

Para Politikalarının Uygulanmasında Faiz Koridoru Sistemi ve Kanada, İngiltere ve Yeni Zelanda Deneyimleri

Özet

Erkan TOKUCU¹

Finansal araçların, aracılının ve krizlerin sayısındaki artıştan dolayı Merkez Bankaları, 2000'li yılların başından itibaren, fiyat istikrarı ile beraber finansal istikrar hedefine de odaklanmaya ve finansal istikrarın da fiyat istikrarı ile birlikte para politikalarının birincil amacı olarak kabul edilmesi gerektiğini kabul etmeye başladılar. Bununla birlikte Merkez Bankaları, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı sağlamak için para politikası araç setinde bazı değişiklikler yapmak zorunda kaldılar. Bir para politikası stratejisi olarak koridor uygulaması, karmaşık bir finansal ve ekonomik sistem içerisinde, Merkez Bankalarının aynı anda hem fiyat istikrarına hem de finansal istikrara odaklanmalarını mümkün kılan bir sistemdir. Bu maktelede, koridor sisteminin teori ve uygulamada nasıl çalıştığı konusu incelenecektir.

Anahtar Kelimeler: *para politikaları, faiz oranı koridoru, taban sistemi, Merkez Bankaları.*

Interest Rate Corridor System in Implementing Monetary Policies and the Experiences of Canada, England and New Zealand

Abstract

Because the number of financial instruments, intermediaries and crises has increased, many central banks started to accept that they should focus on financial stability along with price stability, and that securing financial stability should be primary objective of monetary policies since the beginning of the 2000's. However, in order to secure financial stability along with price stability, central banks were obligated to make some changes in monetary policy toolkit. As a monetary policy framework, corridor application enables central banks to focus on both price and financial stability simultaneously in a complex financial and economic system. In this article, it will be examined that how a corridor system works in theory and practice.

¹ Yrd. Doç. Dr., Kafkas Üniversitesi İİBF, İktisat Bölümü.
erkan.tokucu@gmail.com

Keywords: *monetary policies, interest rate corridor, floor system, central banks.*

Giriş

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımını uygulayan Merkez Bankaları, 1990'lerden itibaren birincil politika hedefi olarak fiyat istikrarını görmekteydiler. Finansal istikrarın sağlanması ve devam ettirilmesi hedefi de Merkez Bankalarının görevleri arasında bulunmakla birlikte, fiyat istikrarının sağlandığı bir ekonomide finansal istikrarın da kendiliğinden sağlanabileceği yönündeki inanç, finansal istikrarın sağlanmasına yönelik para politikası stratejilerinin çok fazla gelişmemesine neden olmuştur. 1990'lar boyunca birçok Merkez Bankası, para politikası stratejilerini fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak oluşturarak özellikle kısa vadeli faiz oranlarının yönetilmesine odaklandılar. Ancak 2000'li yıllarla birlikte, özellikle finansal piyasalardaki hızlı gelişmeler ve son olarak da 2007-2008 finansal krizinin fiyat istikrarının sağlanmış olduğu ülkelerde ortaya çıkması, fiyat istikrarının finansal istikrarı da kendiliğinden sağlayacağı yönündeki inancı önemli oranda azalttı. Dolayısıyla Merkez Bankaları, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak strateji geliştirdikleri gibi finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak da stratejiler geliştirmek zorunda kaldılar. Faiz koridoru uygulaması, Merkez Bankalarının yeni bir strateji geliştirme yönündeki çalışmalarının bir sonucudur ve bu yeni strateji ile para politikaları aynı anda hem fiyat istikrarına hem de finansal istikrara yönelik olarak uygulanabilmektedir.

Faiz koridoru uygulamasını başlatan ilk Merkez Bankaları, enflasyon hedeflemesi yaklaşımını da ilk uygulamaya başlayan Merkez Bankalarıdır. Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, Norveç Merkez Bankaları faiz koridoru uygulamasını başlatan ilk Merkez Bankalarıdır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da, Kasım 2010 tarihinden itibaren finansal istikrara daha fazla önem vermeye başlamış ve bu çerçevede faiz koridoru uygulamasını para politikası stratejisi içine almıştır.

Çalışmada, öncelikle faiz koridoru sistemine neden ihtiyaç duyulduğu konusu irdelenecektir. Daha sonra faiz koridoru sisteminin nasıl çalıştığı hakkında teorik bilgiler verilecek ve son olarak, Kanada, İngiltere ve Yeni Zelanda Merkez Bankalarının koridor uygulamaları anlatılacaktır.

1. Neden Koridor Sistemi?

Para politikalarında faiz koridoru sistemine geçilmesinin temel nedeni finansal piyasalardaki hızlı gelişmelerdir. Finansal piyasalar hem hacim olarak hem de araç ve aracı sayısı olarak geliştikçe, Merkez Bankaları da para politikası stratejilerinde ve operasyonel yapılarında zaman içerisinde bir takım değişiklikleri yapmak zorunda kalmaktadır. Bu değişim hem para politikasının araçlarını hem de amaçlarını kapsamaktadır. 1980'lerden sonra yaşanan finansal krizler ve son finansal kriz bu tür değişimleri hızlandırmış, Merkez Bankaları bir taraftan para politikalarını yürütürken diğer taraftan da finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmak zorunda kalmıştır (Clews, Salmon ve Weeken, 2010: 292). Koridor uygulaması Merkez Bankalarına, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde bir taraftan finansal istikrara katkıda bulunurken diğer taraftan asıl amaçları olan fiyat istikrarı hedefinden de uzaklaşmamalarını sağlayan yeni bir operasyonel imkân sunmaktadır.

Merkez Bankalarının koridor uygulamasına geçmelerinin finansal piyasalardaki gelişmelerle ilişkili olan bir diğer nedeni ise zorunlu karşılık oranı gibi geleneksel para politikası araçlarının zaman içerisinde etkinliklerinin azalmasıdır. Hatta günümüzde bazı Merkez Bankaları zorunlu karşılık oranlarını politika aracı olarak kullanmamaktadır. Zorunlu rezervlerin öneminin azalmasının bir diğer nedeni de zorunlu rezervlerin, bankalar açısından üstü örtülü bir vergi gibi olmasıdır. Çünkü bankalar zorunlu rezerv olarak Merkez Bankasında tuttıkları miktarlar arttıkça kredi verebilme ve faiz geliri elde edebilme imkânından vazgeçmiş olmaktadır. Bu durum finansal piyasalarda mevduat kabul eden finansal kurumların yani bankaların zorunlu rezerv uygulamasına tabi olmayan diğer kurumlar karşısında rekabet açısından dezavantajlı duruma düşmelerine neden olmaktadır. Bundan dolayı bankalar, zaman içerisinde, zorunlu rezerv uygulamasına tabi olmayan mevduat sertifikası uygulaması, Euro-dolar borçlanması ve repo işlemleri gibi yeni fon kaynakları bulmaya çalıştılar ki bankaların bu çabaları finansal yenilik olarak da adlandırılan süreci başlatmıştır. Bankalar böylece hem mevduat gibi yeni fon sağlayan hem de zorunlu rezerv uygulamasına tabi olmayan işlemlere kavuşmuş oldular (Kahn, 2010: 8-9). Dolayısıyla Merkez Bankalarının zorunlu rezerv uygulamaları etkinliğini yitirmeye başlamış ve kori-

dor uygulaması para politikalarının uygulanmasında Merkez Bankalarına yeni bir açılım ve kolaylık sağlamıştır.

Faiz koridoru sistemine geçilmesinin bir diğer nedeni finansal istikrar hedefinin de birincil amaç olarak kabul edilmesi, fakat buna karşılık fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak geliştirilen para politikası araçlarının iki hedef için aynı anda uygulanabilir olmamasıdır. Dolayısıyla, hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrara odaklanan Merkez Bankaları, tepki fonksiyonlarını genişletmek zorunda kalmıştır. Örneğin, politika faiz oranı aracılığıyla fiyat istikrarı sağlanabilir fakat bu araç finansal istikrar için yeterli olmayabilir. Ya da fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı ile finansal istikrarı sağlayan faiz oranı aynı olmayabilir. Dolayısıyla hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı aynı anda sağlamaya çalışan Merkez Bankalarının araç setlerini genişletmeleri ve birden fazla politika aracını devreye sokmaları gerekmektedir (Başçı ve Kara, 2011: 3-4) ki koridor sistemi Merkez Bankalarına bu imkânı sağlamıştır. Koridor sistemi sayesinde merkez bankaları, koridorun sınırlarından birisini finansal istikrar için, diğerini fiyat istikrarı için kullanabilir. Ayrıca, koridor sistemi sayesinde bir Merkez Bankası, likidite yönetimi ile faiz politikasını da birbirinden ayırabilmektedir.

Sistem olarak faiz koridoru, bankalararası piyasadaki faiz oranının belirli bir bant içerisinde politika faiz oranına yakın bir yerlerde tutulmasını sağlayacak şekilde oluşturulmaktadır. Oluşturulan bandın ya bütün olarak aşağı ya da yukarı doğru hareket ettirilmesi ya da bant aralığının genişletilip daraltılması suretiyle bir taraftan bankaların likidite yönetimlerine destek olunurken diğer taraftan bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır. Bankaların likidite yönetimlerinde başarılı olması oldukça önemsenmektedir çünkü etkin bir likidite yönetimi ekonomideki ödemelerin aksamadan yerine getirilmesi açısından oldukça önemlidir. Ayrıca bankacılık sisteminin sahip olduğu likidite ekonomideki harcamaların finansmanında da önemli bir kaynaktır. Dolayısıyla, ekonomideki genel likiditeyi faiz koridoru aracılığıyla etkileyebilen bir Merkez Bankası hem finansal istikrara hem de fiyat istikrarına odaklanabilmektedir.

Bu bağlamda, bir iktisadi sistem içerisinde bankalarla, bankaların bankası olarak adlandırılan Mer-

kez Bankası arasındaki ilişkiler bankacılık sisteminin aksamadan çalışması açısından hayati öneme sahiptir. Piyasada gerçekleştirilen işlemlerin büyük çoğunluğu bankacılık sisteminin yarattığı kaydi para ile gerçekleştirilse de son aşamada hesapların denkleştirilmesi için Merkez Bankası tarafından basılan banknotlara ihtiyaç vardır; bankalar müşterileriyle ve diğer bankalarla yaptıkları işlemlerde taahhütlerini zamanında yerine getirebilmek için likidite ihtiyaçlarını bu banknotlarla karşılarlar (Tucker, 2004: 360). Bankalar bu likidite ihtiyaçlarını karşılarken Merkez Bankası'nda tuttukları fazla rezervleri¹ kullanabilirler, Merkez Bankası'ndan borçlanabilirler, bankalararası piyasada diğer bankalardan borç alabilirler ya da çeşitli varlıklarını satabilirler (Archer v.d, 1999: 51-52). Bankalar yukarıda belirtilen yöntemlerden birisini kullanarak mutlaka likidite ihtiyaçlarını gidermek durumundadırlar. Çünkü banka bir taraftan kredi dağıtırken, diğer taraftan müşterilerinin mevduatlara ilişkin taleplerini zamanında karşılamak zorundadır. Kredilerin vadesi mevduatların vadesinden daha uzun olduğu için bankalar açısından bilanço içerisinde bir vade uyumsuzluğu ve bundan kaynaklanabilecek riskler söz konusu olabilir. Müşterilerin mevduat talebinin yanı sıra bankalar, kendi aralarında gerçekleştirdikleri işlemlerden dolayı da birbirlerine karşı olan yükümlülüklerini zamanında yerine getirmek zorundadır. Kısaca bankalar hem müşterilerine hem de birbirlerine karşı yükümlülüklerini yerine getirmek için belirli bir oranda likiditeye sahip olmak ya da likidite ihtiyaçlarını zamanında karşılamak zorundadır.

Bankalar likidite ihtiyaçlarını karşılamak ya da likidite yönetimini daha iyi gerçekleştirmek için finansal sistemi yoğun şekilde kullanırlar. Merkez Bankası finansal sisteme girerek bankacılık sisteminin duyacağı likidite ihtiyacını karşılar ve bankalara bu anlamda likidite yönetimlerini daha iyi gerçekleştirmeleri için önemli bir destek sağlamış olur. Dolayısıyla Merkez Bankası'nın bu şekilde sistemdeki bankalara destek olması finansal istikrara önemli katkı sağlayacak ve bu çerçevede rezerv talebinde öngörülemeyen büyük miktardaki

¹ Bankaların, Merkez Bankası hesaplarında tuttukları kaynaklar rezerv olarak adlandırılır ve bu rezervler banknotlarla birlikte ekonomideki en likit ve risksiz varlıkları oluşturur. Bu rezervler ayrıca ödemelerin denkleştirilmesi için kullanılan nihai bir varlıktır.

dalgalanmalar önlenmiş olacaktır (Bank of England, 2012: 4-6).

Merkez Bankalarının bankaların likidite yönetimlerine müdahale etmesi sadece finansal istikrarın sağlanması amacıyla yönelik değildir. Merkez Bankaları aynı zamanda, fiyat istikrarını sağlamak için de bankalararası piyasaya müdahale eder. Bu müdahaleyle bankalararası piyasadaki faiz oranlarının politika faiz oranına yakın olmasını sağlamaya çalışır. Bankaların rezerv taleplerinin Merkez Bankaları tarafından karşılanması bir diğer nedeni, yukarıda da değinildiği üzere, sistemdeki bankaların diğer bankalara ve müşterilerine karşı yükümlülüklerini zamanında karşılamalarına yardımcı olarak finansal istikrara katkıda bulunmaktır. Ancak burada Merkez Bankalarının bankaların rezerv taleplerini daima karşılaması bankaların riskli faaliyetlere girişmesine de imkân tanıyabilir yani ahlaki tehlike (moral hazard) olarak adlandırılan durumun ortaya çıkmasına neden olabilir. Koridor uygulaması Merkez Bankalarına finansal istikrarın sağlanması hususunda katkıda bulunurken bu tür problemlerin de üstesinden gelebilecekleri bir imkân sunmaktadır (Clews, Salmon ve Weeken, 2010: 294).

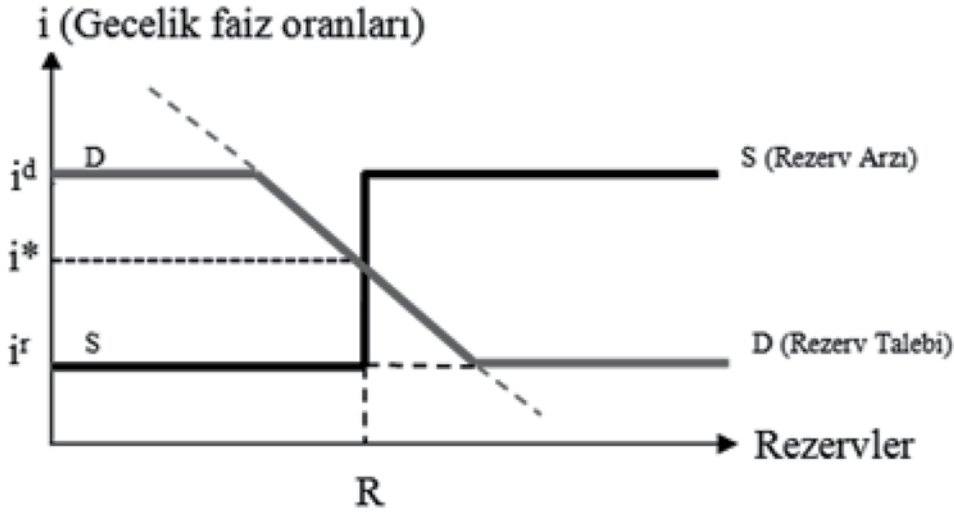
2. Faiz Koridoru Sisteminin İşleyişi

Koridor sisteminde Merkez Bankaları faiz oranlarını daha esnek bir yapıda yönetmek için bankalara iki tane tercih sunmaktadır. Bu iki tercih Merkez Bankasının kendisine yatırılan mevduatlar için ödediği faiz oranı ile bankalara borç verirken uyguladığı faiz oranıdır. Bunlar aynı zamanda borç alma ve borç verme desteği olarak da adlandırılmaktadır. Borç verme (lending facility) Merkez Bankası, belirlenmiş bir borç faizi üzerinden gecelik olarak bankalara gerekli duydukları likiditeyi sağlamaktadır. Buna karşılık borç alma desteğinde (deposit facility) ise Merkez Bankası, yine önceden belirlenmiş bir faiz oranı üzerinden bankaların fazla rezervlerini alarak onlara faiz ödemesinde bulunmaktadır. Merkez Bankası'nın, bankaların fazla rezervler için ödediği faiz oranı koridorun alt sınırını, bankalara borç verirken uyguladığı faiz oranı ise koridorun üst sınırını oluşturur. Politika faiz oranı ise bu iki oran arasında yer alır. Koridor sisteminin temel amacı, para piyasalarındaki gecelik faiz oranının Merkez Bankası tarafın-

dan belirlenen aralıkta ve belirlenen hedefe yakın olmasını sağlamaktır. Merkez Bankası, politikada bir değişiklik yapmak istediğinde, koridorun alt ve üst sınırını değiştirir (Berentsen, 2008: 2). Koridor sisteminde politika faiz oranlarındaki dalgalanmalar azaltılabileceği gibi, politika faiz oranının belirlenmesine yönelik operasyonlar Merkez Bankasının bilanço büyüklüğüne bağlı kalmaksızın da yürütülebilir. Fakat koridorun alt ve üst sınırları için belirlenen faiz oranlarının optimal olarak belirlenip belirlenmediği net değildir. Ayrıca Merkez Bankası, koridor uygulaması sayesinde faiz politikası ile likidite politikasını da birbirinden ayırabilir (Kahn, 2010: 6, 13). Goodhart (2010: 10)'a göre de koridor sisteminde, Merkez Bankası koridor sisteminin kendisine sağladığı kolaylığı kullanarak hem likidite politikasını hem de faiz oranı politikasını rahat bir şekilde yürütebilir. Örneğin resmi faiz oranları döviz kuruna yönelik spekülasyon atakları önlemek için yükseltilebilir, ama aynı zamanda yurt içinde finansal sistemin ihtiyaç duyacağı likiditenin sağlanabilmesine fırsat vermek için de piyasa faiz oranlarının koridorun alt sınırına doğru gerilemesine müsaade edilebilir. Koridor sistemi Merkez Bankalarına özellikle finansal kriz dönemlerinde verecekleri tepki açısından geniş bir alan sunmaktadır.

Koridor uygulamasını şekil üzerinde aşağıdaki gibi göstermek mümkündür. Şekilde, dikey eksen- de yer alan i değeri, bankalararası piyasadaki gecelik faiz oranlarını, yatay eksen- de yer alan R değeri rezerv miktarını ifade etmektedir. D ile gösterilen doğru rezerv talep doğrusunu temsil etmektedir ve bu doğru Merkez Bankasının borç verme (id) ve borçlanma (ir) faiz oranlarında sonsuz esnekliğe sahiptir. Çünkü hiçbir banka, bankalararası piyasadaki borçlanma faiz oranı, id oranının üzerine çıktığında diğer bankalardan borçlanmak istemeyecek ve Merkez Bankası'ndan borçlanmayı tercih edecektir. Merkez Bankası da (id) faiz oranından kendisinden borçlanmak isteyen bütün bankalara istedikleri kadar borç vermek zorundadır. D doğrusu, faiz oranı ir olduğunda da sonsuz esnek olmaktadır. Çünkü bu durumda da hiçbir banka borçlanma faiz oranları ir 'nin altına düştüğünde bankalararası piyasada borç vermek istemeyecek ve fazla rezervlerinin tümünü Merkez Bankasına yatıracaktır (Hornstein, 2010: 157). Koridor uygulamasını şekil üzerinde aşağıdaki gibi göstermek mümkündür.

Şekil 1. Bankalararası Para Piyasasında Faiz Koridoru



Kaynak: Kahn (2010: 15)

S ile gösterilen doğru, rezerv arzını ifade etmektedir ve iki noktada sonsuz esnekliğe sahiptir. Noktalardan birisi, Merkez Bankası'nın bankaların fazla rezervleri için ödeyeceği faiz oranını, i_r olarak belirlediği noktadır. Bu durumda hiçbir banka, bankalararası faiz oranı bu oranın altına düştüğünde fazla rezervini diğer bankalara vermek istemeyecek ve Merkez Bankasına yatıracaktır ve Merkez Bankası i_r faiz oranında kendisine getirilen fazla rezervlerin tümünü alacaktır ki rezerv arzı bu faiz oranında sonsuz olacaktır. Rezerv arz doğrusunun sonsuz esnekliğe sahip olduğu diğer nokta Merkez Bankasının bankalara borç verirken belirlediği faiz oranını i_d olarak belirlediği noktadır. Bu faiz oranında bankalar arasındaki piyasa faiz oranı Merkez Bankasının belirlediği borçlanma oranı olan i_d den daha yüksek olduğunda bankalar kendi aralarında borçlanmaktansa Merkez Bankasından i_d faiz oranından borçlanacaklar (Bernhardsen ve Kloster, 2010: 1) ve Merkez Bankası talep edilen rezervin tamamını bankalara arz etmek zorundadır. Merkez Bankalarının ne kadar rezerv arz edecekleri rezerv talebine bağlı olarak değişecektir (Clews, Salmon ve Weeken, 2010: 295).

Bankalararası para piyasasında rezerv talep doğrusu, koridorun üst (i_d) ve alt (i_r) noktaları arasında negatif eğimlidir çünkü faiz oranları azaldığında ya da yükseldiğinde elde rezerv bulundurma ile ilgili fırsat maliyeti ortaya çıkmaktadır. Buna göre faiz oranları arttığında fırsat maliyeti artmakta ve

rezerv talebi azalmakta, buna karşılık faizler düştüğünde rezerv bulundurmanın fırsat maliyeti azalacağı için rezerv talebi artmaktadır. Toplam rezerv arz miktarı Merkez Bankası tarafından kontrol edilebilir ve koridorun alt ve üst sınırları arasında dikey eksene paraleldir. Bankalararası piyasadaki denge faiz oranı ise arz ve talep doğrularının kesiştiği noktada oluşur (Bernhardsen ve Kloster, 2010: 5).

Koridorun alt ve üst sınırları Merkez Bankası tarafından belirlendikten sonra pozitif bir faiz oranı aralığı (spread) oluşur. Piyasalarda Merkez Bankasının cevap vermesini gerektirecek gelişmeler olduğunda banka, koridoru yukarı ya da aşağı doğru hareket ettirebilir. Ayrıca bankalararası piyasada oluşan faiz oranı, genellikle koridorun orta değerine, yani politika faiz oranına, doğru yaklaşma eğilimindedir (Berentsen ve Monnet, 2008: 3). Merkez Bankası, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası örneğinde olduğu gibi, koridor aralığını da aşağıya ve yukarıya doğru genişletip daraltabilir. Merkez Bankası, koridorun üst sınırı ve politika faiz oranı sabit tutulurken alt sınırını aşağıya doğru genişletebilir. Bunu yaptığında bankalararası piyasadaki faiz oranı aşağı doğru inecektir. Ya da koridorun alt sınırı ve politika faiz oranı sabit tutulurken üst sınır yükseltirirse bankalararası piyasadaki faiz oranı yükselme eğilimine girecektir. Merkez Bankası'nın bu şekilde davranması bankaların, piyasadaki kaynak kullanma maliyetlerini etki-

leyecek ve koridorun genişliği büyük olduğu için maliyetin ne olacağı belirsizleşecektir. Bu koşullarda, bankalar kaynak kullanırken daha temkinli davranacakları için verecekleri kredileri azaltma eğilimine girebilirler (Ersel, 2012: 28-29).

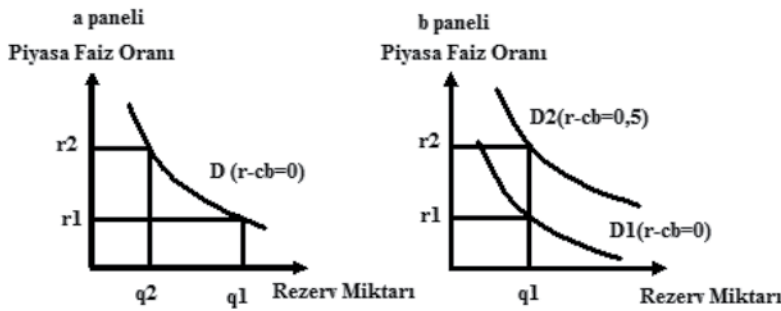
Faiz oranları dışında rezerv talebini etkileyen diğer unsurlar ise ekonominin genişlemesi ve buna bağlı olarak ödeme akımlarının artmasıdır. Ayrıca finansal istikrarsızlıkların yaşandığı dönemlerde bankalararası piyasanın iyi çalışmaması sistemdeki bankaların rezerv talebini artıracaktır. Çünkü likidite fazlası olan bankalar ellerindeki fazla likiditeyi bankalararası piyasaya sunmamakta, bunun yerine gelecekteki günler için ihtiyaten tutmayı tercih etmektedir (Clews, Salmon ve Weeken, 2010: 293).

Koridor sisteminde herhangi bir Merkez Bankası, politika faiz oranını değiştirmeksizin koridorun üst ve alt sınırlarını değiştirerek bankacılık sistemindeki bankaların Merkez Bankası kaynaklarına erişmesini ya da ellerindeki fazla kaynakları Merkez Bankasına götürmelerini etkilemiş olur (Be-

rentsen ve Monnet, 2008: 5). Merkez Bankası, Şekil 2'den de görüldüğü üzere, belirlediği borç alma ve borç verme faiz oranları ile gecelik borçlanma faizlerindeki dalgalanmayı kontrol altında tutabilmektedir. Ayrıca gecelik piyasalardaki dalgalanmayı önlemek için açık piyasa işlemlerine başvurması gerekmemeyle birlikte açık piyasa işlemleriyle dalgalanmalar daha sıkı bir şekilde kontrol altına alınmış olmaktadır (Kahn, 2010: 15).

Merkez Bankası, piyasadaki likidite miktarını değiştirmeksizin faiz oranlarını değiştirebilmektedir. Geleneksel para politikası uygulamalarında, Merkez Bankaları piyasa faiz oranlarını artırmak istediklerinde bunu açık piyasa işlemleriyle gerçekleştirmektedirler. Ancak koridor uygulamasında açık piyasa işlemlerine gerek kalmaksızın faiz oranlarını yükseltip düşürebilirler. Buradaki temel unsur, Merkez Bankasının bankalar için bir fırsat maliyeti oluşturması ve bu fırsat maliyetindeki artış ve azalışa bağlı olarak, faiz oranlarının miktar değişikliklerine gerek kalmaksızın belirlenebilmesidir. Şekil 2'nin a ve b panelleri bu durumu göstermektedir.

Şekil 2. Geleneksel Para Politikası ve Faiz Koridoru Uygulamasında Faiz Oranlarının Yükseltilmesi



Kaynak: Bowman, Gagnon ve Leahy (2010:47)

Bowman, Gagnon ve Leahy (2010: 25-27)'e göre negatif eğimli olan D eğrisi, bankaların Merkez Bankası'nda tutmak istedikleri rezervleri temsil etmektedir. Bu rezervlerin tutulmak istenmesinin temel nedenleri, eğer zorunlu karşılık uygulaması varsa bunların zamanında karşılanması ve borçların zamanında kapatılmasının sağlanmasıdır. D eğrisinin negatif eğimli olmasının temel nedeni ise fırsat maliyetidir. Artan faiz oranları fırsat maliyetini yükselttiği için bankaların Merkez Bankasında tutmak istedikleri rezerv miktarı azalacaktır. Aynı şekilde azalan faiz oranları da fırsat maliyetlerini düşürdüğü için bankaların Merkez Bankasında tutmak istedikleri rezerv miktarını artıracaktır. Bura-

da tanımlanan fırsat maliyeti, bankaların piyasaya kredi verirken elde edebilecekleri faiz oranı ile Merkez Bankasına yatırdıklarında elde edebilecekleri faiz geliri arasındaki farka eşittir.

Şeklin a panelinde Merkez Bankası, bankalara Merkez Bankasındaki hesapları için herhangi bir faiz ödemesinde bulunmamaktadır. Dolayısıyla D doğrusu sadece piyasa faiz oranlarıyla negatif yönlü bir ilişki içerisindedir. Merkez Bankası, piyasa faiz oranlarını artırmak istediğinde açık piyasa satışıyla bankaların ellerindeki fazla rezervleri alarak bu işlemi gerçekleştirir. Bu durum geleneksel para politikalarındaki uygulamadır. Buna kar-

şılık koridor uygulamasında Merkez Bankası, fazla rezervler için belirli bir faiz ödemesinde bulunduğu da piyasa faiz oranlarını yatay eksende yer alan q değerini değiştirmeksizin, yani herhangi bir açık piyasa işlemine başvurmaksızın, yine değiştirebilir. Bunun için Merkez Bankası'nın bankaların fazla rezervleri için belirli bir miktar faiz ödemesinde bulunması yeterlidir. Şöyle ki Merkez Bankası, fazla rezervler için ödediği faiz oranlarını arttırdığında, bankaların piyasa faiz oranı üzerinden elde edecekleri faiz getirisi ile Merkez Bankasından fazla rezervlerinden dolayı elde edecekleri faiz getirisi arasındaki fark (spread) her bir faiz oranı düzeyinde azalacaktır, yani fırsat maliyeti düşecektir. Bu da bankaların Merkez Bankasında tutmak istedikleri rezervleri gösteren D eğrisinin yukarı doğru kaymasına neden olacak ve $D2$ konumuna yükselecektir. Burada D eğrisi yukarıya doğru kaymaktadır çünkü Merkez Bankası fazla rezervler için faiz ödemesinde bulunduğu için bankalar aktiflerindeki menkul kıymetleri ellerinden çıkararak Merkez Bankası'nda tuttukları rezervleri artıracaktır. Bankaların bu davranışları menkul kıymetlerin fiyatlarının düşmesine fakat faiz oranlarının yükselmesine ve kredilerde azalmalara neden olacaktır. Sonuçta Merkez Bankası, piyasa faiz oranındaki hedeflediği değişimi, toplam rezervleri değiştirmeden (ya da açık piyasa işlemleri yoluyla bilanço büyüklüğünü değiştirmeden), fazla rezervler için yaptığı faiz ödemesini değiştirerek gerçekleştirebilmektedir.

Koridorun alt sınırını oluşturan Merkez Bankası'nın borçlanma faiz oranının, bankalararası para piyasasındaki faiz oranı için bir alt sınır olabilmesi için sistemdeki tüm kurumların Merkez Bankası sistemine girebilmesi gerekir. Eğer bazı kurumlar ellerindeki fazla fonları Merkez Bankasına yatırmıyorlarsa koridorun alt limiti bankalararası piyasadaki faiz oranı için bir taban oluşturamayacaktır. Çünkü sisteme giremeyen diğer kurumlar daha düşük faiz oranı üzerinden likidite ihtiyacı duyan bankalara fon kullanırlar. Böyle bir durumda Merkez Bankası tarafından belirlenen koridorun alt sınırının etkin bir şekilde çalışabilmesi, bankaların Merkez Bankacılığı sistemine giremeyen diğer kurumlardan borçlanabilme imkânlarına bağlı olacaktır. Nitekim hem İngiltere Merkez Bankası (BoE) hem de Amerikan Merkez Bankası (FED) böyle bir durumla karşılaşmıştır. Yani bankalararası piyasadaki borçlanma faizleri FED ve BoE'nin bankaların fazla rezervleri için

belirlediği faiz oranından daha düşük olarak belirlenmiştir (Bowman, Gagnon ve Leahy, 2010: 2).

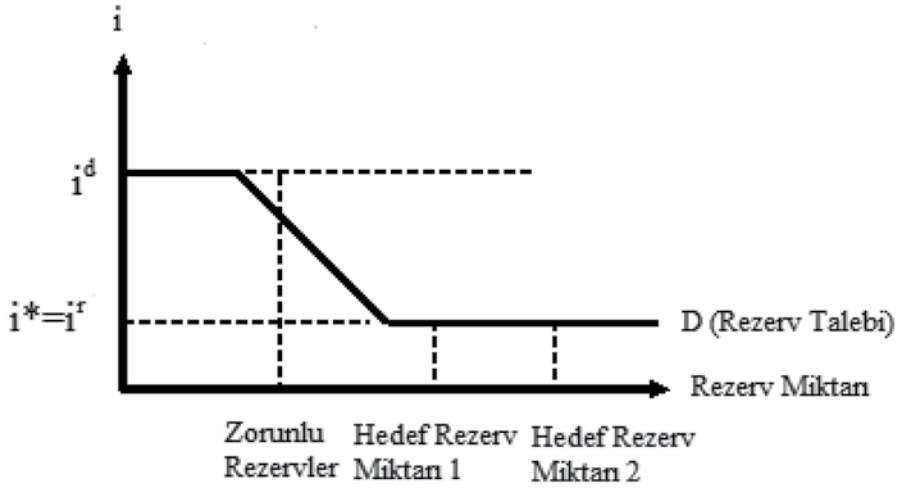
3. Koridor Sisteminin Bir Uç Durumu Olarak Taban Sistemi

Koridor sisteminde politika faiz oranları ile rezerv miktarı arasındaki ilişki her ne kadar azalmış olsa bile bazı durumlarda devam etmektedir. Yani Merkez Bankası, koridor içerisinde hedeflediği politika faiz oranlarının devamlı aynı düzeyde kalabilmesi için bankaların rezerv taleplerini devamlı karşılamak zorundadır. Bankaların gün içi rezerv gereksinimleri bazen Merkez Bankasında tuttukları rezervlerin üzerine çıkabilir. Politika faiz oranına ilişkin hedefi olan bir Merkez Bankası artan likidite talebinin bankalararası faiz oranını politika faiz oranının üzerine doğru çok fazla itirmesine müsaade etmemek için gün içinde gerekli olan likidite ihtiyacını karşılamak amacıyla rezerv arzını genişletir ve gün sonunda fazla rezervleri tekrar piyasadan çeker. Amaç piyasa faiz oranını politika faiz oranına yaklaştırmaktır. Dolayısıyla bu mekanizma içerisinde politika faiz oranları ile rezerv miktarı ya da rezerv yönetimi arasında yakın bir ilişki söz konusudur. Ancak gün içi rezerv arzında aşırı artışlar olursa bu durum bankalararası piyasadaki faiz oranlarının politika faiz oranının altına düşmesine neden olur. Nitekim Amerika Birleşik Devletleri'nde yaşanan 11 Eylül 2001 tarihli terör eyleminden dolayı FED önemli oranda piyasaya rezerv arzında bulunmuş ve artan rezervler faizleri aşağı itmişti. Son finansal kriz döneminde de, İngiltere'de krize karşı verilen tepkide BoE takip ettiği miktarsal genişleme politikası gereği piyasadan önemli oranda menkul kıymet satın aldığı için, piyasadaki likiditenin aşırı boyutlara ulaşmasına neden olmuş ve piyasa faiz oranları hedeflenen düzeyin altına düşmüştür. Tam bu noktada, aslında koridor sistemi içerisinde yer alan ve koridor sisteminin uç bir durumunu ifade eden taban (floor) sistemi devreye sokulmuştur. Taban sistemi Merkez Bankalarının politika faiz oranlarını daha rahat yönetebilecekleri bir çerçeve sunmaktadır. Çünkü bu sistemde rezerv miktarı ile politika faiz oranı arasındaki bağ koparılmış olmaktadır ve Merkez Bankası rezerv arzını istediği kadar artırabilir ve rezervlerdeki bu artış politika faiz oranları üzerinde aşağı yönlü herhangi bir baskı oluşturmaz (Keister, Martin ve McAndrews, 2008: 42).

Taban yaklaşımının koridor yaklaşımından farkı, hedeflenen politika faiz oranı ile Merkez Bankası'nın bankalardan borçlanırken uyguladığı faiz oranının birbirine eşit olmasıdır. Bu iki faiz

oranının devamlı bir şekilde birbirine eşit olabilmesi içinde piyasadaki rezerv miktarının önemli oranda bulunması gerekir (Bernhardsen ve Kloster, 2010: 6).

Şekil 3. Taban Sisteminde Faiz Koridoru



Kaynak: Keister, Martin ve McAndrews (2008: 51)

Şekil 3'den de görüldüğü üzere, taban sisteminde politika faiz oranı ile Merkez Bankasının borç alma faiz oranını eşitleyen belirli bir rezerv miktarının ötesinde rezerv miktarının artması ya da azalması politika faiz oranı üzerinde herhangi bir etki meydana getirmemektedir. Özellikle bankalardaki likiditenin bol olduğu dönemlerde Merkez Bankası, likidite yönetiminden bağımsız bir şekilde faiz politikasını yürütebilme fırsatını elde etmiş olmaktadır.

Taban sistemi içerisinde piyasa faiz oranları, Merkez Bankasının borçlanma faiz oranının üzerinde olacaktır. Merkez Bankaları, kendileri tarafından bankalara ödenen risksiz faiz oranları üzerinde tam kontrole sahip olabilirler fakat piyasada hem işlem maliyetlerinden dolayı hem de riskten dolayı piyasa faiz oranları yükselme eğilimi içindedir. Normal zamanlarda piyasa faiz oranı ile fazla rezervler için ödenen faiz oranı arasındaki fark genellikle düşük olur. Fakat piyasalarda çalkantı olduğunda piyasa faiz oranları hızlı bir şekilde yükselir (Ennis ve Keister, 2008: 259).

Koridor sistemi 2000'li yılların başından itibaren birçok Merkez Bankası tarafından uygulanmasına rağmen, özellikle politika faiz oranları ile rezerv miktarı arasındaki bağdan dolayı uygulamada

bazı olumsuz durumların oluşabileceği ileri sürülmektedir. Merkez Bankalarının sadece fiyat istikrarı hedefleri yoktur aynı zamanda ödemeler sisteminin de aksamadan çalışmasını isterler. Eğer bir Merkez Bankası aynı anda hem koridor uygulaması çerçevesinde faiz oranlarına ilişkin bir hedef belirliyor hem de bankaların gün içi likidite ihtiyaçlarını devamlı karşılamaya devam ediyorsa faiz hedefi ile ödemelerin aksamadan devam ettirilmesi hedefi arasında bir çatışma olabilir. Yukarıda BoE için verilen örnekte olduğu gibi, bankaların likidite ihtiyaçlarının karşılanması için bankalara sunulan rezervler piyasa faiz oranının hedeflenen düzeyin altına düşmesine neden olmuştur (Keister, Martin ve McAndrews, 2008: 47).

4. Kanada, Yeni Zelanda ve İngiltere Merkez Bankalarının Ülke Uygulamaları

Son finansal kriz döneminde Merkez Bankalarının olağan dışı müdahaleleri ve bu bağlamda para arzının artırılması, Merkez Bankasının en son ödünç veren olma rolünün genişletilmesi, ekonomideki belirli sektörlerle yönelik olarak doğrudan kredi kolaylıklarının sağlanması (Walsh, 2011: 432) gibi uygulamalar koridor sistemi üzerinde daha fazla durulmasına neden olmuştur. Bunun temel nedenlerinden birisi piyasalarda artan likiditeden dolayı

Merkez Bankalarının politika faiz oranını yönetmekte zorlanmaları ve yeni politika arayışlarına girmeleridir. Birçok Merkez Bankacısına göre koridor sistemi esnek bir sistemdir ve Merkez Bankasına faiz oranlarının yönetilmesinde çok geniş bir alan sunmaktadır.

4.1. Kanada Merkez Bankası

Kanada Merkez Bankası, yaklaşık 20 yıldır para politikalarını enflasyon hedeflemesi çerçevesinde yürüten merkez bankalarından birisidir. Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının Banka'yı daha güvenilir hale getirdiği ve bankanın son finansal kriz döneminde yürüttüğü politikaların hem krizin yönetilmesi hem de ekonomik canlanmanın sağlanması açısından önemli performans gösterdiği ileri sürülmektedir (Murray, 2012: 1-2).

Banka, aynı zamanda para politikası uygulamalarında koridor sistemini ilk uygulayan bankalar arasında da yerini almıştır. Koridor sistemine yönelik ilk adımlar, 1990'ların sonlarında Kanada Ödemeler Birliği'nin (The Canadian Payments Association – CPA) büyük hacimli ödemelerin transferi için 4 Şubat 1999 tarihinde oluşturduğu Yüksek Hacimli Transfer Sistemi (The Large Value Transfer System – LVTS) adı verilen bir elektronik ağ sistemiyle birlikte atılmıştır. Ödemelerde yeni bir sistemin devreye sokulması para politikasının uygulanmasında da bir takım değişikliklerin yapılmasına neden olmuş ve günümüzde de devam eden operasyonel yapının temelleri atılmıştır (Bank of Canada, 2010b).

Sistemin temelinde piyasadaki katılımcıların Kanada Merkez Bankası'na çok başvurmadan rezerv ihtiyacı içinde olduklarında ya da rezerv fazlaları olduğunda gerek duydukları işlemleri kendi aralarında halletmelerinin sağlanmasına yöneliktir. Merkez Bankası, para politikalarını, devamlı gözetim ve kontrol altında tuttuğu LVTS ağ sistemi içerisinde yürütmektedir. Sisteme, Merkez Bankası ile birlikte 14 finansal kuruluş doğrudan katılmakla birlikte, sistem içerisinde bu 14 kuruluşla işbirliği içinde olan yaklaşık 110 üye daha vardır (Engert, Gravelle ve Howard, 2008:4).

LVTS kurulmadan önce finansal kurumlar arasındaki ödemelerin kapatılmasında, çek ve senet gibi kâğıda dayalı ödeme araçlarının olmasından dola-

yı büyük bir belirsizlik söz konusuydu. Her bir kurumun diğer kurumlara olan ödemeleri ve kurumlardan kendisine yapılacak ödemelerin ve API işlemlerinin net sonucu ancak bir diğer iş gününde bilinebilmekteydi. Fakat LVTS içerisinde, ileri düzey bilgisayarların olduğu elektronik bir ağın kullanılmasından dolayı, bütün kurumların pozisyonları anında görülebildiği için, tüm işlemlerin net sonucu aynı günün sonunda hemen belli olmaktadır. Dolayısıyla LVTS içerisinde Merkez Bankası, gecelik faiz oranlarını daha rahat bir şekilde etkileme şansını elde etmiştir (Bank of Canada, 1995: 1).

Buna karşılık, LVTS sisteminde, sistemdeki kurumlar, sistem içerisindeki pozisyonlarını her gün kesin bir şekilde bilebilmektedir. Bu durumun finansal sistemin karşı karşıya kalabileceği sistemik riski önemli oranda azalttığı ileri sürülmektedir. Sistem ayrıca, katılımcılara nihai ödemeler için fonların koşulsuz bir şekilde elde edilebilir olmasını da sağlamaktadır. Bu durum özellikle ödeme miktarının yüksek olduğu ve tam zamanında yapılması gerektiğinde hayati öneme sahiptir ki LVTS'nin kurulmasının ardındaki temel nedenlerden birisi de budur; nihai ödemelerin yapılmasında herhangi bir aksaklık olma olasılığının ortadan kaldırılması hedeflenmiştir. Gün içinde birbirlerine borçlu olan kesimler LVTS'nin kendileri için sağlamış olduğu kolaylığı kullanarak nihai ödemelerini gerçekleştirebilirler. Bundan dolayı ödemelerin zamanında yapılıp yapılmayacağına ilişkin belirsizlik ortadan kalkmış olacaktır (Dingle, 1998: 39).

Kanada Merkez Bankası, LVTS'de işlemler bittikten sonra günün sonunda pozisyon açığı olan bankalara borç vermekte, pozisyon fazlası olan bankalara da belirli bir faiz oranında ödemede bulunmaktadır. Bankalara borç verirken uyguladığı faiz oranı, Banka Oranı (Bank Rate) olarak adlandırılmaktadır ve koridorun üst sınırını oluşturmaktadır. Buna karşılık bankaların fazla rezervleri için ödenen faiz oranı da koridorun alt sınırını oluşturmaktadır. Bankalar Merkez Bankası'ndan borçlanırken geçerliliği kabul edilen (eligible) menkul kıymetleri teminat olarak yatırmak zorundadır (Bank of Canada, 1995). Koridorun üst ve alt limitlerinin tam orta noktasında ise gecelik faiz oranları için belirlenen (hedeflenen) politika faiz oranı yer almaktadır (Howard, 1998: 58). Koridor 50 baz puan genişliğindedir ve hedef faiz oranı koridorun

tam orta noktasındadır; koridorun alt ve üst limitleri, hedef oranın 25 baz puan üzerinde ve altındadır (Bank of Canada, 2012).

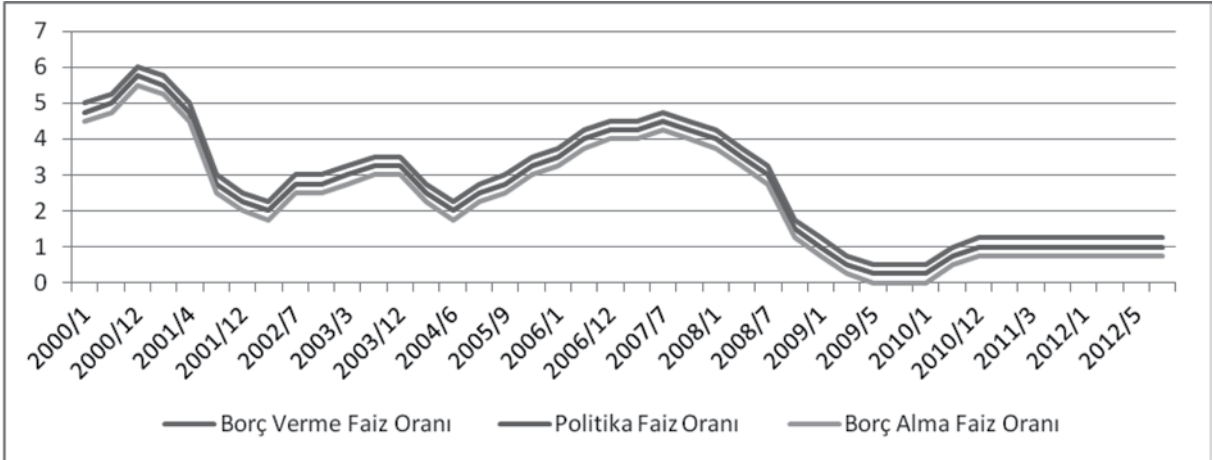
Koridor içerisinde yer alan politika faiz oranlarının değiştirilmesi para politikasının ilk aktarma kanalını oluşturur. Politika faiz oranının değiştirilmesinin ardından sırasıyla ekonomideki toplam harcama düzeyinin ve buna bağlı olarak da enflasyon oranının etkileneceği kabul edilmektedir. Kanada Merkez Bankası ayrıca, politika faiz oranında değişiklik yaparak likidite ihtiyacı içindeki finansal kurumlara da yardımcı olmaktadır (Bank of Canada, 2010b). Merkez Bankası'nın bu açıklaması, faiz koridorunun hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar hedefine yönelik olarak uygulandığını göstermektedir.

Kanada Merkez Bankası'nın rutin olarak koridorun üst sınırından bankalara borç vermesi, Merkez Bankası'nın en son ödünç veren merci (lender of last resort) rolünden de kaynaklanmaktadır. Piyasaya sunulan likiditenin son kaynağı olarak Merkez Bankası, normal zamanlarda ve günlük baz-

da piyasanın likidite ihtiyacını koridorun üst sınırından bankalara borç vererek yerine getirmektedir. Bunun yanında, Kanada Merkez Bankası, acil kredi desteği (emergency lending assistance) olarak adlandırdığı bir uygulamayla da, koridor uygulamasının dışında, borcunu ödeyebilecek durumda olan fakat yine de uzun vadeli ve yüksek oranda kredi desteğine ihtiyaç duyan bankalara gerekli likiditeyi sağlamaktadır. Merkez Bankası'nın, koridor uygulaması ve acil kredi desteği dışında en son ödünç veren merci olma rolünü yerine getirdiği bir diğer politika ise, özellikle finansal çalkantı ve kriz dönemlerinde sistemin tümüne likidite sağlamak amacıyla finansal kurumların ellerindeki varlıkları satın alarak onlara vermiş olduğu destektir (Bank of Canada, 2010a: 49).

Grafikten de görüleceği üzere, koridorun genişliği 50 baz puan olarak korunmaktadır. Son finansal kriz döneminde koridorun bütün değerleri aşağı doğru düşürülmüş, 2010 yılının Mayıs ayından itibaren ise tekrar yükseltilmiştir. Kanada'daki para politikası uygulamalarında, zorunlu rezerv oranı uygulaması yoktur.

Grafik 1. Kanada'da Faiz Koridoru



Kaynak: Grafik, Kanada Merkez Bankası (<http://www.bankofcanada.ca/rates/interest-rates/canadian-interest-rates/>)'ndan alınan veriler kullanılarak çizilmiştir.

Merkez Bankası, koridorun üst ve alt sınırları ile politika faiz oranına ilişkin olarak bir takım değişikliklerde bulunmak istediğinde, bunun duyurusunu iş gününün erken saatlerinde yapar. Bankalararası piyasadaki faiz oranı hedeflenen politika faiz oranından sapma gösterdiğinde, Merkez Bankası gün içinde piyasaya müdahale ederek piyasa faiz oranını hedeflenen orana yaklaştırmaya çalışır. Gecelik faiz oranları hedeflenen oranın altına indiğinde ya da üstüne çıktığında Merkez Bankası açık piyasa işlemleri çerçevesinde repo ve ters

repo işlemleri² yaparak gecelik faiz oranları için hedeflediği oranı yakalamaya çalışır (Bank of Canada, 1996). Şekil 1 üzerinden ifade etmek gerekirse, Merkez Bankası açık piyasa işlemleri aracılığıyla

2 Kanada'da açık piyasa işlemleri, Özel Satın Alma ve Yeniden Satış Anlaşmaları (Special Purchase and Resale Agreements - SPRAs) ve Satım ve Geri Alım Anlaşmaları (Sale and Repurchase Agreements - SRAs) olarak adlandırılmaktadır (Bank of Canada).

lığıyla dikey konumdaki rezerv arz doğrusunu gerektiğinde sağa ya da sola doğru hareket ettirecektir. Kanada Merkez Bankası, sabah saat 09.00 ci varlarında bankalararası piyasada geçerli olacak faiz oranı için hedeflediği oranın duyurusunu yapar. Öğlene doğru, saat 11.45 sularında, eğer hedeflenen düzey ile gerçekleşen düzey arasında bir fark oluşmuşsa Merkez Bankası açık piyasa işlemleriyle sisteme müdahale eder. Buna göre bankalar arasındaki faiz oranı hedeflenen politika faiz oranının üzerinde çıkmışsa açık piyasa işlemleriyle (SPRAs) piyasaya fon sunar. Buna karşılık bankalararası piyasadaki faiz oranı hedeflenen düzeyin altına düşmüşse açık piyasa işlemleriyle (SRAs) piyasadaki fazla fonları çeker. Eğer piyasa faiz oranı ile politika faiz oranı birbirlerine çok yakın iseler Banka piyasaya müdahale etmemektedir (Bank of Canada, 2010b).

Kanada Merkez Bankası, koridor sistemini uygularken, LVTS'yi yakından takip etmektedir. Bunu hem finansal riskin LVTS içerisinde tam olarak kontrol edilip edilmediğini görmek hem de kanal sistemi çerçevesinde uyguladığı para politikalarını daha etkin bir şekilde uygulamak için yapmaktadır. LVTS içerisinde ödeme yükümlülüğünü yerine getiremeyen katılımcı, nihai ödemesini zamanında yerine getirmesi için Merkez Bankasına başvurabilir ki Merkez Bankası zaten bu durumlarda gerekli fonu sağlayacağını, en son ödünç veren merci olması (lender of last resort) dolayısıyla, garanti etmektedir (Dingle, 1998: 52). Dolayısıyla Kanada Merkez Bankası, bir taraftan LVTS'yi yakından takip ederek diğer taraftan koridor sistemini kullanarak, aynı anda hem finansal istikrara hem de fiyat istikrarına odaklanmaya çalışmaktadır.

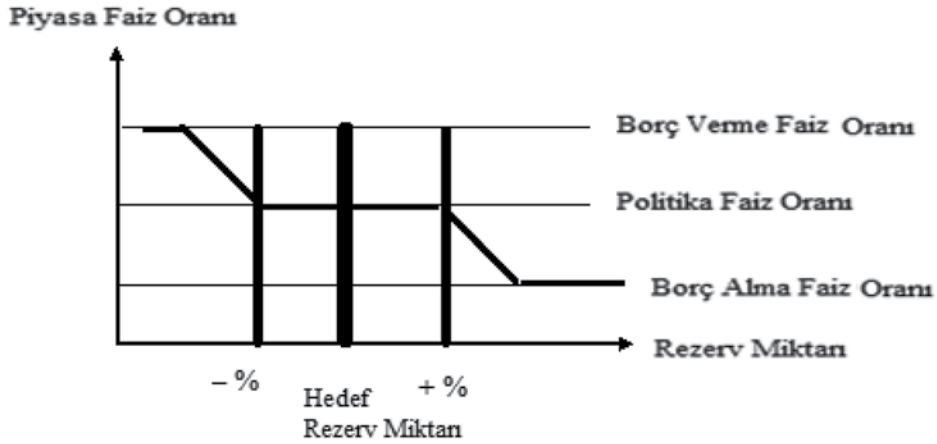
4.2. İngiltere Merkez Bankası

İngiltere Merkez Bankası (Bank of England - BoE) da enflasyon hedeflemesi yaklaşımını ilk uygulayan Merkez Bankaları arasında yer almaktadır. Diğer Merkez Bankaları gibi para politikalarının öncelikli hedefi fiyat istikrarını sağlamak ve finansal istikrara katkıda bulunmaktır. Finansal istikrara katkıda bulunma amacı zaman içerisinde para politikası stratejilerinde bir takım değişikliklerin yapılmasına neden olmuştur.

BoE, para politikalarının daha etkin şekilde yürütülmesi amacıyla koridor sistemini 27 Haziran 2001 tarihinden itibaren uygulamaya başlamıştır. Bu tarihe kadar, borç verme desteği çerçevesinde bankalara belirli bir faiz oranından borç veren BoE, bu tarihinden itibaren bankaların ellerindeki fazla rezervleri Merkez Bankası'na yatırmaları durumunda faiz geliri elde etmelerini mümkün kılarak (Bowman, Gagnon ve Leahy, 2010: 12) bir faiz koridoru oluşturmuştur.

Mayıs 2006'ya kadar olan süreçte BoE, para politikalarını yürütürken bir taraftan bankaların rezerv ihtiyaçlarını açık piyasa işlemleriyle karşılamaya devam etmiş, diğer taraftan koridor uygulamasıyla piyasa faiz oranlarını politika faiz oranlarına yakın bir yerlerde tutmaya ve aşırı dalgalanmasını önlemeye çalışmıştır. Fakat süreç içerisinde piyasa faiz oranları aşırı ölçüde dalgalanmaya ve politika faiz oranından sapmaya başlayınca BoE, para politikalarının uygulama sürecinde bir takım değişikliklere gitmiştir.

İlk değişiklik 2006 yılının Mayıs ayında gerçekleştirilmiştir. Yapılan değişiklik, koridor sistemini korumakla birlikte, bankaların Merkez Bankası'nda tutacakları rezervlerin yönetiminde bir takım yenilikler getirmiştir. Buna göre bankalar, ortalama rezerv tayini (reserve averaging) olarak adlandırılan sisteme göre, bir aylık bir süre zarfında Merkez Bankası'nda ne kadar rezerv tutacaklarını kendileri gönüllü olarak belirleyecek, Para Politikası Kurulu'nun iki oturumu arasındaki bir aylık süreyi kapsayan rezerv tesis süreci (reserve maintenance period) içerisinde Merkez Bankası bu rezervler için bankalara politika faiz oranı (Bank Rate) üzerinden bir faiz ödemesinde bulunacaktır. Merkez Bankası'nın fazla rezervler için faiz ödemesinde bulunması BoE'nin tarihinde bir ilki temsil etmektedir (Tucker, 2004: 361-362). Şekil 4 üzerinde yer alan Hedef Rezerv Miktarı, bankaların kendileri tarafından gönüllü olarak belirlenen rezerv miktarını ifade etmektedir. Bu miktarın sağındaki ve solundaki kesikli çizgiler hedeflenen rezervlerin, içerisinde yer alacağı sınırları tayin eder. Yani eğer bir banka hedeflediği rezerv miktarını bu sınırlar içerisinde oluşturabilirse bu rezervlere Merkez Bankası politika faiz oranı üzerinden faiz ödemesinde bulunacaktır. Sınırların genişliği her iki yönde önce % 1 olarak belirlenmiş fakat daha sonra bu oran düşürülmüştür.

Şekil 4: 2006 – 2009 Döneminde İngiltere’de Koridor Sistemi

Kaynak: (Bank of England, 2012: 5)

Eğer bir banka hedeflediği miktarın üzerinde ya da altında (kesikli çizgilerle belirtilen sınırların dışında) bir rezerve sahipse ne olacaktır? Fazla rezervi olan banka bunu bankalararası piyasada diğer bankalara borç olarak verebilir. Aynı şekilde rezerv eksikliği olan bankalar da yine bankalararası piyasada diğer bankalardan borçlanabilir. Bankalararası piyasadaki faiz oranlarının en düşük ve en yüksek seviyesi ne olacaktır? Koridor sistemi tam da bu noktada devreye girmekte ve hem para politikalarının daha etkin bir şekilde yürütülmesini hem de bankaların daha etkin bir likidite yönetimini gerçekleştirmelerini sağlamaktadır. Bankalararası piyasadaki faizler için en düşük seviye Merkez Bankası’nın borçlanma faiz oranı iken, en yüksek seviye ise Merkez Bankası’nın borç verme faiz oranıdır (Clews, Salmon ve Weeken, 2010: 297). Merkez Bankası, belirlemiş olduğu üst ve alt sınır üzerinden, gecelik piyasada bankalara hem borç verme hem de borç alma açısından destek sunduğu için bu sistem operasyonel daimi destekler (operational standing facilities) olarak adlandırılmaktadır. Bankalararası piyasada belirlenecek faiz oranı, operasyonel daimi destek politikası gereği belirlenen üst ve alt limit içerisinde ve politika faiz oranına yakın bir yerlerde belirlenecektir.

Bu bağlamda, BoE tarafından yürütülen para politikalarının genel çerçevesini çizen operasyonel daimi destekler olarak adlandırılan koridor sistemine yüklenen iki temel rol söz konusudur. İlki, bankalararası piyasadaki faiz oranının politika faiz oranından uzaklaşmasının ve aşırı dalgalanmasının önüne geçmek için bir arbitraj mekanizması oluşturmaktır. Bu açıdan operasyonel daimi destek-

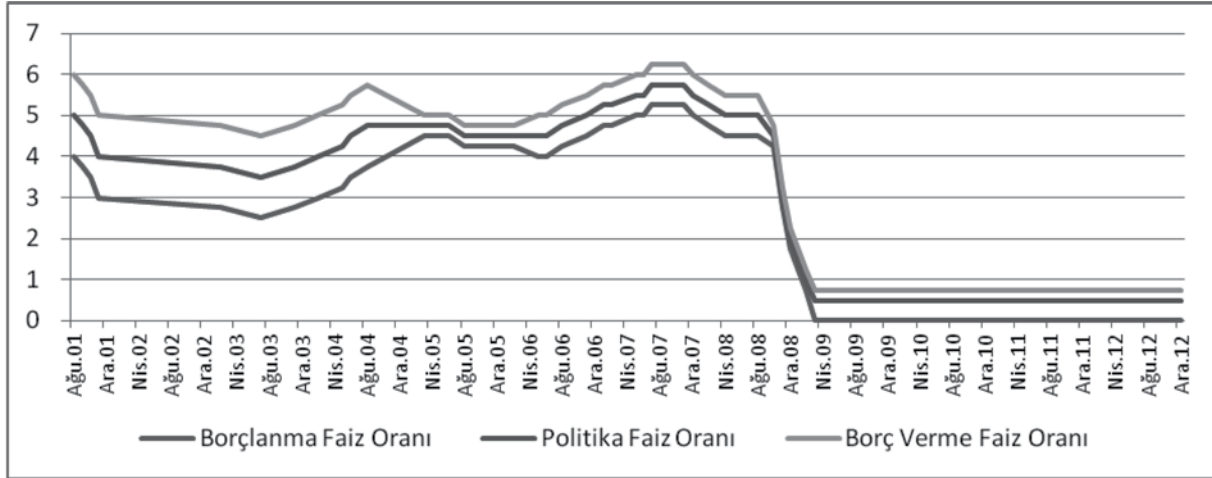
ler, para politikalarının önemli bir parçasını oluşturmaktadır. İkincisi ise, bankaların beklenmedik ödeme şokları karşısında bu şokları kolay bir şekilde yönetmesine yardımcı olmak, katkıda bulunmaktır. Bankaların karşılaşılabilecekleri problemler ya bankalardaki teknik problemlerden kaynaklanabilir ya da sistemdeki ödemelerden ve hesapların kapatılmasına ilişkin problemlerden kaynaklanabilir. Her iki durumda da, operasyonel daimi destekler, bankalara bu şokları yönetmelerinde yardımcı olacaktır (BoE, 2012:10). Yani operasyonel daimi destekler, aynı anda hem fiyat istikrarına hem de finansal istikrara yönelik olarak uygulanabilecektir.

BoE, 2006 yılında uygulamaya koyduğu yeni sistemde de, son finansal krizin getirmiş olduğu bazı sorunlardan dolayı, 2009 yılının Mart ayında, bir takım değişiklikler yapmak zorunda kalmıştır. Son finansal krizle birlikte BoE, miktarsal genişleme politikalarından dolayı, önemli oranda varlık satın almak zorunda kalmış ve sisteme önemli oranda likidite sunmuştur. Temel amacı iktisadi faaliyetleri canlandırmak ve ekonomiyi durgunluktan çıkarmak olan miktarsal genişleme politikaları da Para Politikası Kurulu’nun bir politika kararıdır fakat Kurul’un bu kararı bankalararası piyasadaki faiz oranının yine Kurul tarafından belirlenen politika faiz oranından sapmasına ve daha düşük düzeylerde oluşmasına neden olmuştur. Piyasaya sürülen aşırı miktardaki likidite piyasa faiz oranlarını politika faiz oranının altına itmiş ve piyasa faiz oranı hedeflenen düzeyin altına düşmüştür. BoE, bu yeni durumda koridor sisteminde bir takım değişikliklere gitmiş ve taban (floor) sistemi olarak

adlandırılan sisteme geçmiştir. Yeni durumda tüm rezervlere politika faiz oranı üzerinden faiz ödenecek fakat borç alma faiz oranı % 0 düzeyine çekilecektir. Koridorun alt sınırı politika faiz oranıdır ve bankaların Merkez Bankası'ndaki rezervlerine bu oran üzerinden faiz ödenecektir. Yine yapılan bu değişiklik gereği bankalar, herhangi bir rezerv hedefi tayin etmeyecektir. Bir önceki sistemde BoE açık piyasa işlemleri yoluyla bankalara kendileri tarafından tayin edilen rezerv miktarına ulaşmaları için yardımcı oluyordu. Artık yeni uygulamayla birlikte bankalar herhangi bir rezerv tayin etmeyecekleri için kısa vadeli açık piyasa işlemleri de hedeflenen rezervlerin tamamlanması için kullanılmayacaktır. BoE, finansal sistemin ihtiyaç duyacağı likiditeyi sisteme sürmeye devam ettiği müddetçe bankalararası piyasadaki faiz oranı koridor içerisinde kalmaya devam edecektir (BoE, 2012: 9). Yeni sistem sayesinde BoE, likidite yönetimi ile para politikasını birbirinden ayırmıştır. Piyasadaki likidite miktarı ne kadar artarsa artsın, piyasa faiz oranı koridorun içerisinde kalmaya devam edecektir.

Koridorun uygulamasını 2001 yılında başlatan BoE, yukarıda da değinildiği üzere, günümüze kadar hem koridorun genişliği üzerinde hem de koridor sisteminin kendisinde bazı değişikliklere gitmiştir. İlk günlerde hem koridorun alt sınırı hem de üst sınırı, resmi repo oranının (official repo rate – ilk politika faiz oranı idi) 100 baz puanı yukarısında ve aşağısında belirlenerek koridorun genişliği 200 baz puanı olarak tayin edilmiştir. Daha sonra 14 Mart 2005 tarihinde koridorun genişliği 50 baz puana düşürülmüştür. BoE, 2006 yılının Mayıs ayında para politikası stratejisinde önemli değişiklikler gerçekleştirerek politika faiz oranı olarak resmi Banka Oranı (official Bank Rate) olarak adlandırdığı yeni bir oran tayin etmiş ve Mayıs 2006 tarihinden Ekim 2008 tarihine kadar koridorun genişliğini yukarı ve aşağı doğru 100 baz puanı olarak devam ettirmiştir. Ekim 2008 tarihinde para politikalarında yine bir takım değişikliklere gidilmiş ve operasyonel daimi destek (operational standing facility) olarak adlandırılan yeni bir strateji geliştirilmiştir. Bu çerçevede koridorun alt sınırı olan Merkez Bankası'nın borçlanma oranı resmi Banka oranının %25 altında belirlenmiştir.

Grafik 2: İngiltere'de Faiz Koridoru



Kaynak: İngiltere Merkez Bankası'nın <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Pages/default.aspx> adresinden alınan verilerle düzenlenmiştir (Erişim Tarihi: 20.12.2012).

En son, 5 Mart 2009 tarihinde yapılan değişikliklerle BoE, tüm rezervler için bankalara resmi Banka oranında (% 0.5) faiz ödemeye başlamış, buna mukabil borçlanma oranını % 0 düzeyine çekmiştir. Borç verme oranı ise politika faiz oranı olan resmi Banka oranının 0.25 puan üzerindedir (%0.75). Bu çalışmanın yapıldığı Aralık 2012 tarihi itibarıyla oranlar aynı düzeylerinde tutulmaktadır: borçlanma faiz oranı % 0, borç verme faiz oranı % 0.75 ve politika faiz oranı (resmi Banka oranı) 0.50'dir.

BoE (2012: 9), Aralık 2012 itibarıyla, taban sistemi (floor system) olarak adlandırılan koridor sistemini uygulayacağını duyurmuştur. Grafik 2, 2001 tarihinden itibaren koridor genişliği hakkında bilgi vermektedir. Grafikten de görüldüğü üzere, BoE son finansal kriz döneminde koridoru daraltarak ekonominin canlandırılmasına katkıda bulunmaya çalışmıştır.

Yukarıda yapılan açıklamalardan anlaşılabileceği üzere, finansal sistemdeki gelişmeler BoE'nin uygu-

ladığı para politikalarında bir takım değişikliklere neden olmuştur. Özellikle finansal istikrarın Merkez Bankası tarafından giderek daha fazla önemsenmeye başlaması ve para politikaları aracılığıyla finansal istikrara katkı sağlanmak istenmesi İngiltere’de de koridor uygulamasını ön plana çıkarmıştır.

4.3. Yeni Zelanda Merkez Bankası

Yeni Zelanda Merkez Bankası da enflasyon hedeflemesi yaklaşımını ilk uygulayan merkez bankalarından birisidir. Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesi çerçevesi içerisinde faiz oranlarının yönetiminde yeni bir yöntem olarak koridor sistemini uygulayacağını 8 Şubat 1999 tarihinde ilan etmiştir. Banka, resmi nakit oranı (official cash rate) olarak adlandırdığı bir faiz oranını politika faizi olarak belirlediğini ve bu faiz oranını kullanarak fiyat istikrarını sağlamaya çalışacağını belirtilmiştir. Bu faiz oranının, altı haftada bir olmak üzere Banka tarafından gözden geçirileceği ve bu oranın 25 baz puan altında ve üstünde sınırlar belirlenerek bir koridor oluşturulacağı duyurulmuştur. Banka, politika faiz oranının 25 baz puan altında, bankalar tarafından kendisine getirilen fazla rezervler için bir faiz ödemesinde bulunacağını, aynı şekilde bankalara ödünç verirken de yine politika faiz oranının 25 baz puan üzerinde bir faiz işleteceğini duyurarak 50 baz puan genişliğinde bir koridor oluşturmuştur. Merkez Bankası aynı duyuruda, para politikası operasyonlarında yapılan bu değişikliğe gerekçe olarak para politikasının daha rahat uygulanacağını ve iktisadi birimler tarafından daha kolay takip edileceğini belirtmiştir (RBZN, 1999).

Merkez Bankası, bu uygulamayı 2006 yılına kadar devam ettirmiş fakat yeni sistem içerisinde sağlanan likiditenin yeterli olmadığını ve bankaların likidite ihtiyaçlarını daha çok Merkez Bankası tarafından kendilerine sağlanan otomatik repo işlemleriyle karşıladıklarını görmüş ve sistemde bir takım değişikliklere gitmeye karar vermiştir (Bowman, Gagnon ve Leahy, 2010: 20). Merkez Bankası’nın böyle bir değişikliğe gitmesinin ardındaki temel nedenlerden birisi, Yeni Zelanda hükümetinin o dönemlerde takip ettiği politikalarla bütçe fazlası vermesi ve buna bağlı olarak kamu borçlanma kâğıtlarının piyasada giderek azalmasıdır. Otomatik repo kolaylığında bankalar tarafından teminat olarak kullanılabilecek kamu kâğıtlarının azalması piyasada ödemelerin gecikmeli olarak yapılma-

sına yol açmıştır. Neticede bankalararası piyasada faiz oranları hedeflenen düzeyin üzerine çıkmış ve borçlanma faiz oranlarında dalgalanmalar görülmeye başlamıştır ki bu durum para politikalarının yürütülmesine de olumsuz katkıda bulunmuştur (Keister, Martin ve McAndrews, 2008: 53). Bankalararası piyasada karşılaşılan bu tür problemlerden dolayı RBNZ, 2006 yılında sistemde bir takım değişikliklere giderek piyasadaki nakit miktarını artırmaya karar vermiştir. Böylece, bir taraftan finansal sistemdeki likidite yönetiminden kaynaklanan sorunların önüne geçilmiş olacak diğer taraftan para politikası uygulamaları daha etkin bir şekilde gerçekleştirilebilecektir. Likidite yönetimi finansal sistem içerisinde vade dönüşümünü sağlayan bankalar açısından son derece önemlidir ve bankalar zaman zaman bazı likidite problemleriyle karşı karşıya kalabilirler. Bunun temel nedeni ise toplanan kaynakların genellikle kısa vadeli olmasına karşılık verilen kredilerin uzun vadeli olmasıdır. Yeni Zelanda özelinde ise bankaların fon kaynaklarının genellikle kıyı bankacılığının gerçekleştirildiği merkezlerden karşılandığı ve kısa vadeli olduğu belirtilmektedir ki bu durum bankaların likidite riskini daha da artırmaktadır (Hoskin, Nield ve Richardson, 2009:1).

RBNZ, sistemde likidite problemleri ile karşılaşılmasının önüne geçmek için sistemdeki likiditeyi artırmayı amaçlamıştır. Banka, bu amaçla, aşağıda sıralanan değişiklikleri yapacağını duyurmuştur (RBNZ, 2006: 4):

√ Banka, gün içinde yürüttüğü otomatik ters repo kolaylığına 5 Ekim 2006 tarihinden itibaren devam etmeyecektir.

√ Bankaların poliçeleri ve kamuya ait olmayan menkul kıymetler, Merkez Bankası tarafından yürütülen normal para piyasası işlemlerinde kısa süre içerisinde kademeli olarak kaldırılacaktır.

√ Buna karşılık RBNZ, sisteme öncekinden çok daha fazla likidite enjekte edecektir. Öyle ki sistemdeki bütün kurumlar günlük ödeme yükümlülüklerini rahatlıkla yerine getirebilecektir.

√ Merkez Bankası, bankaların ellerinde bulunan fazla rezervlere politika faiz oranının 25 baz puan altında ödemede bulunacaktır.

√ Eğer sistem içerisinde bankalar istedikleri ya da ihtiyaç duydukları rezervleri elde edemezlerse,

Merkez Bankası tarafından sunulan gecelik ters repo imkânından (Overnight Reverse Repurchase Facility – ORRF) belirli bir oranda faiz ödemesinde bulunarak faydalanabilecektir. ORRF imkânından faydalanırken bankaların ödeyecekleri faiz oranı, politika faiz oranının 25 baz puan üzerinde ya da bankaların fazla rezervleri için bankalara ödenen faiz oranının 50 baz puan üzerinde olacak şekilde ayarlanacaktır.

RBNZ, sistem içerisinde gerekli olan likiditenin tamamını sağlayacağını garanti ederken, üç önemli göstergeye bakarak sisteme gerektiği kadar likidite sunmaya çalışmaktadır. Bunlardan birincisi bankalararası piyasadaki faiz oranlarıdır. Merkez Bankası, piyasalardaki faiz oranlarını yakından takip edecek, piyasa faiz oranlarını kendi belirlediği faiz oranı (official cash rate) ile kıyaslayarak piyasadaki likiditenin miktarı hakkında bilgi sahibi olmaya çalışacaktır. Eğer piyasalardaki faiz oranı politika faiz oranından yüksekse piyasada likidite ihtiyacının arttığı, düşükse piyasada faz-

la likiditenin olduğu anlamına gelecektir. Merkez Bankası'nın takip ettiği ikinci gösterge ödemeler sisteminde ödemelerin zamanında yapılıp yapılmamasıdır. Ödemeler belirlenen zamanda yerine getirilebiliyorsa, bu durum piyasadaki likiditenin yeterli olduğu anlamına gelir. Üçüncü gösterge ise bankaların Merkez Bankası'ndan borçlanma sıklıklarıdır. Bankaların sık sık Merkez Bankası kaynaklarına başvurması piyasadaki likiditenin yeterli olmadığı anlamına gelir. RBNZ temelde bu üç değişkene bakarak piyasadaki likiditeyi ayarlar ve son yıllarda Banka'nın temel politikası piyasadaki nakit miktarının oldukça yüksek tutulmasını sağlamak şeklinde olmuştur (Nield, 2008: 7). 2006 yılında yeni sisteme geçilmesiyle birlikte sistemde artan likiditeden dolayı bankalar kendi aralarında giderek daha az borçlandıkları için bankalar arasındaki faiz oranına ek olarak Merkez Bankası döviz piyasasındaki gecelik swap oranlarını da yakından takip etmeye başlamıştır (Bowman, Gagnon ve Leahy, 2010: 21).

Tablo 1: Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın Temmuz 2006'da Başlattığı Yeni Uygulamaya Geçiş Takvimi

Tarih	Borç Alma (Mevduat Oranı)	Borç Verme Oranı (ORRF)	Gecelik Otomatik Repo	Bazı Uygulamaların Kaldırılması
13 Temmuz 2006	OCR – 20 baz puan	OCR + 25 baz puan	OCR + 35 baz puan	Özel Banka Poliçelerinin Otomatik repo işlemlerinden çıkarılması
3 Ağustos 2006	OCR – 15 baz puan	OCR + 35 baz puan	OCR + 40 baz puan	Şirket poliçelerinin ve kamu kâğıtlarının otomatik repo işlemlerinden çıkarılması
24 Ağustos 2006	OCR – 10 baz puan	OCR + 40 baz puan	OCR + 45 baz puan	
14 Eylül 2006	OCR – 5 baz puan	OCR + 45 baz puan	OCR + 50 baz puan	
5 Ekim 2006	OCR (0,5)	OCR + 50 baz puan	–	Hazine bonolarının otomatik repo işlemlerinden çıkarılması

Kaynak: Reserve Bank of New Zealand, 2006: 6.

Yeni Zelanda Merkez Bankası, Temmuz 2006 tarihinden itibaren başlatacağını duyurduğu yeni sistemin uygulama takvimini Tablo 1'deki gibi belirlemiştir. Tablodan da görüldüğü üzere Merkez Bankası süreç içerisinde bankalara fazla mevduat-

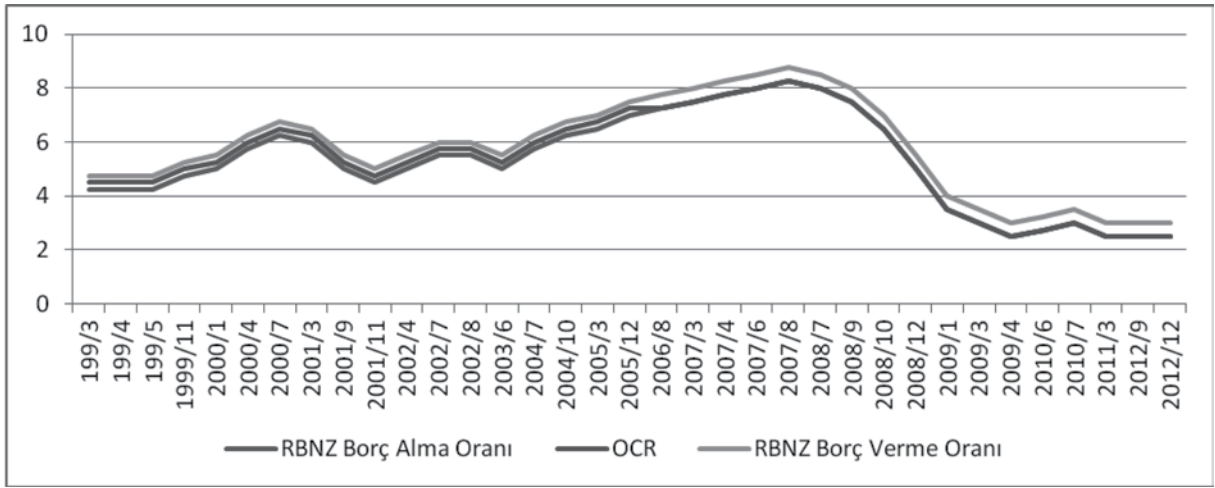
ları için ödeyeceği faiz oranını OCR düzeyine indirmiş, buna karşılık borç verme faiz oranını da OCR + 50 baz puana çıkarmıştır. Banka mevduatları için ödenecek faiz oranının OCR düzeyine çekilmesi koridor sisteminin bir diğer uygulama-

sı olan taban sistemine (floor system) geçildiğini göstermektedir. Yine tablodan görüleceği üzere, koridorun alt ve üst limitleri arasındaki fark 50 baz puan olarak devam etmiştir. Merkez Bankası'nın politika faiz oranlarıyla borçlanma faiz oranlarını aynı düzeyde tutarak başarılı bir politika sürdürebilmesi için de sisteme önemli oranda likidite enjekte etmesi gerekmiştir ki RBNZ bunu önemli oranda başarmıştır. Bu amaçla önemli oranda hazine bonosu ve devlet tahvili alınmıştır.

Koridor uygulamasını 1999 yılında başlatan Merkez Bankası, 2006 Ağustos ayına kadar koridor uygulamasını devam ettirmiştir. 2006 yılında, yu-

karıda da anlatıldığı üzere, finansal sistemde karşılaşılan bazı sorunlardan dolayı koridor sisteminin bir diğer uygulaması olan taban (floor) sistemine geçiş yapmıştır. Taban sisteminde, politika faiz oranı (OCR) ile Merkez Bankası'nın borçlanma faiz oranı birbirine eşittir. Yukarıda da değinildiği gibi, Merkez Bankası'nın taban sistemine geçmesinin nedeni sistemde artan likiditedir. Benzer durum, yukarıda da değinildiği üzere, İngiltere Merkez Bankası uygulamasında da görülmüştü: sistemde likidite miktarı önemli boyutlara ulaştığında Merkez Bankaları, faiz koridorunda taban sistemine geçmektedir.

Grafik 3: Yeni Zelanda'da Faiz Koridoru



Kaynak: Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/statements/0090630.html> sitesinden alınan verilerle oluşturulmuştur.

Grafikten de görüldüğü üzere, koridorun genişliği uygulamanın başladığı ilk günden itibaren 50 baz puan olarak devam etmiştir. 2006 yılında yapılan değişiklikle birlikte taban sistemine geçilmiş fakat koridorun genişliği 50 baz puan olarak korunmuştur. 2003 yılından son finansal krize kadar koridor bir bütün olarak yukarı doğru hareket ettirilmiş, son finansal krizle birlikte koridor aşağı doğru hareket ettirilmiştir. Diğer Merkez Bankaları da aynı dönemde benzer tepkiyi vermiştir. Bu çalışmanın yapıldığı Aralık 2012 itibariyle elde edilen son verilere göre (Rezerve Bank of New Zealand, <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/statements/0090630.html>, Aralık, 2012) OCR ve Merkez Bankası'nın borçlanma oranı %2,5 iken, borç verme oranı % 3 düzeyindedir.

5. Sonuç

1980 sonrası süreçte öne çıkan temel değişimler-

den birisi finansal piyasaların ulusal ve uluslar arası alanda etkisini giderek daha fazla hissettirmesidir. Küreselleşen ve giderek büyüyen finansal piyasalar ülkeler için bir taraftan yeni fırsatlar sunarken diğer taraftan yeni tehditleri de beraberinde getirmektedir. Artan finansal çalkantılar ve krizler her geçen gün ekonomileri daha derinden etkiler hale gelmiştir. Bu durum, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamakla görevli merkez bankalarını yeni arayışlara itmiş ve koridor sistemi böyle bir arayışın sonunda geliştirilmiştir.

Kanada Merkez Bankası, LVTS olarak adlandırılan bir elektronik ağ üzerinden finansal sistemdeki kurumları daha yakından takip etmekte ve faiz ve likidite kontrolünü bu sistem üzerinden gerçekleştirmektedir. Bu ağ sayesinde sistemdeki kurumların net finansal durumları aynı gün görülebilmekte ve bu sayede finansal kurumların gün içi nihai ödemelerine dair belirsizlik önemli oranda azaltıl-

miş olmaktadır. Bu durum ayrıca faiz koridoru sisteminin de daha rahat bir şekilde uygulanabilmesine imkân vermektedir. Bankaların yapacakları nihai ödemelerin tam zamanında yapılabilmesinin sağlanması, para politikasının finansal istikrar hedefine işaret etmektedir. Kanada Merkez Bankası ayrıca, politika faiz oranlarıyla reel ekonomik faaliyetler arasında yakın bir ilişkinin olduğunu ve bu ilişkiden dolayı politika faizlerinin iktisadi faaliyet hacmini etkilemek yani fiyat istikrarını sağlamak için kullanılabileceğini de kabul etmektedir ki bu durum enflasyon hedeflemesindeki Taylor Kuralı mantığının kabul edildiği anlamına gelmektedir.

İngiltere Merkez Bankası (Bank of England - BoE) da hem enflasyon hedeflemesi yaklaşımını hem de faiz koridoru sistemini ilk uygulayan Merkez Bankaları arasında yer almaktadır. Para politikalarının öncelikli hedefi fiyat istikrarını sağlamak ve finansal istikrara katkıda bulunmaktır. Haziran 2001 tarihinden itibaren koridor sistemini hayata geçiren BoE, finansal sistemde yaşanan gelişmelerden dolayı birkaç kez sistemde değişiklik yapmak zorunda kalmıştır. Özellikle son finansal krizin reel ekonomi üzerindeki etkilerini gidermek ve zor durumdaki finansal kuruluşları kurtarmak için piyasaya önemli oranda likidite sunulması, koridor sisteminin bir diğer uygulaması olan taban sistemine geçilmesine neden olmuştur. BoE, faiz koridoru sistemiyle hem faiz oranlarındaki aşırı dalgalanmayı engellemek hem de bankaların beklenmedik ödeme şoklarına karşı dayanıklı olmasını hedeflemiştir. Böylece faizlerin kontrolü yoluyla fiyat istikrarı, ödemelerdeki şokların engellenmesi yoluyla da finansal istikrarı hedeflemiş olmaktadır.

1990'ların başında enflasyon hedeflemesi yaklaşımını uygulamaya başlayan Yeni Zelanda Merkez Bankası, finansal sistemin giderek daha karmaşık hale gelmesinin ödemeler sisteminde meydana getirdiği zorlukların üstesinden gelmek ve faiz oranlarını daha iyi kontrol edebilmek için 1990'ların sonunda faiz koridoru sistemine geçmiştir. Yeni Zelanda Merkez Bankası da İngiltere Merkez Bankası gibi faiz koridorunda taban sistemini uygulamaktadır ki hem İngiltere hem de Yeni Zelanda Merkez Bankalarının taban sistemini tercih etmelerinin nedeni sistemdeki aşırı likiditenin politika faiz oranları üzerinde aşağı yönlü etkilerinin ortadan kaldırılması ve likidite yönetimi ile faiz yönetiminin birbirinden ayrılmasıdır.

Her üç Merkez Bankası da koridor sistemi sayesinde aynı anda hem fiyat istikrarına hem de finansal istikrara odaklanabilme fırsatı elde etmişler ve ikili bir hedefe odaklanırken daha esnek bir çerçeve içerisinde politika uygulamaya başlamışlardır. Dolayısıyla faiz koridoru sistemi sayesinde merkez bankaları esnek bir operasyonel yapıya kavuşmuşlardır.

Faiz koridoru sistemini ilk uygulayan bu merkez bankaları aynı zamanda enflasyon hedeflemesi yaklaşımını da ilk uygulayan merkez bankalarıdır. Kanada, Yeni Zelanda ve İngiltere Merkez Bankaları, hem fiyat istikrarını sağlamak hem de finansal istikrarı sağlamak adına faiz koridoru sistemini hayata geçirmişler ve süreç içerisinde karıştıktıkları bir takım sorunlardan dolayı sistemde çeşitli değişikliklere giderek operasyonel yapılarını daha da güçlendirmeye çalışmışlardır. Bu durum enflasyon hedeflemesi yaklaşımının finansal piyasalardaki gelişmelere göre geliştirilmesi gerektiğine de işaret etmektedir. Faiz koridoru sistemi, merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi stratejisinden vazgeçmeden, değişen koşullarda para politikalarını daha etkin bir şekilde uygulamaları için önemli bir potansiyel sunmuştur.

İncelenen her üç Merkez Bankası da, sadece fiyat istikrarını değil finansal istikrarı da temel politika hedefi olarak kabul etmişler ve faiz koridoru sisteminin kendilerine bu kolaylığı sunduğunu belirtmiştir. Yine her üç Merkez Bankası da faiz koridoru sayesinde likidite yönetimi ile faiz yönetimini ayrı ayrı daha rahat uygulayabildiklerinin altını çizmektedirler. Özellikle finansal çalkantı ya da kriz dönemlerinde faiz oranı ile likidite yönetiminin birbirinden ayrı bir şekilde kontrol edilebiliyor olması merkez bankalarının elini güçlendirmiştir. Özellikle taban sisteminde faiz ve likidite yönetimi birbirinden daha rahat bir şekilde ayrılabilme ve piyasanın ihtiyaç duyduğu likiditenin tamamı üstelik faiz oranlarını etkilemeksizin piyasaya sunulabilmektedir.

Her üç Merkez Bankası da, faiz koridoru uygulaması içerisinde, merkez bankaları için geleneksel bir rol olan en son ödünç verme rolünü yerine getirmeye devam etmektedir; Merkez Bankaları, talep olması halinde koridorun üst bandından sınırsız bir şekilde piyasaya rezerv arz edeceklerini taahhüt etmiştir.

İncelenen ülkelerden Kanada, faiz koridoru uygulamasını başlattığı ilk günden şimdiye kadar koridor sisteminde çok fazla değişikliğe gitmeden simetrik koridor uygulamasını günümüze kadar uygulamıştır. İngiltere ve Yeni Zelanda ise, başlangıçta simetrik koridor uygulaması ile başlamışlar fakat süreç içerisinde finansal sistemin giderek daha karmaşık hale gelmesi ve son finansal krizden kaynaklanan nedenlerle koridor uygulamasının bir diğer türü olan taban sistemine geçmişlerdir. İngiltere ve Yeni Zelanda örnekleri, bir ekonomide aşırı miktarda likidite olduğunda, faiz politikalarının daha etkin bir şekilde yürütülebilmesi için, taban sisteminin daha uygulanabilir olduğunu göstermektedir. Bu sistem sayesinde bir Merkez Bankası, likidite politikasını ve faiz politikasını birbirinden bağımsız bir şekilde uygulayabilmektedir. Bu Merkez Bankaları içerisinde operasyonel yapısında en fazla değişikliği İngiltere Merkez Bankası yapmıştır ki bunun da temel nedeni finansal piyasasının diğer iki ülkeye göre daha derin olması ve finansal çalkantı ve krizlerden daha çok etkilenmesidir. İngiltere özelinden hareketle, finansal piyasalar derinleştikçe ve finansal işlemlerin hacmi arttıkça merkez bankalarının operasyonel yapılarının da değişmeye devam edeceği söylenebilir ki Türkiye’de de Merkez Bankası benzer bir süreçten geçmektedir.

Kaynakça

- ARCHER, David, Andy BROOKES and Michael REDDELL; (1999), “A Cash Rate System for Implementing Monetary Policy”, *Reserve Bank of New Zealand, Bulletin*, 62(1), pp. 51-61.
- BANK of CANADA; (1995), “A Proposed Framework for the Implementation of Monetary Policy in the Large Value Transfer System Environment”, *Discussion Paper I*, November 23.
- BANK of CANADA; (1996), “A Proposed Framework for the Implementation of Monetary Policy in the Large Value Transfer System Environment”, *Discussion Paper II*, March 01.
- BANK of CANADA; (2010a), “Lender of Last Resort Policies”, http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/05/policy_1204.pdf (Erişim Tarihi: 25.12.2012).
- BANK of CANADA; (2010b), “A Primer on the Implementation of Monetary Policy in the LVTS Environment”, http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/lvts_primer_2010.pdf (Erişim Tarihi: 25.12.2012).
- BANK of CANADA; (2012), “A History of the Key Interest Rate”, <http://www.bankofcanada.ca/monetary-policy-introduction/key-interest-rate/history-key-interest-rate/> (Erişim Tarihi: 15.11.2012).
- BANK of ENGLAND; (June 2012), *The Red Book: The Framework for the Bank of England’s Operations in the Sterling Money Markets*, <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/money/publications/redbookjune2012.pdf> (Erişim Tarihi: 20.12.2012).
- BAŞÇI, Erdem ve Hakan KARA; (2011), “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği*, No:11/08.
- BERENTSEN, Aleksander and Cyril MONNET; (2008), “Monetary Policy in a Channel System”, *Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper*, No: 08-7, pp. 1-42.
- BERENTSEN, Aleksander, Alessandro MARCHESIANI and Christopher J. WALLER; (2010), “Channel Systems: Why Is There a Positive Spread?”, *Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper*, No: 2010-049A, pp. 1-39.
- BERNHARDSEN, Tom and Arne KLOSTER; (2010), “Liquidity Management System: Floor or Corridor”, *The Norges Bank, Staff Memo*, No: 2010-4, pp. 1-31.
- BOWMAN, David, Etienne GAGNON and Mike LEAHY; (2010), “Interest on Excess Reserves as a Monetary Policy Instrument: The Experience of Foreign Central Banks”, *Board of Governor of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, No: 2010/996, pp. 1-47.
- CLEWS, Roger, Chris SALMON and Olaf WEEKEN; (2010), “The Bank’s Money Market Framework”, *Bank of England, Quarterly Bulletin*, Q4, pp. 292-301.
- DINGLE, James; (1998), “The LVTS – Canada’s Large - Value Transfer System”, *Bank of Canada Review, Autumn*, pp. 39-55.
- ENGERT, Walter, Toni GRAVELLE and Donna HOWARD; (2008), “The Implementation of Monetary Policy in Canada”, *Bank of Canada, Discussion Paper*, No:2008/9, pp. 1-29.
- ENNIS, Huberto M. and Todd KEISTER; (2008), “Understanding Monetary Policy Implementation”, *Economic Quarterly, Summer*, 94 (3), pp. 235-263.
- ERSEL, Hasan; (2012), “Emmanuel Lasker ve T.C. Merkez Bankası”, *İktisat ve Toplum*, 2(17), ss. 28-30.
- GOODHART, Charles A.; (2010), “The Changing Role of Central Banks”, *BIS Working Paper*, No.326, pp. 1-23.
- HORNSTEIN, Andreas; (2010), “Monetary Policy with Interest on Reserves”, *Economic Quarterly*, 96 (2), Second Quarter, pp. 153-177.
- HOSKIN, Kevin, Ian NIELD and Jeremy RICHARDSON; (December, 2009), “The Reserve Bank’s New Liquidity Policy for Banks”, *Reserve Bank of New Zealand, Bulletin*, 72 (4), pp. 5-18.
- HOWARD, Donna; (Autumn 1998), “A Primer on the Implementation of Monetary Policy in the LVTS Environment”, *Bank of Canada Review*, pp. 57-66.
- KAHN, George A; (2010), “Monetary Policy under a Corridor Operating Framework”, *Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Fourth Quarter*, pp. 5-34.
- KEISTER, Tood, Antoine MARTIN and James MCANDREWS (September 2008), “Divorcing Money From Monetary Policy”, *Federal Reserve Bank of New York, Policy Review*, 14 (2), pp. 41-56.

MURRAY, John; (2012), "Monetary Policy Decision – Making at the Bank of Canada", Mortgage Brokers Association of B.C., Vancouver, British Columbia, May 07, 2012. <http://www.bis.org/review/r120508a.pdf?frames=0> (Erişim Tarihi: 24.11.2012).

NIELD, Ian; (2008), "Evolution of the Reserve Bank's Liquidity Facilities", Reserve Bank of New Zealand, Bulletin, 71(4), pp. 5-17.

WALSH, Carl E.; (2011), "Implementing Monetary Policy", Seoul Journal of Economics, Winter, 24 (4), pp. 427-470.

RESERVE BANK of NEW ZEALAND; (1999), "Monetary Policy Implementation: Changes to Operating Procedures", Bulletin, 62 (1), pp. 46-50.

RESERVE BANK of NEW ZEALAND; (June 2006), "Reform of the Reserve Bank of New Zealand's Liquidity Management Operations", <http://www.rbnz.govt.nz/finmarkets/2651623.pdf> (Erişim Tarihi: 15.09.2012).

TUCKER Paul; (2004), "Managing the Central Bank's Balance Sheet: Where Monetary Policy Meets Financial Stability", Bank of England, Quarterly Bulletin, Autumn, pp. 359-382.