European Economic Review*, Vo.45, no.7, pp.1121-1150.
- Aghion P., Baccetta A., and Banerjee A. (2004), "A Corporate Balance Sheet Approach to Currency Crises", *Journal of Economic Theory*, Vol. 119, No: 1, pp. 6-30.
- Aguiar M. (2005), "Investment, Devaluation, and Foreign Currency Exposure: The Case of Mexico", *Journal of Development Economics*, Vol.78, no:1 pp. 95-113.
- Arellano, M. and Bond S. (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.

- Bacchetta P. (2000), "Monetary Policy with Foreign Currency Debt", *Swiss National Bank*, WP 00,03 pp.1-38.
- Balino T., Bennett A., and Borensztein E. (1999), "Monetary Policy in Dollarized Economies", *IMF Occasional Papers*, No.171.
- Bergman M. and Hassan S. (2008), "Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints: The No Interest Parity Case", *EPRU Working Paper Series*, No.2008-1, pp.1-21.
- Bernanke B. and Gertler M. (1989), "Agency Costs Net Worth and Business Fluctuations", *American Economic Review*, Vol:79, No.1, pp.14-31.
- Bernake B., Gertler M., and Gilchrist S. (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", in Taylor J, Woodford M (ed)., *Handbook of Macroeconomics Vol:1*, Amsterdam, pp. 1341-1393.
- Burnside C., Eichenbaum M., and Rebelo S., (2001), "Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes", *European Economic Review*, Vol. 45, No:7, pp. 1151-1193.
- Bird G. and Rajan R. (1999), "Banks, Financial Liberalization and Financial Crises in Emerging Markets", *CES Discussion Paper*, No, 99-16, pp. 1-36.
- Bleakley H. and Cowan K. (2002), "Corporate Dollar Debt and Depreciations: Much Ado About Nothing?" *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 90, No.4, pp.612-626.
- Broda C. and Levy-Yeyati E. (2003), "Endogenous Deposit Dollarization", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.160.
- Bonomo M., Martins B., and Pinto R. (2003), "Debt Composition and Exchange Rate Balance Sheet Effect in Brasil: A Firm Level Analysis", *Emerging Markets Review*, Vol:4, No:4, pp. 368-396.
- Calvo, G. (2005), "Crisis in Emerging Market Economies, A Global Perspective", *NBER WP*. No. 11305, pp.1-41.
- Calvo G. and Rodriguez C. A. (1977), "A Model of Exchange Rate determination Under Rational Expectations", *Journal of Political Economy*, Vol.85, No.3, pp.617-625.
- Calvo G. and Vegh C. (1992), "Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction", *IMF Working Papers*, No: 92/40.
- Calvo G. and Reinhart C. (1999), "Capital Flow Reversals the Exchange Rate Debate and Dollarization", *Finance Development*, Vol,36, No:3, 1999, pp.13-15.
- Calvo G. and Reinhart C. (2002), "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No:2, pp. 379-408.
- Calvo G. and Mishkin F. (2003), "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.14, No.4, pp.99-118.
- Calvo G., Izquierdo A., and Talvi E. (2003), "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability : Argentina's Lessons", *NBER WP*, No. 9828, pp.1-50.

- Calvo G., Izquierdo A., and Mejia L. F. (2004) “On the Empirics of Sudden Stops : The Relevance of Balance Sheet Effects”, NBER WP, No.10520, pp. 1-51.
- Calvo G., Izquierdo A., and Mejia L. F. (2008), “Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects and Financial Integration”, NBER WP No: 14026, pp.1-47.
- Carranza L. J., Cayo J. M., and Sanchez-Galdon J. E. (2003) “Exchange Rate Volatility and Economic Performance in Peru: A Firm Level Analysis”, *Emerging Markets Review*, Vol:4, No.4, pp.472-496.
- Cowan K. and Do O. T. (2003). “Financial Dollarization and Central Bank Credibility”, *World Bank Working Paper No.30-82*, pp.1-40.
- Cowan K. Hansen E., and Herrera O. (2005), “Currency Mismatches Balance Sheet Effects and Hedging in Chilean Non- Financial Corporations”, *Central Bank of Chile Working Papers*, No:346, pp.1-44.
- Chamon M. and Hausmann R. (2005), “ Why Do Countries Borrow the Way They Borrow?” in *Other Peoples Money: Debt Denomination and Financial Stability in Emerging Market Economies*,(ed), Eichengreen B, Hausmann R, Chigago: Chigago Uni Press, pp.218-233.
- De Nicolo G., Honohan P., and Ize A. (2003), “Dollarization of the Banking System: Good or Bad?”, *World Bank Policy Research Working Paper Series*, No: 3116, pp. 1-52.
- De la Torre A., Levy-Yeyati E., and Schmukler S. (2003), “Living and Dying with Hard Pegs : The Rise and Fall of Argentina’s Currency Board” , *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 2980, pp. 1-60.
- Domaç, I. and Bahmani-Oskooee M. (2002), “On the Link Between Dolarization and Inflation: Evidence from Turkey”, *Central Bank of Republic Turkey Discussion Papers*, 207, 1-26.
- Eichengreen B. and Hausmann R. (1999), “Exchange Rates and Financial Fragility”, *NBER Working Papers*, No.7418.
- Eichengreen B., Hausmann R., and Panizza U. (2003a), “The Mystery of Original Sin <http://www.berkeley.edu/~eicheng>
- Eichengreen B., Hausmann R., and Panizza U. (2003b), “Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters”, *NBER Working Papers*, No. 10036, pp.1-64.
- Eichengreen B., Hausmann R., and Panizza U. (2005), “The Pain of Original Sin”, in *Other Peoples Money: Debt Denomination and Financial Stability in Emerging Market Economies*,(ed), Eichengreen B, Hausmann R, Chigago: Chigago Uni Press, pp. 13-48.
- Flood, R. P. and Rose A. K. (2001), “Uncovered Interest Parity in Crisis: The Interest Rate Defence in the 1990s”, *CEPR Discussion Papers*, 2943.
- Frankel J. (2005), “Mundell- Flemming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries”, *IMF Staff Papers*, Vol:52, No:2, pp. 149
- Galindo A., Panizza U, Schiantarelli F (2003), “Debt Composition and Balance Sheet Effects of Currency Depreciation: A Summary of the Micro Evidence”, *Emerging Markets Review*, Vol.4, No.4, pp.330-339.

- Gertler M. (1992), “Financial Capacity and Output Fluctuations in an Economy with Multi-period Financial Relationships”, *Review of Economic Studies*, Vol. 59, No:3, pp. 455-472.
- Gertler M., Gilchrist F., and Natalucci F. (2003), “External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator”, *NBER Working Papers*, No. 10128.
- Gertler M. and Gilchrist S. (1994), “Monetary Policy Business Cycles and the Behaviour of Small Manufacturing Firms”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol:109, No:2, pp.309-340.
- Goldstein M. and Turner P. (2004), *Currency Mismatches in Emerging Markets*, Peterson Institute.
- Frankel J. and Rose A. (1997), “Currency Crashes in Emerging Markets”, *Journal of International Economics*, Vol,41, No.3-4, pp. 351-366.
- Furman J. and Stiglitz J. (1998), “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia”, *Brookings Papers on Economic Activity* 2, pp.1-114.
- Hahn J. H. and Mishkin F. S. (2000) “The Korean Financial Crisis: An Asymmetric Information Perspective”, *Emerging Markets Review*, Vol. 1, No.1, pp. 21-52.
- Hansen, L. P. (1982) , “Large Sample Properties of Generalised Method of Moments Estimators”, *Econometrica*, 50, 1029-1054.
- Hausmann R., Panizza U., and Stein E. (2001), “Why Do Countries Float the Way They Float?”, *Journal of Development Economics*, Vol:66, No.2, pp. 387-414.
- Honig A. (2005), “Fear of Floating and Domestic Liability Dollarization”, *Emerging Markets Review*, Vol: 6,No:3, pp. 289-307.
- Hubbard G. (1998), “Capital Market Imperfections and Investment”, *Journal of Economic Literature*, Vol, 36, No:1 pp.193-225.
- Inter-American Development Bank (IADB) (2004), *Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending*, Washington D.C. pp.49-66.
- Ize A. and Levy-Yeyati E. (1998), “Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications”, *IMF Working Papers*, 98/28.
- Ize A. and Levy-Yeyati E. (2003), “Financial Dollarization”, *Journal of International Economics*, Vol:59, No.2, pp. 323-347.
- Ize A. and Parrado E. (2002), “Dollarization, Monetary Policy and the Pass Through”, *IMF Working Papers*, No.188
- Jeanne O. (2003), “Why Do Emerging Market Economies Borrow in Foreign Currency”, *IMF Working Papers*, 03/177.
- Kamil H. (2006), “Does Moving to a Flexible Exchange Rate Regime Reduce Currency Mismatches in Firms Balance Sheets?”, *IMF Working Papers*, pp.1-42.
- Kesriyeli M., Özmen E. ve Yigit S. (2006) “Corporate Sector Debt Composition and Exchange rate Balance Sheet Effect in Turkey”, *European Economic Association 61 st. European Meeting of Econometric Society*, 24-28 August, Viena, pp. 1-27.

- Krugman P. (1999), "Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, Vol:6, No:4, pp. 459-472.
- Levy-Yeyati E. (2006), "Financial Dollarization", *Economic Policy*, Vol.21, No.45, pp.61-118.
- Magud N. (2004), "Currency Mismatch, Openness and Exchange Rate Regime Choice", *University of Oregon Working Papers*, No.2004-09-01.
- Martínez L. and Werner A. (2002), "The Exchange Rate Regime and the Currency Composition of Corporate Debt: The Mexican Experience", *Journal of Development Economics*, Vol. 69, No.2, pp. 315-334.
- McKinnon R. (2001), "The East Asian Dollar Standart, Life After Death", *Economic Notes*, Vol.29, No.1, pp.31-82.
- Miles M. (1978), "Currency Substitution, Flexible Exchange Rates and Monetary Independence", *American Economic Review*, Vol. 68, No.3, pp.428-36.
- Mishkin F. (1996), *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*, <http://www.columbia.edu/~mishkin>.
- Mizen P. and Pentecost E. (1996), *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence*, Cheltenham: Edward Elgar. Pbl.
- Modigliani F. and Miller M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol:48, No:3, pp. 261-297.
- Neanidis C. K. and Savva C. S. (2006), "The Effects of Uncertainty on Currency Substitution and Inflation: Evidence from Emerging Economies", *University of Manchester Discussion Papers*, No:06/09, pp.1-25.
- Obsfeld M. (1998), "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol.12, No.4, pp. 9-30.
- Ortiz G. (1983), "Currency Substitution in Mexico, The Dollarization Problem", *Journal of Money Credit and Banking*, Vol:15, No:2, pp.174-185.
- Radelet S. and Sachs J. (1998), "The Onset of the East Asian Financial Crisis", *NBER 6680*, pp.1-81.
- Rajan R. (2004), "Dollar Shortages and Crises", *NBER Working Papers*, No. 10845, pp.1-44.
- Reinhart C., Rogoff K., and Savastano M. A. (2003a), "Addicted to Dollars", *NBER WP No. 10015*.
- Reinhart C., Rogoff K., and Savastano M. A. (2003b), "Debt Intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, pp.1-74.
- Rodrik D. and Velasco A. (1999), "Short Term Capital Flows", *NBER Working Papers*, No. 7364.
- Rosenberg C., Halikias I., House B., Keller C., Nystedt J., Pitt A., and Setser B. (2005), "Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises. An Application of the Balance Sheet Approach to Emerging Market Countries", *IMF Occasional Paper*, No. 240.
- Rojas-Suarez L. (1992), "Currency Substitution and Inflation in Peru", *IMF Working Papers*, No. 92/33.

- Sahay R. and Vegh C. (1996), “Dollarization in Transition Economies: Evidence and Policy Implications”, in *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence*, Edward Elgar Pbl, ed., Mizen P, Pentecost E, pp. 193-223.
- Sargan, J. D. (1958), “The Estimation of Economic Relationships Using Instrumental Variables”, *Econometrica*, 26, 393-415.
- Savastano M., (1996), “Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues”, *IMF Working Papers*, No. 96/4.
- Schneider M. and Tornell A. (2000), “Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees, and Financial Crises”, *NBER Working Papers*, No. 8060, pp. 1-31.

EK 1: 1 Adimli Süreç Tahmin Sonuçları

Tablo 2: Denklem (4)'ün Tahmin Sonuçları (1 Adimli Süreç)

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
$I_{i,t-1}$	1.05052 ^a (0.04968)	1.04164 ^a (0.04789)	0.74184 ^a (0.16913)	0.71440 ^a (0.14755)
$D_{i,t-1} \times \Delta RER_t$	0.00062 (0.00135)	0.00115 (0.00128)	0.00078 (0.00109)	0.00142 (0.00098)
$X_{i,t} \times \Delta RER_t$	-1.23e-06 (1.16e-06)	-7.85e-07 (9.08e-07)	-1.06e-06 (9.48e-07)	-5.28e-07 (6.62e-07)
ΔRER_t		-2831.277 ^a (748.960)		-3357.924 ^a (750.873)
$TD_{i,t-1}$			0.07675 ^c (0.04488)	0.08095 ^b (0.04136)
Sargan (Prob.)	124.5 (0.00)	124.6 (0.00)	115.5 (0.00)	116.0 (0.00)
AR1 (Prob.)	-4.07 (0.00)	-3.90 (0.00)	-4.42 (0.00)	-4.03 (0.00)
AR2 (Prob.)	-1.02 (0.31)	-0.85 (0.39)	-0.28 (0.00)	-0.17 (0.86)

NOT: Parantez içerisindeki değerler standart hatalardır. ^a %1 düzeyinde anlamlidir, ^b %5 düzeyinde anlamlidir ve ^c %10 düzeyinde anlamlidir. Parantez içerisindeki değerler standart hataları göstermektedir.