

GELENEKSEL OLMAYAN FAİZ KORİDORU UYGULAMASI VE REEL EKONOMİ ARASINDAKİ AKTARIM İLİŞKİSİ

TRANSFER RELATION BETWEEN NON-TRADITIONAL INTEREST CORRIDOR APPLICATION AND REAL ECONOMY

Duygu KALKAY¹

Yayın geçmişi:

Makale gelişi:
27.07.2022
Revizyon:
13.08.2022
Kabul tarihi:
25.08.2022
Yayınlanma tarihi:
30.09.2022

Anahtar kelimeler:

Geleneksel olmayan
para politikası,
Finansal İstikrar,
Faiz Koridoru.

Keywords:

Unconventional
Monetary Policy Tools
Financial Stability
Interest Rate Corridor.

Özet: 2008 yılında ABD'den başlayan ve kısa bir süre içinde bütün dünyayı etkisi altına alan küresel finans krizi, finansal sistemde yaşanan sorunların reel ekonomi üzerinde yıkıcı etkiler meydana getirdiğini ortaya koymuştur. Makroekonomik görünümün bozulduğu ve finansal dengesizliklerin yoğunlaştığı, küresel kriz döneminde geleneksel politikalar ekonomiye müdahale aşamasında etkinliğini koruyamamıştır. Küresel kriz ile birlikte fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli olmadığı söylemi ve bu süreçte yaşanan aşırı finansal oynaklığa müdahale aşamasında, daha hızlı ve etkin olması açısından geleneksel olmayan para politikası araçlarına ihtiyaç duyulmuştur. Bu kapsamda, ülkeler kendi finansal ve makroekonomik durumları çerçevesinde, bilhassa kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerinde arttırdığı riskleri azaltmak amacıyla faiz koridoru uygulamasına sıkça başvurmuştur. Bu çalışmada, küresel finans krizi sonucunda makroekonomik dengesizliklerin artması ve finansal istikrarın sağlanması aşamasında geleneksel olmayan para politikalarına neden ihtiyaç duyulduğu, bu kapsamda geleneksel olmayan faiz koridorunun işleyişi ve makroekonomik istikrar açısından etkinliği irdelenecektir.

Abstract: The global financial crisis, which started in the USA in 2008 and affected the whole world in a short time, revealed that the problems in the financial system had devastating effects on the real economy. During the global crisis, when the macroeconomic outlook deteriorated and financial imbalances intensified, traditional policies could not maintain their effectiveness in the intervention phase of the economy. Unconventional monetary policy tools were needed in order to be faster and more effective in the intervention phase of the excessive financial volatility experienced in this process and the discourse that price stability was not sufficient for financial stability with the global crisis. In this context, within the framework of their own financial and macroeconomic conditions, the interest rate corridor application is frequently used in order to reduce the risks posed by short-term capital movements on the economies of the countries. In this study, the increase in macroeconomic imbalances as a result of the global financial crisis and the need for non-traditional monetary policies in order to ensure financial stability will be examined, in this context, the functioning of the unconventional interest rate corridor and its effectiveness in terms of macroeconomic stability.

Giriş

2007 yılı ortalarında ABD konut piyasalarında ortaya çıkan ve sonrasında finansal kuruluşlara sıçrayan, 2008 yılının ikinci yarısında Lehman Brothers'ın iflas etmesi ile birlikte hızlı bir şekilde derinleşen finans krizi, kısa bir sürede küresel bir kriz boyutuna erişmiştir. Hız kesmeden yayılan küresel finans krizi sürecinde, ülke ekonomilerinde finansal sistem ve reel ekonomi arasındaki dengenin sağlanması açısından merkez bankalarının hızlı ve etkin para politikaları belirleme sorumlulukları her zamankinden daha önemli hale gelmiştir. Küresel kriz ile birlikte merkez bankaları çok çeşitli fonksiyonel bir yapıya dönüşmüştür. Merkez Bankaları fiyat istikrar odaklı politika araçları kullanan kuruluşlar olmakla birlikte, finansal istikrarın sağlanması ve gerekli

¹ İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Öğrencisi, kalkay.duygu@gmail.com, ORCID: 0000-0002-8729-9177

makro ekonomik politikaların uygulanmasında da etkin rol üstlenmeye başlamışlardır. Finansal kriz ile birlikte finansal istikrar sağlanmasının ne kadar önemli olduğu sonucu, merkez bankalarına uygulayacakları politikalar açısından farklı sorumluluklar yüklemiştir. 2008 küresel finans krizi, 1929 Büyük Buhranından sonra yaşanan en derin ve yıkıcı krizdir. Çünkü çok kısa bir zaman diliminde global ölçekte ilerlemiş ve Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan birçok ülke ekonomisini de negatif yönde etkilemiştir.

2008 Global finans krizine kadar Merkez Bankaları'nın birincil amacı fiyat istikrarını sağlamak olduğu için, diğer önemli hedefler hep fiyat istikrarını sağlama amacının gerisinde kalmıştır. Çünkü makroekonomik hedeflere ulaşılma aşamasında, fiyat istikrarı önemli bir rol oynamaktadır. Bu kapsamda fiyat istikrarı, sürdürülebilir bir ekonomik büyümeye erişilmesi ve ekonomideki refah seviyesinin uzun vadede artırılması gibi önemli parametreleri desteklemektedir. Ancak küreselleşmeyle birlikte zamanla ekonomiler basit bir düzlemden, karışık ve çok parametrelili bir düzleme geçiş yapmıştır. Küresel kriz süregelen yaklaşımların, çok karmaşık yeni finansal sisteme ayak uyduramadığını ortaya koymuştur. Çünkü merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamaya yönelik hali hazırda kullandığı geleneksel para politika araçları finansal krizle mücadelede gerekli başarıyı gösterememiştir. Bu durum, merkez bankalarının sadece fiyat istikrar odaklı politikalar yerine finansal istikrarı da sağlayacak politikalar uygulanması gerekliliğini ortaya koymuştur. Bu kapsamda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler global finans kriz sürecinde makroekonomik göstergeleri yeniden düzlüğe çıkarmak için gelenekselin dışında daha hızlı ve etkin müdahale edebilecek farklı para politika araçlarına yönelmişlerdir. Bu kapsamda küresel finans krizinden sonra uygulanan yeni para politikası uygulaması, geleneksel olmayan para politikası olarak tanımlanmıştır

Global finans krizi ile birlikte finansal piyasalarda yaşanan ani ve hızlı yıkım, reel ekonomilerde hızlı bir daralmaya sebep olmuştur. Bütün bu gelişmelerle mücadelede Merkez Bankalarının uyguladığı geleneksel para politikaları yetersiz kaldığı için, para piyasaları etkinliğini koruyamamıştır. Bu kapsamda gelişmiş ülke merkez bankaları başta olmak üzere geleneksel para politikası uygulamalarının yanında, ekonomiye daha kapsamlı ve daha yoğun müdahalede bulunacakları geleneksel olmayan para politikası araçlarını tercih etmeye başlamışlardır. Bu kapsamda özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerinde yarattığı kırılganlık ve risk seviyelerini düşürmek için birçok ülke merkez bankalarının yaptığı gibi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası' da geleneksel para politikalarının yanında faiz koridoru gibi geleneksel olmayan para politikalarını kullanmaya başlamıştır. Faiz koridoru stratejisi, her ülkenin finansal ve makroekonomik koşullarına göre farklı kriterlerde olmak şartıyla, ülkemizde de 2010 yılından itibaren etkin bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır.

Finansal oynaklığın yoğunlaştığı ve makroekonomik istikrarsızlığın artış gösterdiği küresel kriz sonrası süreçte, merkez bankalarının uyguladıkları geleneksel para politikası araçları ile birlikte birçok ülke özellikle, geleneksel olmayan para politikası araçlarından faiz koridoru uygulamasını sıkça ve etkin bir şekilde kullanılmaya başlamıştır. Bu çalışmada, küresel finans krizi sürecinde ve sonrasında makroekonomik dengesizliklerin artması ve finansal istikrarın sağlanması aşamasında neden geleneksel olmayan para politikalarına ihtiyaç duyulduğuna değinilecektir. Ayrıca, finansal kriz sonrasında birçok gelişmekte olan ülke merkez bankaları tarafından yoğun olarak tercih edilen ve TCMB'nin de küresel krizin sebep olduğu kargaşa ve belirsizlik ile mücadelede, 2010 yılı itibarıyla aktif olarak kullanmaya başladığı geleneksel olmayan faiz koridoru uygulamasının işleyişi açıklanarak, söz konusu uygulamanın makroekonomik istikrar açısından etkinliği irdelenecektir.

1.Geleneksel Olmayan Para Politikalarına Neden İhtiyaç Duyuldu

2008 finans krizi öncesine kadar merkez bankalarının tek amacı fiyat istikrarını sağlamak olup, bu doğrultuda kullandığı temel para politikası aracı ise politika faizidir. Bu çerçevede merkez bankaları, piyasalarda meydana gelen ani bir şok karşısında politika faizlerinde indirim yaparak piyasaya müdahale ediyordu. Fakat bu sistem faiz oranlarının yüksek seyrettiği dönemlerde

başarılı olabilmektedir. 2008 Global Krizi'nde. ABD başta olmak üzere gelişmiş ülke ekonomilerinin çoğunda faizler düşük seyrettiği için kriz şoku meydana geldiğinde, yürütülen geleneksel para politikası ile piyasaya müdahale alanları daralmış ve piyasa kontrolünü sağlamak zorlaşmıştır. Yaşanan krizin büyüklüğüne oranla dar alanda yapılan faiz indirimleri, parasal istikrarın sağlanmasında yeterli olamamıştır (Smaghi, 2009: s 2). Kriz döneminde yaşanan bir diğer önemli nokta ise parasal aktarım mekanizması sekteye uğramış olup, geleneksel uygulamalarla finansal krize müdahale metotları başarısız olduğundan, geleneksel olmayan para politika arayışlarına girilmiştir (Gündoğdu & Çokgezen,2022: s.172).

2008 küresel kriz sırasında talebi desteklemek amacıyla dünyanın en büyük dört merkez bankası, geleneksel para politikası yerine yeni para politikası araçları uygulamaya başladı. Kriz sonrasında on sekiz ay içinde gecelik faiz oranları yüzde sıfıra dayandı. Bu durumda faiz oranları zaten düşük seviyede iken ekonomiyeye aktarılan likidite, harcamalarda kullanılmak yerine atıl birikim şeklinde elde tutulduğundan, para arzında meydana gelen artış ekonomide herhangi bir hareketlilik yaratmayacaktır. Merkez bankaları faiz oranları sıfır alt sınırındayken ekonomiyeye daha aktif bir şekilde müdahale edebilmek amacıyla farklı para politikası arayışlarına girmek zorunda kalmışlardır (Akgül & Gökdemir, 2022: s.48).

Gelişmiş ülkelerin 2008 küresel krizinin etkilerini azaltmak ve ekonomiyeyi tekrardan canlandırmak amacıyla uyguladıkları geleneksel olmayan yeni para politikaları dünya ekonomisinde farklı dinamikler oluşturmuştur. Bu yeni durum Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde de farklı etkiler yaratmıştır. Bu kapsamda gelişmiş ülkelerin krizin etkilerini azalmak için, en çok kullandığı parasal genişleme politikaları, gelişmekte olan ülkelere doğru bir sermaye akımına neden olduğu için, ani yığılmadan dolayı gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemleri negatif yönde etkilenmiştir. Gelişmiş ülke ekonomilerinin uyguladıkları geleneksel olmayan para politikaları Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerinin de makroekonomik ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla yeni para politika uygulamaları arayışlarına yönlendirmişlerdir (Haznedaroğlu, 2014: s.87). Bu kapsamda 2010 yılı itibariyle TCMB finansal istikrarı sağlamak adına geleneksel olmayan para politikaları uygulamalarını kullanmaya başlamıştır.

Küresel Finans krizinin oluşturduğu olağanüstü koşullar sebebiyle, Merkez Bankalarının politika faiz oranını belirlemekle sınırlı olan rolü çok daha geniş ve kapsamlı bir hal almıştır. Çünkü küresel finans krizinden önce genellikle para politikaları belirlenirken tek amaç fiyat istikrarını sağlamaktı. Ancak krizden sonra para politikalarının işlevi, finansal ve makroekonomik istikrarı sağlayacak şekilde genişlemiştir. (TCMB Enflasyon Raporu, 2013, s 107). 2008 Finans kriz sonrasında en çok tartışılan konulardan bir tanesi MB'larının risk gözlem yetenekleriydi. Bunun altında para politikalarının sadece fiyat istikrarına odaklanması ve bunun sonucunda görece olarak daha kısa süreli bir enflasyon hedeflemesine sahip olması yatmaktadır. Bu durum merkez bankalarına etkin bir risk gözlem imkanı vermemektedir. Söz konusu para politikalarının risk gözlem yeteneğinin zayıf olması sebebiyle, yeni dünya düzeninde makro finansal risklerin azaltılması açısından alternatif yaklaşımlar benimsenmiş olup, bütün dünyada Merkez Bankalarının yeri çok önemli bir konuma gelmiştir (Arıcan & Okay, 2014: s.12).

2008 küresel krizinin en önemli sebeplerinden bir diğeri, finansal düzende yapılan kural dışı uygulamalar ile bu uygulamaların yeterince denetlenmemesiydi. Uzu bir süre yaşanan bu durum sonucunda, finansal kesimde yaşanan problemlerin finansal aracılık hizmetlerinde kesinti yaşanmasına sebep olarak, reel ekonomiyeyi tepe taklak eden sonuçlar doğurmuştur. Söz konusu uygulamada hata ve eksiklikler neticesinde oluşan sistemik riskle mücadele için yeni politikalara ihtiyaç duyulmuştur (Eğilmez, 2014). 2008 küresel finans krizi ile birlikte reel ekonomide meydana gelen hızlı gelişmelere karşın, MB'ları, yeni düzene uygun para politikası amaçları belirlemek zorunda kalmışlardır. Bu noktada en önemli karar ise, belirlenen amaçlara uygun yeni para politikası araç kombinasyonunun nasıl olacağıdır. Bu kapsamda, MB'ları para politikası amaçlarını değiştirmek zorunda kaldıklarından, söz konusu amaçlarına ulaşmak için hedef değişkenleri ve seçtikleri araçlarda da değişiklik yapmak zorundadırlar (Akçay, 1998: s.32).

Tablo 1: TCMB'nin Araç ve Amaçlarında Görülen Değişimler

	Eski Çerçeve	Yeni Çerçeve
Araçlar	Politika Faizi	-Politika Faizi -Likidite Yönetimi - Faiz Koridoru -Zorunlu Karşılık -Rezerv Opsiyonu Mekanizması
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar

Kaynak: TCMB, 2013:12

Yukarıda TCMB'nin 2010 öncesi ve sonrası dönemde uygulamış olduğu eski ve yeni politika araçları yer almaktadır. Global krizin tüm dünyayı etkisi altına almasıyla, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da sağlamaya yönelik, yeni para politikası araçları sisteme dahil edilmiştir. Bu yeni para politikası araçları ile birlikte TCMB piyasalarda meydana gelen dalgalanmalara hızlı ve kapsamlı bir şekilde müdahale alanı bulmaktadır.

2008 küresel krizi sonrasında gelişmiş ülkelere yayılan sermaye akımlarının büyük bir bölümünü kısa vadeli yatırımlar oluşturduğu için, bu durum gelişmekte olan ülke ekonomilerinde dengesizliğe sebep olarak, finansal istikrar noktasında kaygıları artırmıştır. 2010 yılından sonra Türkiye'ye gelen sermaye akımları, Türk Lirasının (TL) değerlenmesine ve kredilerin artmasına neden olduğu için cari dengede bozulmalar meydana gelmiştir. Bu doğrultuda Türkiye'de finansal istikrarsızlığı önleyebilmek adına farklı politika arayışlarına girmiştir. Küresel risk iştahında yaşanan hızlı gelişmeler ve kısa vadeli sermaye hareketleri, TCMB'nin fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da sağlayan ve ekonomide yaşanabilecek kırılganlıkların önüne geçebilecek daha kapsamlı bir politika oluşturmasını gerektirdiğini doğurmuştur. TCMB, makro finansal riskleri azaltmak ve krediler-döviz kuru kanalını ayrı ayrı etkilemek amacıyla, gelenekselin dışında zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması gibi yeni ve birbirini tamamlayan politika araçlarını aynı anda kullanarak çok hedefli bir politika oluşturmayı amaçlamıştır (TCMB, 2014: 4).

Şekil 1: Politika Araçları, Amaçlar ve Aktarım Kanalları

Kaynak: TCMB Bülten, Sayı:27, Eylül 2012, s.3.

Yukarıda TCMB'nin küresel kriz ile mücadele etmek için finansal istikrarı sağlamak aşamasında tasarladığı para politikası çerçevesinde tercih etmiş olduğu politika araçları, aktarım kanalı ve amaçları yer almaktadır.

2001 krizi ile mücadelede Türkiye özellikle bankacılık sektöründe uygulamış olduğu reformlar sayesinde 2008 küresel finans krizinden kısmen de olsa daha az etkilenmiştir. Fakat yaşanan kriz ile birlikte, gelişmiş ülkelerin ekonomik istikrarı sağlamaları hiçte kolay olmamıştır. Finansal istikrarı sağlamak ve ekonomiyi hareketlendirmek adına birçok farklı kompozisyondan oluşan yeni politikalar uygulamaya koymuşlardır. Ancak gelişmiş ülkelerin kendi konjonktürlerine göre belirledikleri farklı değişkenler sahip politikalar, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler üzerinde farklı dinamiklerin oluşmasına ve finansal sistemlerinin bozulmasına neden olmuştur. Bu kapsamda gelişmiş ülkelerin uygulamış oldukları politikalar, aynı zamanda gelişmekte olan ülkeleri de makroekonomik, finansal istikrarı odaklı yeni ve farklı dinamiklere sahip politika uygulamalara yöneltmiştir.

2. Faiz Koridoru Stratejisi

2008 global krizinden sonra geleneksel para politika uygulamaları, piyasalarda oluşan negatif şoku atlatmada ve piyasada tekrar istikrarı sağlama noktasında etkin olamamıştır. Çünkü merkez bankalarının krizden önce olduğu gibi sadece fiyat istikrarını sağlamak yerine, makro ekonomik dengeyi sağlamak gibi, aynı anda birçok amaca odaklanma gereklilikleri ortaya çıkmıştır. Kriz ve sonrasında sadece faiz oranlarının sıfır düzeylerine kadar çekilmesi makro ekonomik değişkenlerde istenen pozitif etkiyi sağlamamıştır. Bu da küresel kriz ile birlikte oluşan yeni düzende geleneksel para politikası araçlarının ani durumlarda etkinliğini kaybettiğini ortaya koymuştur. Bu doğrultuda Merkez bankaları krizle mücadele ve makro ekonomik dengeyi sağlamak amacıyla yeni ve fonksiyonel para politikası araçlarına başvurmuşlardır. Bu kapsamda Finansal piyasalarda istikrarı sağlamak amacıyla merkez bankalarının en çok kullandığı para politikası araçlar biride faiz koridoru stratejisidir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan çoğu ülke faiz koridoru stratejisini uygulamaktadır. Faiz koridoru uygulamasında, merkez bankaları politika faiz oranına direk müdahale etmek yerine, alt ve üst bantta yapacağı değişikliklerle ekonomiye yön vermesine olanak sağlamaktadır. Merkez bankaları faiz koridorunun alt ve üst bantlarını saptarken, politika faizini koridorun orta noktası olarak hedefler ve merkez bankalarının belirlemiş olduğu ekonomik büyüme ve enflasyon amaçlarına paralel olmasını dikkate alır. Bütün bunların yanında, merkez bankaları faiz koridoru stratejisiyle politika faizindeki oynaklığı sınırlandırarak ekonomideki handikapları azaltmaya çalışır (Tunalı ve Yalçınkaya 2016: s.86).

Küresel kriz sonrasında risk iştahının artması, kısa vadeli sermaye akımlarının yoğun hareketliliği ve finansal istikrarın öneminin fark edilmesi, dünya merkez bankalarında olduğu gibi TCMB'yi de alternatif politika uygulamalarından olan faiz koridoru stratejisine yönlendirmiştir (TCMB, 2012: s.2). Faiz koridoru uygulamasının merkez bankaları tarafından yoğunlukla tercih edilmesinin nedeni, para piyasalarında oluşan gecelik faiz oranını istenilen düzeye yakın tutmaktır. Eğer tam koridor sistemi uygulanıyor ise, sadece koridor faiz oranlarında değişiklik yapılarak işlem gerçekleştirilir. Bazen de merkez bankaları politika faizine doğrudan müdahale etmek yerine faiz koridorunu daraltıp genişletmek kaydıyla piyasadaki döviz kurlarını kontrol altında tutmaya çalışır (Vural, 2013, s. 30).

2008 finans krizinden sonra merkez bankalarının fiyat istikrar ile birlikte finansal istikrarı sağlamaya yönelik amaçları doğrultusunda faiz koridoru politikası popüler bir para politikası stratejisi olarak yoğunlukla tercih edilmiştir. Türkiye'nin de dahil olduğu birçok ülke merkez bankası faiz koridoru stratejisini uygulamaktadır. Faiz koridoru stratejisi borç verme faizi, politika faizi ve borç alma faizi oranlarının merkez bankası tarafından belirlenmesi ile yürütülen geleneksel olmayan bir para politikası aracıdır (Berentsen ve Monnet, 2006; Berentsen, Marchesiani, ve Waller, 2010). Faiz koridoru sistemi ilk uygulandığı sıralarda, politika faiz oranı koridorun merkezinde oluşturuluyordu. Uygulamada koridorun tavanı gecelik borç verme faiz oranını, koridorun tabanı ise borç alma faiz oranını belirliyordu. Bu da politika faiz oranının etrafında dar bir alan oluşturuyordu. Faiz koridoru uygulamasındaki amaç, piyasa faizi ile politika faizi arasındaki makasın açılmasının önüne geçmektir (Yücememiş, Alkan ve Dağıtır, 2015: s. 452). Merkez Bankaları son başvuru olan likidite merci olduğu için, faiz koridoru uygulamasında, faiz oranları alt sınıra ulaştığında oluşan likidite fazlasını borç alarak, tam tersi durumda ise faiz oranlarının yükselişini engellemek için borç verme fırsatını kullanarak piyasaya likidite aktarmaktadır. (Vural, 2013: 31).

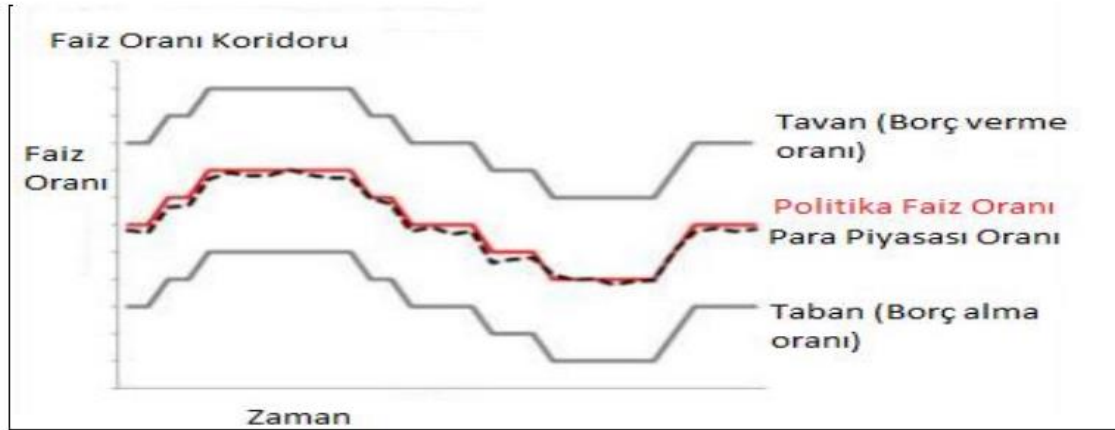
Faiz koridoru uygulaması, finansal piyasalarda yaşanan oynaklık karşısında merkez bankalarının çoğunlukla kullandığı para politikası araçlarından biridir. Faiz koridoru politikası, politika faizi çevresinde alt bant faiz ve üst bant faiz oranından oluşmaktadır. Diğer bir ifadeyle faiz koridoru politikası borç alma faiz oranı (i), borç verme faiz oranı (ii) ve politika faiz oranı (iii) olmak üzere üçlü faiz rejimi üzerinde biçimlenmektedir

i. Borç alma faiz oranı; likidite fazlası bulunan bankalar, hesaplarında oluşmuş kısa vadeli fazla fonu borç alma faiz oranından merkez bankalarına aktararak faiz kazancı elde edebilmektedir. Merkez bankası bu uygulamayla borç alma faizi oranı ile bankaların eline geçecek faiz getirisini belirlemiş olur. Herhangi bir banka elinde bulundurduğu mevduatı bu faiz oranından daha alt seviyesinde yatırmayacaktır.

(ii) Borç verme faiz oranı; anlık olarak likidite sıkışıklığı karşı karşıya kalan bankalar, merkez bankasından kısa vadeli borç almak istediklerinde ödemeyi onayladıkları faiz oranıdır. Söz konusu oran ile bankaların kısa vadeli borçlanmalarına istinaden ödeyecekleri en yüksek faiz oranı oluşmuş olur. Böylece bankalar bu oranın daha üstünde yer alan bir faiz oranı ile borçlanma yoluna gitmeyeceklerdir.

(iii) Politika faiz oranı, merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi uygulaması çerçevesinde borç alma ve borç verme faiz oranlarının meydana getirdiği koridor içerisinde hareket eder. Çoğunlukla politika faiz oranı koridorun orta noktasında veya biraz üstünde belirlenmektedir (Tunalı ve Yalçınkaya 2016: s.85).

Koridor sistemi teorik olarak, politika faiz oranlarında meydana gelen oynaklığı azaltmaya yardımcı olur ve bilançodan ayrı bir faiz oranı politikası oluşturulmasını sağlar. Faiz koridor uygulamasında, geleneksel uygulamadaki gibi, merkez bankası büyüme ve enflasyon amaçları doğrultusunda gecelik faiz oranlarını saptar. Merkez bankaları geleneksel uygulamaların yanında, bankacılık sistemine belli bir faiz oranı üzerinden borç verme fırsatı sunar. Söz konusu faiz oranı üzerinden bankalar, interbank piyasası yerine merkez bankasından borç aldıkları için geri ödenecek oran, hedef politika faizi üzerinde olduğundan bu oranı onaylarlar. Tekrardan gecelik oranlarda bir taban tespit edilir.

Şekil 2: Faiz Koridorunun İşleme Şekli

Kaynak: Bank of Philippines (2016:1)

Yukarıda faiz koridorunda kullanılan temel oranlar yer almaktadır. Şekil 2’de görüldüğü üzere faiz koridor uygulaması, kısa dönem piyasa faiz oranlarını merkez bankasının belirlediği hedef politika oranlarına yakın seviyelerde tutmak ve kontrol edebilmek amacıyla uygulanır. Bu kapsamda Merkez bankasının gecelik borç verme düzeyini belirleyen tavan, borç alma düzeyini belirleyen taban oranları tespit edilir. Klasik bir koridor uygulamasında borç verme oranı merkez bankasının hedef politika oranının üzerinde bir düzeyde, borç alma oranı merkez bankasının altında bir düzeyde oluşur. Para politikası aktarım kanalının temelini, piyasa faiz oranı ile politika faiz oranı arasındaki yakın ilişki meydana getirir. Koridor alt ve üst sınırının belirlenmesi, ticari bankaların merkez bankasının likidite fırsatlarını kullanma tercihlerine ve faiz oranlarında yaşanan oynaklık seviyesine bağlı olarak değişir (Bank of Philippines, 2016:1).

3. Faiz Koridoru ve Makro Ekonomik İstikrar Arasındaki İlişki

2008 küresel finans krizi başlangıçta sadece finansal bir kriz olarak algılanmıştır. Ancak çok kısa sürede reel sektöre de etki etmesiyle birlikte, küresel finans sisteminin parçalanması, büyük şirketlerin peşin sıra iflas etmeleri ve işsizliğin rekor seviyelere ulaşması ile birlikte kriz hızlı bir şekilde yayılmıştır. Meydana gelen negatif konjonktür kaynaklı bireysel ve kurumsal anlamda talep daralmasının yaşanması, ekonominin üretim kesimini de sekteye uğratmış olduğundan küresel ekonomide önemli boyutta daralmaya yaşanmıştır. Makroekonomik göstergeler; ekonomilerde yaşanan gelişmeleri, kurumlar ve kişiler arasında oluşan farklılaşmaları düzenli bir şekilde dışarıya yansıtmaktadırlar. Bu kapsamda küresel kriz döneminde, başta GSYH olmak üzere cari açık, büyüme, enflasyon, dış borçlar, işsizlik ve yabancı doğrudan yatırımlar gibi makro ekonomik değişkenlerde ciddi sapmalar gerçekleşmiştir.

Ülke ekonomilerinde merkez bankaları politika araçlarını genel olarak altı hedef çerçevesinde kullanmaktadır. Söz konusu hedef kategorileri; fiyat istikrarı, ekonomik büyüme, yüksek istihdam düzeyi, finansal piyasalarda istikrar, faiz oranı ve döviz kuru istikrarıdır (Güneş, 2015: s. 1062). Ancak küresel finans krizine kadar bu göstergeler içinde en önemli ve öncelikli olan fiyat istikrarının sağlanmasıydı. Bu çerçevede ülkelerin merkez bankalarının para politikası uygulamaları genellikle fiyat istikrarını sağlama odaklıydı. Fiyat istikrar odaklı para politikası uygulamalarında da kullanılan araç ise çoğunlukla politika faiz oranlarıydı.

Küresel finans krizinin reel ekonomide yaratmış olduğu yıkıcı etkileri kısa sürede kendini göstermeye başlamıştır. Birçok gelişmiş ekonomide enflasyon hızla düşerken, işsizlik oranları aynı hızda artmaya devam etmiş olup, gelişmiş ülke ekonomileri hızla daralma başlamıştır. Ülke ekonomileri hızla küçülürken geleneksel para politikaları ekonomide yaşanan bu hızlı yıkımı telafi edecek çözümler üretememiştir. Ekonomilerde belirsiz bir ortamın oluşması ile birlikte geleceğe dair karamsar beklentiler iktisadi karar alıcıların, yeni yatırımlardan geri çekilmelerine ve geleceğe dair tüketim kararı almamalarına neden olmuştur. Borç sahipleri, konut ve bireysel tüketici kredilerini geri ödeyemedikleri için borç verme mekanizmasında güvensizlik oluşmuştur.

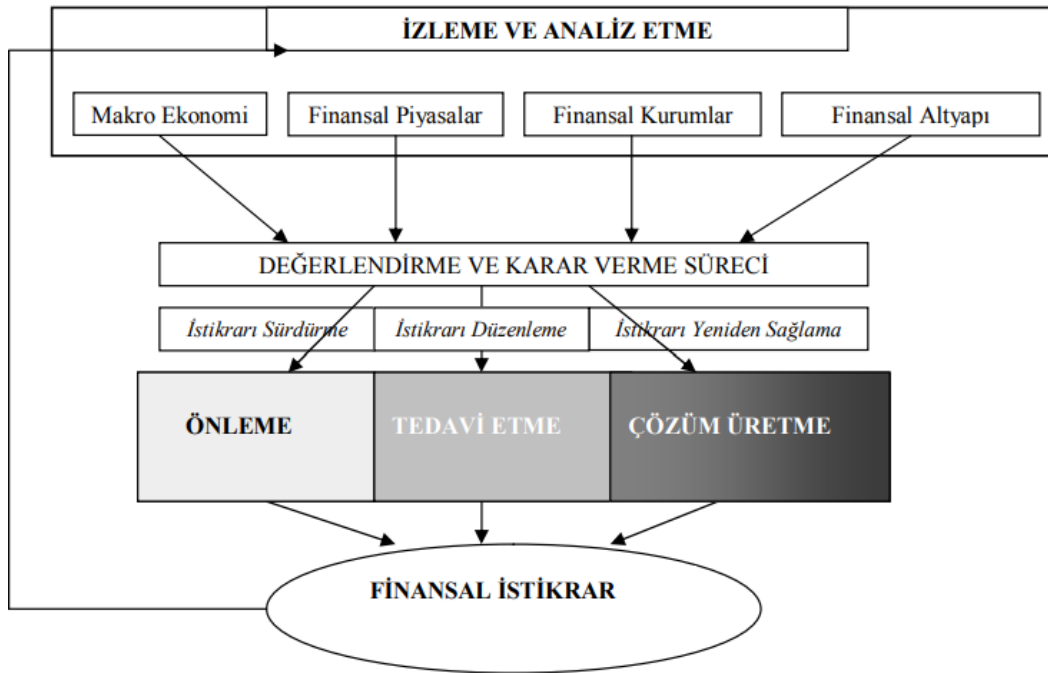
Ülke ekonomilerinde politika yapıcılarını karar alırken piyasa beklentilerine ayrı bir önem vermektedirler. Merkez bankaları piyasalarda meydana gelen dalgalanmalar sonucu oluşabilecek olumsuz beklentilerin önünü esnek para politika uygulamalarıyla kesmeye çalışırlar. Faiz koridoru, ekonomiyi birçok kanaldan etkileyen, faiz oranlarında yaşanan volatilitiyi azaltmak ve ekonomik karar vericileri için çok önemli olan piyasa beklentilerini yönetmek adına özellikle küresel kriz sonrası birçok ülke merkez bankası tarafından kullanılmaktadır. Kurgusal olarak faiz koridorunu merkez bankalarının borç alma ve borç verme arasındaki bant oluşturmaktadır. Yani ekonomide likidite fazlası ve açığının sürekli hale gelmesi durumunda, koridor kapsamında faiz haddi dengesinde çok dalgalanma olmayacaktır (Vural, 2013: s.31).

Finansal sistemin düzgün işlemesi açısından, reel ekonomi içerisinde önemli göstergelerden bir tanesi tasarruflardır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin çoğunda finansal sistem çok gelişmediği için, Türkiye’de de olduğu gibi finansal sektörün büyük bir bölümünü bankalar oluşturmaktadır. Söz konusu ülkelerde tasarruflar, yatırıma dönüştürülmek üzere bankalar aracılığıyla yatırımcı ile buluşturulur. Ülke ekonomileri için tasarrufların verimli ve etkin bir biçimde yatırıma dönüştürülmesi gerekmektedir. Bu dönüşüm sürecinde ülkelerin finansal sistemi işleyiş şekli kadar ülkelerin kültürel yapısı da etki etmektedir. Türkiye’de olduğu gibi bilhassa küçük tasarruf sahipleri; birikimlerini evlerinde veya kasalarında yastık altı olarak saklamaktadırlar. Yani bireysel tasarruf sahiplerinin bir kısmı finansal sisteme dahil olmamaktadır. Bu kapsamda ekonomik göstergelerin iyileştirilmesi için istikrarlı ve güçlü bir finansal yapının zorunluluğu kapsamında genel olarak tasarrufların sisteme dahil edilmesi, ekonomik etkinlik açısından oldukça önemlidir. Çünkü istikrarlı ve sağlam bir finansal yapı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır (Ersoy, 2012: s. 70).

TCMB faiz koridoru uygulamasında, koridor genişliğini döviz kuru oynaklığı ve sermaye hareketleri üzerinde etkili olabilecek şekilde ayarlayabilmekte ve bu da kurda meydana gelen hareketliliği yumuşatabilmektedir. Halihazırda kullanılan sistemde, sermaye akımlarının yoğun olduğu periyotlarda faiz koridoru aşağı doğru genişletilerek faiz oynaklığına önemli anlamda alan açarken, sermaye akımlarının yoğun olmadığı zamanlarda koridor yukarı doğru genişletilerek döviz kuru oynaklığının önüne geçilebilmektedir. Yani, her iki durumda da sermaye akımlarının tersi yönünde hareket eden bir sistem kurgulanmıştır. Gerçekten de 2010 yılı sonu itibariyle faiz koridorunun aşağı yönlü genişletilmesiyle birlikte kısa vadeli faiz oynaklığında belirgin bir artış gözlenmiştir. Bu durum söz konusu süreçte sermaye akımlarının hız kesmesine yardımcı olmuştur. Tam tersi durumda ise, yani koridorun yukarı doğru genişletildiği dönemde ise döviz kuru oynaklığında belirgin bir düşüş gözlemlenmiştir (Kara, 2012: s.9-12). Faiz koridoru uygulamasının başarılı olabilmesi ve belirlenen hedefler doğrultusunda etkin olabilmesi için faiz koridoru ile faiz oranlarının hangi aralıkla olacağını bilmesi, oluşabilecek belirsizliğin önüne geçilmesi açısından oldukça önemlidir.

Merkez bankaları uygulamış oldukları para politikaları ile ekonomiyi etkileme yolları arasında banka faizleri ve kısa vadeli faiz oranları arasındaki bağlantının yönlendirilmesi açısından hayli önemli bir araçtır. Merkez bankalarının etki kapsamında olan kısa vadeli faiz oranlarında yaşanan değişimlerin, bankaların mevduat ve kredi faizlerine yansımaları, uygulanan para politikalarının toplam talep üzerindeki etki düzeyini ortaya koyar (Binici vd., 2016: s.2). Bu kapsamda faiz koridoru, merkez bankalarının gecelik faiz oranlarının istenilen sınırlar kapsamında kalması noktasında, önemli bir etkinlik alanı oluşturmaktadır.

Şekil 3: Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesi Açısından İzlenen Süreç



Kaynak: Houben, Aerd, Jan Kakes ve Garry Schinasi, “Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability”, IMF Working Paper, 04/101, 2004. s.17.

Şekil 3’de, finansal istikrarın sağlanmasına yönelik karar yürütücü kurumların yürütmekte olduğu faaliyetler şeması yer almaktadır. Sürecin başında öncelikle yapılması gereken, finansal ve makro ekonomik durumun eksiksiz bir şekilde takip edilmesi sonucunda ortaya çıkan oynaklık ve risklerin doğru analiz edilmesidir. Sonraki adım ise, ortaya çıkan bulgular kapsamında finansal istikrarın anlık durum değerlendirilmesinin yapılması ve faaliyet olarak izlenecek yol ve yöntemin nasıl olacağını saptanması gerekmektedir.

Geleneksel olmayan para politikası araçları farklı ve çok kapsamlı alternatiflere sahip olduğu için, yeni oluşan dinamiklerle mücadelede daha etkin olmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin makro ekonomik dengelerinin farklı olması açısından, kullanmış oldukları geleneksel olmayan para politikaları farklılaşmaktadır. Gelişmiş ülke ekonomilerinin küresel kriz sürecinde uygulamış olduğu parasal genişleme politikaları nedeniyle gelişmekte olan ülkelere doğru yoğun bir sermaye girişi olmuştur. Çoğunlukla kısa vadeli olan bu sermaye hareketleri, söz konusu

gelişmekte olan ülke ekonomilerinde dengesizliğe neden olduğu için finansal istikrarı sağlamaya yönelik kaygılar artmıştır. Türkiye özelinde ise, 2010 yılı sonrasında Türkiye'ye yönelen söz konusu kısa vadeli sermaye akımları, finansal sektörde hızlı kredi artış oranlarının yaşanmasına, TL'nin değerlenmesine, cari açığın artmasına ve ödemeler dengesinde bozulmalara sebep olmuştur. Bütün bunlar, TCMB'nin fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı aynı anda gözetilen politikalar uygulamasına zorunlu kılmıştır.

Sonuç ve Öneriler

2008 Küresel Kriz, merkez bankaları tarafından sadece fiyat istikrar odaklı hedefler gözetmenin yeterli olmadığını, tek araç ile tek amaca ulaşmak üzerine kurgulanan yapının yeni oluşan dinamiklere ayak uyduramadığını gözler önüne sermiştir. Bu kapsamda Merkez Bankaları küresel kriz sonrası süreçte makro ekonomik dengenin sağlanması ve belirlenen ekonomik hedeflerin gerçekleştirilmesi aşamasında yeni ve etkin para politikası araçlarına ihtiyaç duymuştur. Küresel Krize kadar merkez bankaları fiyat istikrarını sağlamaya yönelik geleneksel para politikası uygulaması olan politika faiz oranını kullanmaktaydılar. Krizin ilerleyen dönemlerinde, merkez bankaları fiyat istikrarı ve finansal istikrarı aynı anda sağlama zorunluluğuna uygun olarak, geleneksel olmayan para politikası araçları kullanmaya başlamışlardır.

Merkez bankaları faiz koridoru uygulaması ile birlikte, geleneksel para politikalarına kıyasla piyasalara daha etkin ve hızlı şekilde müdahale avantajını elde etmişlerdir. Bu kapsamda merkez bankaları beklenmedik bir ekonomik şok ile karşı karşıya kaldığında hem esnek hareket edebilme kabiliyeti kazanmış, hem de diğer ekonomik göstergelerin de yaşanan şokun etkilerinden en az etkilenmesi için olanak sağlanmıştır. Faiz koridoru uygulaması, kriz ve sonrası süreçte uygulama açısından yeni ve esnek bir para politikası aracı olması bakımından diğer para politikası enstrümanları ile birlikte eşgüdümlü olarak aynı hedef odaklı uygulandığında, merkez bankasının para politikası etkinliğini artırmaktadır.

Sonuç olarak, gelişmiş veya gelişmekte olan ülke merkez bankaları hangi para politikası araçlarını kullanacakları hususunda bağımsız olmalarının yanında, küresel gelişmelerden bağımsız hareket edemezler. Para politikası fiyat istikrarı gözetilerek belirlenirken, döviz kurları gibi merkez bankasının kontrolünde olmayan bağımsız etmenlere göre de konum almaktadır. Dolayısıyla yeni düzende fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde etkisi olabilecek makro ekonomik faktörlerin belirlenmesi, bu faktörlerde meydana gelen bir değişimin kapsamı ve etki süresinin araştırılması, tercih edilen para politikası uygulamasının etkinliğini artıracaktır. Bu kapsamda küresel kriz sonrası süreçteki finansal veriler, Türkiye özelinde TCMB tarafından kullanılan geleneksel olmayan politika araçlarının belirlenen hedef kapsamında başarılı olduğu ve gelecek süreçlerde de TCMB'nin fiyat ve finansal istikrarı aynı anda sağlamak adına, makroekonomik dengeleri de gözetilen politika stratejilerinin devam ettirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

Kaynakça

Smaghi, L.B. (2009). Conventional and Unconventional Monetary Policy. Bank for International Settlements. Basel: BIS Review (52/2009).

Haznedaroğlu, A.B. (2014). Finansal İstikrar: Türkiye'de Finansal İstikrara Yönelik Olarak Uygulanan Faiz Koridorunun Etkinliği Üzerine Bir Analiz (2006 – 2013), Maltepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Akgül, C., Gökdemir, L. (2022). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2008-2020 Dönemi Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Enflasyon ve Büyümeye Etkileri. Sosyal Bilimler Araştırmalarında Multidisipliner Stratejik Yaklaşımlar (s.45-68).

Arıcan, E., Okay, G. (2014). Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği. Journal of Economic Policy Researches, 1(1), 1-49.

TCMB (2013). Enflasyon Raporu-II, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/emu/AMB_ve_EMU.pdf (Erişim Tarihi: 20.07.2022).

Çokgezen, J. Y., Gündoğdu, S. K. (2022). Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrara Etkileri: TCMB Örneği. Artuklu Kaime Uluslararası İktisadi ve İdari Araştırmalar Dergisi, 169-201.

TCMB Bülten (2014), Sayı: 35. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/77402706-96b8-4359-b59a-47ef0e01e23c/BULTEN35.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=77402706-96b8-4359-b59a-47ef0e01e23c> (Erişim Tarihi: 20.07.2022).

Akçay, M. A. (1998). Para Politikası Araçları. Sayıştay Dergisi, Sayı:28.

Vural, U. (2013). Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi, TCMB Uzmanlık Tezi, Ankara.

Yücememiş, B. t., Alkan, U. ve Dağtır, C. (2015). Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi. Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 7(13), 449.

Berentsen, A., Marchesiani, A., ve Waller, C. J. (2010). Channel systems: why is there a positive spread? IEW - Working Papers 517, Institute for Empirical Research in Economics - University of Zurich.

Tunalı, H., Yalçınkaya, Y. (2016). Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi". İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi Mecmuası Cilt: 66, 2016/2 s, 61-112

Bank of Philippines. (2016, July). <http://www.bsp.gov.ph/downloads/publications/FAQs/IRC.pdf>

Gedikli, A. (2017). Para politikası aracı olarak faiz koridorunun etkinliği üzerine bir değerlendirme: Örnek ülke deneyimleri. Sosyal Bilimler Metinleri, 2017(1), 24-40.

Güneş, N. (2015). Encyclopedia of World Poverty (Ed.: Mehmet Odekon), Thousand Oaks: SAGE Publications,

Binici, M., Kara, H., Özlü, P. (2016). Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular. TCMB Çalışma Tebliği, No. 16/08, Mart 2016, 1-36.

Ersoy, E. (2012). Reel Sektörün Finansmanında Sermaye Piyasalarının Rolü. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 39, 69-91.

Eğilmez, M. (2014). Makro İhtiyati Politikalar ve Türkiye Uygulaması, <https://www.mahfiegilmez.com/2014/11/makro-ihtiyati-politikalar-ve-turkiye.html#more>, (Erişim Tarihi: 21.07.2022).

ETİK ve BİLİMSEL İLKELER SORUMLULUK BEYANI

Bu çalışmanın tüm hazırlanma süreçlerinde etik kurallara ve bilimsel atıf gösterme ilkelerine riayet edildiğini yazar(lar) beyan eder. Aksi bir durumun tespiti halinde Toplumsal Politika Dergisi'nin hiçbir sorumluluğu olmayıp, tüm sorumluluk makale yazarlarına aittir.