

Araştırma Makalesi

ABD ve Japonya Merkez Bankalarının 2008 Küresel Finansal Krizinde ve Covid-19 Pandemisinde Uyguladığı Para Politikaları

The Monetary Policies Implemented by the Fed and the BoJ During the 2008 Global Financial Crisis and the Covid-19 Pandemic

Osman KILINÇEL Dr. Serbest Araştırmacı osmankilincel@gmail.com https://orcid.org/0000-0002-7195-7534	Murat ÇETİNKAYA Prof. Dr., Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi m.cetinkaya@hbv.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-1698-4222
---	--

Makale Geliş Tarihi	Makale Kabul Tarihi
24.10.2024	12.11.2024

Öz

ABD emlak piyasasında başlayan ve küresel nitelik kazanan 2008 Küresel Finansal Krizi, Büyük Buhrandan sonra yaşanan en ağır finansal kriz olarak kabul edilmektedir. Tüm dünyada ekonomik ve sosyal sonuçları olan kriz, derin ve birbirine bağlantılı finansal sistemle Japon ekonomisini de etkilemiştir. ABD Merkez Bankası (Fed) ve Japon Merkez Bankası (BoJ) krize geleneksel olmayan para politikasını da içeren politika seti ile müdahale etmiştir.

2020 senesinde salgına dönüşen Covid-19, arz ve talep kanallarında aksaklıklara yol açarak finansal sektörü de etkilemiştir. Fed ve BoJ, Küresel Finansal Kriz dönemindeki kullanılan bazı politika seçeneklerinin kapsamını değiştirerek uygulamaya almıştır.

Bu çalışmada, finansal krizlerin yapıları ve dinamikleri ele alınarak finansal kriz modelleri incelenmiş, 2008 Küresel Finansal Krizinin nedenleri ile önceki krizlerle benzerlikleri ve ayrışan yönleri ele alınmıştır. Bu bulgular çerçevesinde, krizin nedeninin tek başına emlak piyasasındaki ipotekli konut kredileri olmadığı, bununla birlikte asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki tehlikeyi içeren finansal sektördeki uygulamaların etkili olduğu görülmüştür. Çalışmada, Fed ve BoJ'ın Küresel Finansal Krize ile Covid-19 döneminde uyguladığı para politikaları analiz edilmiştir. Finansal piyasalardaki farklılıklar sebebiyle her iki merkez bankasının finansal kriz ve Covid-19 pandemisi döneminde uyguladığı para politikasının araçlar, kapsam ve zamanlama yönüyle değişkenlik gösterdiği görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Fed, BoJ, Küresel Finansal Kriz, Covid-19, Para Politikası

Abstract

The 2008 global financial crisis, which started in the US real estate market and gained global character, is considered the most severe financial crisis after the Great Depression. The crisis, which had economic and social consequences all over the world, also affected the Japanese economy with its deep and interconnected financial system. The US Federal Reserve (Fed) and the Bank of Japan (BoJ) intervened in the crisis with a policy set that included unconventional monetary policy.

Önerilen Atıf /Suggested Citation

Kılınçel, O, Çetinkaya, M., 2024, ABD ve Japonya Merkez Bankalarının 2008 Küresel Finansal Krizinde ve Covid-19 Pandemisinde Uyguladığı Para Politikaları, *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 59(4), 2526-2555.

Covid-19, which turned into an epidemic in 2020, also affected the financial sector by causing disruptions in supply and demand channels. The Fed and the BoJ changed the scope of some of the policy options used during the global financial crisis and implemented them.

This study examined financial crisis models, focusing on the causes of the 2008 global financial crisis and its similarities and differences with previous crises. It was found that the crisis was not solely due to mortgage loans, but also to practices in the financial sector, including asymmetric information, adverse selection, and moral hazard. The monetary policies of the Fed and BoJ were analyzed, revealing variations in instruments, scope, and timing due to differences in financial markets.

Keywords: Fed, BoJ, Global Financial Crisis, Covid-19, Monetary Policy

1. Giriş

ABD’de ipotekli konut kredisine dayalı menkul kıymet piyasasında başlayan 2008 Küresel Finansal Krizi finans sistemini durma noktasına getirmiştir. Kriz, yalnızca finans sektörünü etkilemekle kalmamış, aynı zamanda ekonomik ve sosyal alanda derin ve kalıcı etkilere yol açmıştır. Bu dönemde, ekonomik faaliyetlerin genelinde belirgin bir daralma gözlemlenmiş; talep azalmış, ticaret ve ekonomik büyüme yavaşlamıştır. Bunun sonucunda birçok sektörde üretim seviyeleri düşmüş ve işsizlik oranları artmıştır. Özellikle, ABD’de işsizlik oranı kısa bir süre içerisinde tarihi zirvelere ulaşmış, 2007 yılı Mayıs ayında %4,4 seviyesinde bulunan işsizlik oranı, 2009 yılının Kasım ayında %10’a yükselmiştir. 2008 Küresel Finansal Krizi, 1929 Büyük Buhranından sonraki en büyük ekonomik kriz olarak kabul edilmekte olup, bu nedenle "Büyük Resesyon" terimi ile de anılmaktadır.

Finansal kriz, tüm finans sektörünü etkileyerek bankaların büyük değer kayıplarıyla karşı karşıya kalmasına ve en köklü finansal kurumların ödeme güçlerinin sorgulanmasına neden olmuştur. Piyasalarda likidite sıkıntısının ve ipoteklerin dondurulmaya başlanmış olması ve Fed’in krizi öngörmediğine ilişkin verdiği izlenim piyasalardaki paniği artırmıştır. Lehman Brothers’ın iflası para piyasalarının tamamen durmasına kadar giden süreci başlatmıştır. ABD borsası büyük kayıplarla çökmüş ve belirsizlik tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Sınır ötesi bağlantıları olan sermaye hareketleri ve uluslararası ticaretle kriz yayılarak küresel finans krizine dönüşmüştür. İpotekli konut kredi sisteminin çok farklı olduğu ülkelere de kriz sıçramış, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler krizden etkilenmiştir.

Finansal kriz öncesinde fiyat istikrarının olması, faizlerin ve işsizliğin ılımlı seviyede seyretmesi krizleri önlemek için fiyat istikrarının ve faiz politikasının başlı başına yeterli olmadığını göstermiş ve krizleri önlemede finansal istikrarın önemini ortaya koymuştur.

2008 Küresel Finansal Krizinin çıkış nedenleri arasında kredi genişlemesi ve bu şekilde oluşan konut balonu, geleneksel olmayan ipotekler, menkul kıymetleştirme ve kredi derecelendirmede yapılan hatalar, yüksek kaldıraçlı işlemler yer almakla birlikte bu faktörler tek başına değil, bununla birlikte asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki tehlikeyi içeren uygulamalarla krizi tetiklediği görülmüştür. Bu kapsamda, krizin başlamasında devlet garantilerinin, asimetrik bilginin ve sözleşmelerin yerine getirilememesi faktörlerinin; krizin yayılmasında ise bulaşma etkisinin bulunması, kredi geri ödeme riski yüksek kişilere kredi verilmesi yönüyle ters seçim ve kredi alanların krediyi verenlerin istemeyeceği alanlara yatırım yapması yönüyle ahlaki tehlike hususlarını barındırıyor olması krizin üçüncü nesil kriz teorileri kapsamında değerlendirilebileceğini göstermektedir (Kılınçel, 2022).

2008 Küresel Finansal Krizinde, çoğu merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarının alt limitlerini etkin bir şekilde sifıra yaklaştırmıştır. Aşırı düşük faiz oranları bile, finansal krizin derinleştiği ve ekonomik durgunluğun arttığı dönemde, çıktı ve istihdam artışını canlandırmaya yetmemiştir. Alt sınırın bağlayıcı bir kısıt olması sebebiyle merkez bankaları, amaçlarına ulaşmak için sözlü yönlendirme ve bilanço politikalarını içeren geleneksel olmayan politika araçlarına yönelmişlerdir. Dünya genelinde merkez bankalarının üstlendiği koordineli ve hızlı müdahalelerin ardından finansal baskı hafiflemiş ve ekonomiler toparlanmaya başlamıştır.

Fed’in krize ilk müdahalesi geleneksel politika araçlarından olan politika faizini geleneksel olmayan şekilde ivedilikle sifıra yakın bir seviyeye indirmek olmuştur. Bu süreçte, Fed çeşitli programlar aracılığıyla uzun vadeli faiz oranlarını aşağı yönlü baskı altına almayı ve finansal koşulları hafifletmeyi hedefleyen uzun vadeli menkul kıymet alımları da dahil olmak üzere çeşitli tedbirleri uygulamıştır.

Sözlü yönlendirmeye ilave olarak piyasalardaki likiditeyi desteklemek için bilançosunun varlık tarafını kullanan ve kredi verme veya menkul kıymet satın almasını kapsayan araçlarla krize müdahalede bulunmuştur. Bu araçlar üç grup altında yer almaktadır. İlki, Merkez Bankalarının geleneksel rolü olan borç veren son merci görevi kapsamındaki araç seti dahilinde bankalara ve diğer finansal kuruluşlara kısa vadeli likidite sağlanması; ikincisi, kredi piyasalarının işlerliğini tesis etmek için programlar oluşturması ve üçüncüsü ise açık piyasa işlemleriyle varlık alımları yaparak, uzun vadeli faiz oranları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturulmasıdır.

Fed'in kriz döneminde uyguladığı para politikasının sınıflandırılması bakımından, 2014 yılında Frederic S. Mishkin ve Eugene White tarafından yayımlanan çalışmada, Fed'in finansal kriz döneminde uyguladığı para politikası yöntemleri farklı başlıklar altında sınıflandırılmıştır. Faiz indirimleri yoluyla genişletici para politikası, yeni likidite programları, merkez bankaları arası işbirlikleri, geleneksel olmayan para politikası tedbirleri, finansal kuruluşların kurtarılması veya tasfiyesi, ABD Hazinesi tarafından uygulanan tedbirler ve gözetim faaliyetleri bu sınıflandırmanın temel başlıklarını oluşturmuştur.

ABD'de başlayan küresel kriz Japon ekonomisini etkilemiştir. Japonya ile ABD arasındaki ipotekli konut kredilerinin gayri safi yurtiçi hâsılaya oranları incelendiğinde, ABD'nin bu oranının Japonya'ya göre daha yüksek olduğu ve 2000'lerin başından itibaren belirgin bir artış gösterdiği gözlemlenmektedir. İpotekli konut kredilerinin ABD'de Japonya'ya kıyasla daha fazla olmasına rağmen, ABD'nin son çeyrek büyümesi -%7,6 olarak kaydedilirken, Japonya'nın büyümesi -%12 olarak gerçekleşmiştir. Japon ekonomisinin 2008 çeyreğinde daha fazla daralmasının nedeni, Japonya'nın en büyük ticaret ortaklarından birinin ABD olmasıdır.

Japonya Küresel Finansal Krize, faiz indirimleri, likidite programları, merkez bankaları arası SWAP ile geleneksel olmayan para politikası araçlarından olan sözlü yönlendirme ve kapsamlı parasal gevşeme programı ile müdahale etmiştir.

2008 Küresel Finansal Krizden 12 sene sonra Çin'de yüksek ateş ve öksürük gibi solunum yolu belirtileriyle ortaya çıkan yeni koronavirüs hastalığı (Covid-19), hızla küresel bir salgına dönüşmüştür.

ABD, ilk vaka görüldükten sonra Çin'den gelenlere karantina ve seyahat kısıtlamaları uygulamaya başlamıştır. Pandeminin hızla yayılması ve alınan tedbirlerle uygulanan kapanmalar, ekonomik endişeleri tetikleyerek finansal piyasaları olumsuz etkilemiştir; bu süreçte talep azalması, işten çıkarmalar, hanehalkı gelirlerinde düşüş, tedarik zincirlerinde bozulma ve mal ve hizmet arzında azalma meydana gelmiştir. Covid-19, arz ve talep kanallarındaki aksaklıklarla ekonomik yapıyı derinden sarsarak küresel finans sisteminde kriz belirtileri ortaya çıkarmıştır. 2008 Küresel Finansal Krizinden edinilen tecrübelerle, Fed bu defa pandemiye daha hızlı bir şekilde yanıt vererek finansal sisteminin işlerliğini korumak ve desteklemek amacıyla çeşitli mekanizmalar tasarlamış ve uygulamıştır.

Bu çalışmada, öncelikle kriz modelleri çerçevesinde 2008 Küresel Finansal Krizi incelenmiş ve bu krizin evreleri detaylandırılmıştır., Fed'in ve BoJ'nin Küresel Finansal Kriz döneminde uyguladığı para politikası tedbirleri değerlendirilmiştir. Son olarak, 2020 yılında başlayan koronavirüs pandemisi sürecinde Fed ve BoJ'nin uyguladığı para politikası ve araçları incelenmiştir.

2. Kriz Modellerinin Teorik Çerçevesi ve 2008 Küresel Finansal Krizi

Finansal krizler, uluslararası finans piyasalarını, bankacılık sektörünü, reel ekonomiyi, kamu kesimini ve hanehalkını sistematik olarak etkileyen geniş kapsamlı krizlerdir. Her ne kadar finansal krizlerin ortak özellikleri bulunsa da, finansal krizler farklı şekillerde ortaya çıkabilmektedir. Finansal krizler genellikle çok yönlü bir yapıya sahiptir ve tek bir gösterge ile tanımlanmaları güçtür.

İktisat disiplininde krizlere kaynaklık eden farklı unsurlarının çalışılması da kabul görmüş tek bir kriz tanımı yapılmasını da zorlaştırmaktadır. Örneğin Chicago Okulu, finansal krizleri, piyasa ekonomisinin sonucu olan bir hükümet başarısızlığı olarak değerlendirmeyi tercih etmez. Öte yandan, Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi gibi heterodoks teoriler, finansal krizleri kapitalist piyasa ekonomisinin kaçınılmaz bir yönü olarak görmektedir (Stanford, 2010).

Frederic Mishkin (1996) Asimetrik Bilgi Teorisine göre finansal krizi “Ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının daha da kötüleştiği finansal piyasalarda, bu durumun sonucunda fonların en verimli yatırım

fırsatlarına sahip olanlara etkin bir şekilde aktarılamadığı finansal piyasalardaki aksaklık” olarak tanımlamıştır. Dolayısıyla bir finansal kriz, finansal piyasaların verimli bir şekilde işleyememesiyle sonuçlanır ve bu da ekonomik aktivitede keskin bir daralmaya yol açar.

Lewis ve Kindleberger (2005), finansal piyasaların dinamiklerini incelemiş ve 1636'daki lale krizinden 21. yüzyıldaki dotcom balonuna kadar çeşitli finansal krizleri ele almıştır. Yazarlar, finansal kriz sürecinin üç aşamadan oluştuğunu, bunların cinnet, panik ve çöküş (manias, panics and crashes) olarak adlandırıldığını ileri sürmüşlerdir. Cinnet aşamasında, yatırımcılar kredi genişlemesi ile borçlanarak reel veya finansal varlıklara yönelmekte, bu durum varlık fiyatlarında haksız bir artışa neden olarak piyasa balonlarının oluşmasına yol açmaktadır. Panik döneminde ise tüketiciler, varlıklarını likit hale getirme eğilimi gösterirken, finansal güvenliği sağlamak amacıyla harcama yapmaktan kaçınmaktadırlar. Bu aşamada, borçların geri ödenmesinde zorluklar yaşanmakta ve paranın elde tutulmasına yönelik bir istek artmaktadır. Piyasadan çıkışa yönelik ani ve toplu hareketler, kitlesel paniğe yol açarak fiyatların düşmesine ve çöküşe neden olmaktadır.

Bordo, Eichengreen, Klingebiel ve Soledad Martinez-Peria (2001), finansal krizleri, finansal piyasa katılımcıları arasında önemli likidite kısıtlıkları ve iflas sorunlarının yanı sıra bu sonuçları kontrol altına almak amacıyla kamu müdahalesinin gerçekleştirildiği dönemler olarak tanımlamaktadır. Reinhart ve Rogoff (2010) ise, (i) finansal kuruluşların kapanmasına, birleşmesine veya devralınmasına yol açan banka kapanışları, (ii) benzer sonuçlara işaret eden önemli bir finansal kuruluşun (veya grubunun) birleşmesi, devralınması veya kapanmaması durumlarında büyük ölçekli devlet yardımı sağlanması halinde finansal kriz meydana geldiğini savunmaktadır.

Finansal krizlerin alt türleri arasında yer alan bankacılık krizi ve para krizi incelendiğinde, kabul edilen tanım ve ortak özelliklerin belirginleştiği görülmektedir. Krugman (2007), para krizleri konusunda evrensel olarak kabul görmüş bir tanımın bulunmadığını, ancak çoğu iktisatçının yatırımcıların devalüasyona uğrayacağından korkarak topluca bir para biriminden kaçışlarının beklenen devalüasyonu tetiklediği konusunda hemfikir olduğunu ifade etmiştir. Laeven ve Valencia (2008), sistemik bankacılık krizini, bir ülkenin kurumsal ve finansal sektörlerinin çok sayıda temerrüt yaşadığı ve finansal kurumların sözleşmelerini zamanında geri ödemekte büyük zorluklar çektiği olaylar olarak nitelendirmiştir. Sonuç olarak, sorunlu krediler keskin bir artış göstermekte ve toplam bankacılık sistemi sermayesinin tamamı veya çoğu tükenmektedir. Bu duruma, durgun varlık fiyatları, reel faiz oranlarında keskin artışlar ve sermaye akışlarında bir yavaşlama veya tersine dönme eşlik edebilir. Bazı durumlarda, kriz, mevduat sahiplerinin bankalara hücum etmesiyle tetiklenmektedir.

2.1 Kriz Modelleri

Krizlerin ortak özellikleri bulunsa da, başlangıç ve etkileri açısından farklılıklar gösterirler. Bir ülkede başlayan bir kriz, zamanla bölgeyi ve dünya ekonomisini de etkileyebilir. Bu nedenle, krizlerin dinamiklerini anlamak ve önceden tahmin edebilmek için çeşitli analizler yapılmakta ve farklı kriz modelleri geliştirilmiştir. Bu modeller genellikle Birinci, İkinci ve Üçüncü Nesil Kriz Modelleri olarak üç ana grupta toplanmaktadır.

Birinci Nesil Kriz Modeli, 1970 ve 1980'lerde Latin Amerika'da yaşanan krizleri açıklamak amacıyla Krugman tarafından, ABD Merkez Bankası çalışanlarından Stephan Salant'ın daha önce geliştirdiği Kanonik Model temel alınarak oluşturulmuş olup, sonradan birinci nesil model olarak anılmaya başlanmıştır (Krugman, 1998). Modelde, döviz kurunu sabit tutmaya çalışan hükümetlerin piyasalara müdahale etme biçimini ele alır. Hükümetin döviz arzını sağlamak için yeterli rezervleri olmadığında, spekülörler döviz kurunun yükseleceğini öngörerek ataklar yaparlar. Bu süreçte rezervler azalır ve sonunda sabit kur politikası terk edilmek zorunda kalır (Çetinkaya, 2011).

İkinci Nesil Kriz Modelleri, Birinci Nesil'in yetersiz kaldığı durumlar için geliştirilmiştir. Maurice Obstfeld'in çalışması, beklentilerin önemine vurgu yapmakta ve sabit kur uygulayan hükümetlerin kendi kendini gerçekleştiren spekülasyon saldırılarıyla karşı karşıya kalabileceğini ortaya koymaktadır. Eğer piyasa oyuncuları sabit kur rejiminin çöküşünü beklemiyorsa, bu durum kriz yaşanmasını engelleyebilir; fakat tam tersi bir durumda spekülasyon ataklar kaçınılmaz hale gelmektedir. Diğer taraftan, makroekonomik veriler iyi olsa bile hanehalkının kriz beklentisi varsa spekülasyon ataklarla kriz çıkabilmektedir.

Üçüncü Nesil Kriz Modeli ise 1997 Asya krizi sonrası ortaya çıkmıştır. Bu model, finansal liberalizasyonun ve özel sektör yükümlülüklerine devlet garantisi verilmesinin, mali istikrarsızlığa yol açabileceğini vurgular Padhan ve Prabheesh (2019). Yeterince regüle edilmeyen finansal sektörler, kısa vadeli borçlarla uzun vadeli projeleri finanse etmeye çalışırken likidite şokları ve döviz cinsinden borçlarla karşılaşabilir. Bu durum, bankacılık krizleri ve ikiz krizleri gibi sorunları tetikleyebilir (Koh, Köse, Nagle, Ohnsorge ve Sugawara, 2020).

İktisatçılar krize sebep olan faktörlere verdikleri önem çerçevesinde üçüncü nesil kriz modelini farklı yönlerine vurgu yaparak açıklamaya çalışmışlardır. Krugman (2001), üçüncü nesil modellerde üç temel kriz nedeni üzerinde durmaktadır. Bunlar: (1) Ahlâki tehlike kaynaklı yatırımlar; dış borç ile finanse edilen yatırımların aşırı biçimde yapılması ve daha sonra bu sürecin tersine dönmesi, (2) Açık ekonomilerde bankacılık sisteminden hızlı kaçışların görülmesi ve (3) Ödemeler bilançosu bozulmalarının döviz kuru üzerinde oluşturduğu baskıdır.

2.2 2008 Küresel Finans Krizinin Nedenleri

Finansal sektör krizlerine neden olan çeşitli faktörler bulunmaktadır. Mishkin (1999), bu faktörleri bankacılık sistemindeki sorunlar, faiz oranlarındaki artışlar, belirsizliklerin artışı ve varlık fiyatlarındaki değişimlerin finansal olmayan şirket bilançolarında yol açtığı bozulmalar olarak dört ana başlık altında toplamaktadır. Bu unsurlar, finansal krizlerin ortaya çıkmasında kritik bir rol oynamaktadır.

2008 Küresel Finansal Krizinin ABD’de işsizlik ve resesyona sebep olarak ekonomik etkilerinin artması neticesinde krizi ve nedenlerini araştırmak üzere ABD Hükümetince Finansal ve Ekonomik Krizin Nedenlerinin Araştırma Komisyonu kurulmuştur. Komisyonun 2011 senesinde tamamladığı rapor kapsamında krizin nedenleri analiz edilmektedir. Komisyon görüşmelerinde önemli tartışmalar gerçekleşmiş, krizin tetikleyicisi faktörlerin tek başına krizin sebebi olamayacağı ve krizin önlenebileceği hususu vurgulanmıştır.

2.2.1 Kredi ve Konut balonu

Büyük petrol üreticisi ülkeler, Çin ve gelişmekte olan ülkeler, 1990’ların sonlarından itibaren oluşturdukları sermaye fazlasını ABD ve Avrupa’ya borç vererek faiz oranlarının düşmesine yol açmıştır. Bu durum, kredi marjlarının daralmasını beraberinde getirerek, riskli yatırımları finanse etmek için gereken borçlanma maliyetinin azalmasına neden olmuştur. ABD ve Avrupa’da, en belirgin örneği yüksek riskli ipotek yatırımlarının artışıyla kendini gösteren bir kredi balonu oluşmuştur.

Düşük faiz oranları ve gevşek kredi politikaları nedeniyle, gelir testini geçemeyecek işsiz bireyler ve düşük gelirli aileler dahi, daha önce erişemedikleri kredi olanaklarına ulaşabilmişlerdir. Ters seçim olarak da adlandırılan bu durum, riskli ipoteklerin daha fazla yayılmasına ve finansal sistemdeki dengesizliklerin artmasına neden olmuştur. Sonuç olarak, geniş bir kitleye yayılan kredi verme uygulamaları ileride daha büyük bir krizin zeminini hazırlamıştır. Kredi balonu oluşmasına müdahale etmeyen para politikası, krize doğrudan neden olmamakla birlikte, krizin etkisini artıran unsurlar arasında yer almıştır.

ABD’de 1990’ların sonlarından itibaren, özellikle 2000’lerde hız kazanan ev fiyatlarındaki büyük ve sürekli artışlar, nüfus artışı, arazi kullanım kısıtlamaları, aşırı iyimserlik ve kolay finansman gibi etkenlerle tarihsel eğilimlerin çok üzerinde bir konut balonu oluşmasına yol açmıştır. Bu balonun patlaması, ev sahipleri ve yatırımcılar için ciddi kayıplara neden olmuştur.

2.2.2 Geleneksel olmayan ipotekler

ABD konut fiyatlarına ilişkin aşırı iyimser varsayımlar, birincil ve ikincil ipotek piyasalarındaki kusurlar, zayıf kredi oluşturma uygulamalarına yol açarak konut finansmanına kredi akışını artırmıştır. Ucuz krediye erişimi olan finansal kuruluşlar çoğu zaman borçluların geri ödeme kabiliyetinin ötesinde olan çok sayıda yüksek riskli, geleneksel olmayan ipotek oluşturmuştur. Aynı zamanda, finansal okur yazarlığı düşük birçok ev alıcısı ve ev sahibi, ipoteklerinin şartlarını anlama ve ihtiyatlı finansal kararlar alma sorumluluklarını yerine getirmemiştir. Asimetrik bilgi içeren bu hususlar konut balonu oluşunu daha da artırmıştır.

Fed Başkanı Bernanke, Finansal ve Ekonomik Krizin Nedenlerini Araştırma Komisyonu toplantısında, hem borç verenlerin hem de borç alanların ev fiyatlarının sürekli olarak yükseleceğine inandıklarını,

borçluların uzun vadede geri ödenmesi beklenmeyen ipotekleri tercih edip uzattıklarını ve bu kredilerin, konut öz sermayesi biriktirmenin daha sürdürülebilir ipoteklere yeniden finansman sağlamasına olanak tanıyacağı umuduyla verildiğini ifade etmiştir. Ayrıca, artan ev fiyatlarının bir süre kendi kendini gerçekleştiren bir kehanet haline geldiğini, ancak bu değer artışının sürdürülememesi sonucunda ev fiyatlarının düştüğünü vurgulamıştır. Bu durum, ipotekli kredilerin verilmesinde konut öz sermayesinin birikmesi beklentilerinin etkisini göstermektedir (FCIC, 2011).

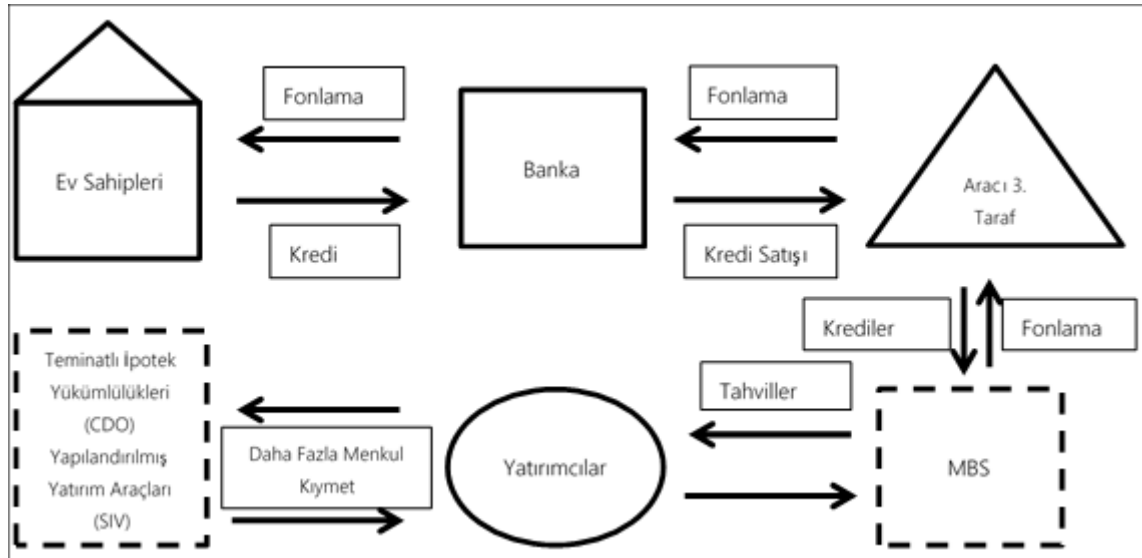
2.2.3 Menkul kıymetleştirme ve kredi derecelendirme

Menkul kıymetleştirme ve kredi derecelendirme süreçlerindeki hatalar, riskli ipotekleri sorunlu finansal varlıklara dönüştürmüştür. Menkul kıymetleştiriciler, işleme aldıkları ipoteklerin kredi kalitesini düşürmesine rağmen, kredi derecelendirme kuruluşları bu ipoteklere dayalı menkul kıymetler ve türevlerini yanlış bir şekilde güvenli yatırım olarak değerlendirmiştir. Yatırımcılar ise kredi notlarının nasıl verildiği konusunda yeterli bilgiye sahip olmadıklarından doğru bir değerlendirme yapamamışlardır. Bu unsurlar, zincirleme olarak daha riskli ipoteklerin ortaya çıkmasına yol açmıştır.

Varlık menkul kıymetleştirme, alım satımı yapılmayan varlıkların, nakit akışlarının yeniden paketlenmesi yoluyla varlığa dayalı menkul kıymetler (ABS - Asset Backed Securities) olarak adlandırılan alınıp satılabilir menkul kıymetlere dönüştürmedir. Varlığa dayalı menkul kıymetlerin daha yaygın bazı örnekleri, ipotekli konut kredisine dayalı menkul kıymetleri (MBS) veya kredi alacaklarını içermektedir.

Varlığa dayalı menkul kıymetler, vade, teminat ve risk bakımından çeşitlilik gösterebilir. Öte yandan, menkul kıymetlerin bilançodan çıkarılması için dayanak varlıkların satılması, likit olmayan varlıkların portföyler halinde gruplanması, temerrüt riskini azaltmak amacıyla kredi geliştirilmesi ve varlıkların alt gruplara ayrılması gibi ortak özellikler barındırır.

Şekil 2.1 İpotekli Konut Kredisi Fonlama Süreci



Kaynak: Rosen, 2007

Örneğin, bir banka, ev satın alacak bir müşteriye 30 yıllık bir kredi sağladığında, bu krediyi kendi portföyünde tutup 30 yıl boyunca aylık taksitlerle geri ödeme almak yerine, krediyi başka bir yatırımcıya satarak bilançosundan çıkarmayı tercih edebilir. Böylelikle banka, krediyi devrederek yeni kaynak yaratır ve tekrar kredi verme kapasitesine ulaşır. Bankalar, kredi kullandırma karşılığında müşterilerinden ücret aldıkları için, daha fazla kredi vererek karlarını artırma imkanı elde ederler. Ancak, konut kredisi likit, yani hızlıca nakde çevrilebilen bir varlık değildir.

Banka, kredinin tamamını tek bir alıcıya satmak yerine, verilen kredileri bir araya getiren bir üçüncü kuruluşa (örneğin, ABD'deki Fannie Mae veya Freddie Mac gibi devlet destekli kuruluşlar) devredilmiştir. Devlet destekli kuruluşlar, satın aldığı kredileri bir havuzda toplayarak, yatırımcılar aracılığıyla, ipotēge dayalı menkul kıymetler (MBS) oluşturmuş ve ihraç etmişlerdir. Diğer tahvillerle

benzerlik gösteren bu menkul kıymetler, alıcılara düzenli faiz ödemeleri ve vade sonunda anapara iadesi taahhüdünde bulunmakta, dayanak ipoteklerin nakit akışlarıyla finanse edilmektedir. Bu süreç sonucunda, varlıklar bilanço dışına çıkarılmakta, ipoteği oluşturan bankadan yasal olarak ayrılmakta ve bankanın alacaklıları (örneğin mudiler ve tahvil sahipleri) üzerinde ipotek ödemelerine dair herhangi bir hak iddiası kalmamaktadır. Ayrıca, MBS'lerin dilimler halinde ihraç edilmesi ve anapara ödeme önceliğine göre sınıflandırılması (birincil ve ikincil) nakit akımlarının hesaplanmasını zorlaştırmakta ve dolayısıyla yatırımcıların bu menkul kıymetlere yatırım yapabilmeleri için gerekli bilgilere erişimini sınırlanmaktadır.

2008 Krizinde yapılandırılmış finansal ve türev ürünler ile ipotekler krize sebep olan zehirli varlık olarak tabir edilen ürünlere dönüşmüştür.

Moody's, S&P ve Fitch Ratings, kredi derecelendirme sektöründe neredeyse tam bir hakimiyet sağlayan kuruluşlardır. Bu şirketler, uluslararası kredi derecelendirme hizmetlerinin büyük bir kısmını yürütmekte olup, "üç büyükler" olarak adlandırılır ve dünya çapında geniş bir tanınırlığa sahiptirler. Verdikleri kredi notları, analizler ve değerlendirmeler, para ve sermaye piyasaları üzerinde önemli etkiler oluşturarak, küresel döviz kurları ve borsa endekslerinde dalgalanmalara sebep olmaktadır. Bir ülkenin kredi notu veya genel görünümündeki değişiklik, o ülkenin uluslararası finans piyasalarındaki borçlanma kapasitesini etkileyebilmektedir. (Günel, 2019).

Aslında, kredi derecelendirme kuruluşlarından finansal bozulmaları önceden fark etmeleri beklenirdi. Ancak zamanla bu kuruluşların yapısı büyük ölçüde değişmiştir. Başlangıçta, potansiyel yatırımları değerlendirmek için yatırımcılardan gelir elde ederlerken, daha sonra iş modellerini yatırımcılardan ziyade borç alanlara hizmet satacak şekilde değiştirmişlerdir. Ayrıca, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) tarafından yapılan reformlarla, borç ihraç etmek isteyenlerin bir kredi notu alma zorunluluğu getirilmiş ve bu durum, kredi verenlerin derecelendirme hizmetleri için ödeme yapmasına yol açmıştır.

Bu düzenleme, önemli bir çıkar çatışmasına neden olmuştur. Bazı menkul kıymetleri satmak isteyen bankalar, en iyi notu almak için farklı derecelendirme ajansları arasında seçim yapma imkanına sahip olmuştur. Bankalar, yapılandırılmış finansal ürünlerini derecelendirme kuruluşlarına başvurarak, bu ürünlere en yüksek kredi notunu almak için nasıl bir yapılandırma yapmaları gerektiği konusunda modelleme veya danışmanlık hizmeti alabilmek adına ödeme yapmışlardır. Bu durum, derecelendirme kuruluşlarının gerçekçi bir değerlendirme yapmalarının, komisyon kaybı anlamına gelmesine neden olmuştur. Bu kuruluşlar, incelenen menkul kıymetlere yüksek notlar vermek için çeşitli teşviklere sahip hale gelmişlerdir. Kriz öncesinde derecelendirme şirketleri, hak edilmeyen AAA notlarını sofistike yapılandırılmış finansal ürünlere vererek kazançlarını artırmışlardır (Roubini, Mihm, 2010).

2.2.4 Finansal kurumların risklerinin artması

Finans kuruluşları konut risklerini havuzda toplamış, riskleri birbiri ile bağlantılı hale getirmişlerdir. Bilançolarında büyük miktarda konut riski taşımışlar, risklerin yönetilebilir olduğunu değerlendirmesiyle konut fiyatlarının düşme olasılığının çok az olduğu ve farklı bölgelerde fiyatlar arasında korelasyon bulunmadığı, örneğin, Nevada'da konut balonunun patlaması Florida'da bir konut balonunun patlamasıyla aynı anda gerçekleşmeyeceği yönünde varsayımda bulunmuşlardır. Konut fiyatları şiddetli bir şekilde düştüğünde yapısal sorunlar, hatalı varsayımlar ve kötü risk yönetimi konut yatırımı yapan firmalar için çok büyük mali kayıplara neden olmuştur.

2.2.5 Kaldıraç ve likidite riski

Finans kuruluşları bilançolarında taşıdıkları risklere göre çok az sermaye tutarak yoğun konut riskini büyümüş, günlük likiditeleri için repo ve bono piyasalarında kısa vadeli finansmana güvenmişlerdir. Konut yatırımlarının sağlam olduğunu ve likiditenin her zaman mevcut olacağını değerlendirmişlerdir. Diğer taraftan, ödeme gücündeki zorluklar likidite krizlerini tetikleyerek bazı finans kuruluşlarının iflasına neden olmuştur.

İflas eden bazı kurumların yüksek kaldıraçla yani düşük sermaye ve yüksek borçla işlem yapmaktaydı. Bu durum, firmaları işler iyi giderken son derece karlı hale getirmiştir. Bu durum, firmaları işler iyi giderken son derece karlı hale getirmiş ancak bu varlıkların piyasa değerindeki %3'lük bir düşüş onları teknik olarak iflas ettireceğinden, küçük bir kayba bile yüksek derecede duyarlı hale gelmiştir. Yüksek

kaldıraçla, yoğunlaşmış ve yüksek oranda bağlantılı riskler kırılğan halde bulunan finans sektörünü krize sevk etmiştir.

2.2.6 Bulaşma riski ve kriz

Üçüncü nesil kriz teorileri, herhangi bir bölgede meydana gelen ekonomik şokların başka bölgelere nasıl yayıldığını açıklamak için bulaşma kavramını kullanmaktadır. 2008 Eylül ayında beklenmedik şekilde iflas eden Lehman ve takip eden iflas ve yeniden yapılandırmalarla finansal panik tetiklenmiş ve daha sonra şiddetlenmiştir.

Şok ve paniğin ardından bazı fonlama piyasaları tamamen çökmüş ve şoku takiben spreadlerde hızlı bir artış yaşanmıştır. Azalan kredi imkânları, konut balonunun çökmesi ve borsadaki düşüşten kaynaklanan ek servet kayıpları, tüketim ve üretimde keskin bir daralmaya ve işsizlikte artışa yol açmıştır. Reel GSYH, 2008'in üçüncü çeyreğinde %4,0, dördüncü çeyreğinde ise son otuz yılın en kötü daralması olan % 6,8, 2009'un ilk çeyreğinde ise %4,0 oranında küçülmüştür. Firmalar ve haneler faaliyetlerini yavaşlatmış, işe alımlar ve yeni yatırımlar durma noktasına gelmiştir. Panik başladıktan sonra, işten çıkarmalar hızlanmış; 2008'in ilk üç çeyreğinde aylık ortalama 185.000 kişi işini kaybederken, dördüncü çeyrek ve 2009'un ilk çeyreğinde bu rakam aylık 700.000'in üzerine çıkmıştır. İşsizlik oranı Ekim 2009'da %10 ile zirve yapmış, 2009'un geri kalanı ve 2010'un ilk on bir ayında %9,5'in üzerinde seyretmiştir. (The Financial Crisis Inquiry Report, 2011).

ABD'de konut sektöründe başlayan kriz finansal kırılğanlıklarla önce tüm finans sektörünü etkilemiş, sınır ötesi bağlantıları olan sermaye hareketleri ve uluslararası ticaretle de yayılarak küresel finans krizine dönüşmüştür. İpotekli konut kredi sisteminin çok farklı olduğu ülkelere de kriz sıçramış, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler krizden etkilenmiştir.

Krizin başlamasında devlet garantilerinin, asimetrik bilginin ve sözleşmelerin yerine getirilememesi faktörlerinin; krizin yayılmasında ise bulaşma etkisinin bulunması, kredi geri ödeme riski yüksek kişilere kredi verilmesi yönüyle ters seçim ve kredi alanların krediyi verenlerin istemeyeceği alanlara yatırım yapması yönüyle ahlaki tehlike hususlarını barındırıyor olması 2008 Küresel Finansal Krizinin üçüncü nesil kriz teorileri kapsamında değerlendirilebilecek boyutları olduğunu işaret etmektedir.

3 ABD Merkez Bankası Fed'in 2008 Küresel Finansal Krizinde Uyguladığı Para Politikası

Fed'in, finansal krize yönelik aldığı tedbirler müdahale araçları yönüyle üç grup altında değerlendirilebilir. İlki, merkez bankasının geleneksel rolü olan borç veren son merci görevi kapsamındaki araç seti dahilinde bankalara ve diğer finansal kuruluşlara kısa vadeli likidite sağlanmasıdır. Geleneksel indirim penceresi, krizle ilgili Vadeli İhale Kolaylığı (TAF), Piyasa Yapıcı Kredi Kolaylığı (PDCF) ve Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (TSLF) gibi araçlar bu kategoriye girmektedir. Fed, ayrıca, küresel fon piyasalarına dolar likiditesi sağlamak için bazı yabancı merkez bankalarıyla para takası (SWAP) anlaşmaları da imzalamıştır.

Fed'in ikinci araç seti, kredi piyasalarında doğrudan borçlulara ve yatırımcılara likidite sağlanmasını içermektedir. Finansman Bonosu Fonlama Kolaylığı (CPFF), Varlığa Dayalı Ticari Bono Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı (AMLF), Para Piyasası Yatırımcı Fonlama Kolaylığı (MMIFF) ve Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı (TALF) bu kategori içindedir.

Üçüncü bir araç olarak, Fed geleneksel açık piyasa işlemleri aracını, kredi piyasalarının işleyişini desteklemek, uzun vadeli faiz oranları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmak ve uzun vadeli tahvil satın alma yoluyla finansal koşulları daha uygun hale getirmek için genişletmiştir. Quantitative Easing (QE) olarak da bilinen Büyük Ölçekli Varlık Alımları (LSAP) bu kapsamdadır.

Bu bölümde Fed'in kriz döneminde uyguladığı para politikası yöntemler yönüyle sınıflandırılırken, Mishkin ve White (2014) çalışmaları dikkate alınmıştır. Bu kapsamda finansal kriz dönemindeki para politikası, i) Faiz indirimleri yoluyla genişletici para politikası, ii) Yeni likidite programları, iii) Merkez Bankaları arası işbirlikleri, iv) Geleneksel olmayan para politikası tedbirleri, v) Finansal kuruluşların kurtarılması veya tasfiyesi olarak beş başlıkta ele alınmıştır.

3.1 Faiz İndirimleri Yoluyla Genişletici Para Politikası

Federal Açık Piyasa Komitesi, devam eden finansal krizi, parasal gevşeme gerektiren bir makroekonomik sorundan çok, likidite azlığına ilişkin teknik bir sorun olarak görerek, müdahalede yavaş kalmıştır. Finansal krizin işaretlerinin belirginleştiği bir ortamda Komite, 7 Ağustos 2007 tarihli bildirisinde, yüksek enflasyonu “baskın politika kaygısı” olarak nitelemiştir (Fed, 2007).

Piyasalardaki olumsuz gelişmeler ve likidite sıkıntılarının artmasıyla, Fed 17 Ağustos 2007 tarihinde yapılan toplantıda, finansal piyasa koşullarının kötüleştiğini, sıkı kredi şartları ve artan belirsizliklerin büyümeyi sınırlama riski taşıdığını belirterek, iskonto penceresi faiz oranı ile gösterge faiz oranı arasındaki farkı 50 baz puan düşürmüştür. Ardından, 18 Eylül toplantısında Fed, federal fon oranı hedefini 50 baz puan azaltmıştır.

Aralık 2007'de durgunluk başladığında, Fed gösterge faizini 100 baz puan indirip, Mayıs 2008'e kadar toplamda 325 baz puanlık indirim yaparak, 16 Aralık 2008'de faiz oranını neredeyse sıfıra çekmiştir. Fed'in bu hamleleri, Lehman Brothers'ın Eylül 2008'deki iflasından doğan paniği yatıştırarak para politikasının önleyici karakterini göstermiştir (Mishkin ve White, 2014).

3.2 Yeni Likidite Programları

Fed, Kanunun, olağan dışı ve acil durumlarda kredi ve avans verilmesini öngören 13(3) no.lu maddesine dayanarak, 2008 yılında, belirli bir banka dışı finansal firma sınıfındaki tüm uygun borçlulara veya banka dışı finansal piyasanın belirli bir segmentine kredi vermek için geniş tabanlı beş program oluşturmuştur.

Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (TSLF) ve Piyasa Yapıcı Kredi Kolaylığı (PDCF), birincil bayilere (Fed'in açık piyasa işlemleri için karşı tarafı olan bir grup yatırım firması) yardımcı olmak için oluşturulmuştur.

Ayrıca, Varlığa Dayalı Ticari Bono Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı (AMLF), Finansman Bonosu Fonlama Kolaylığı (CPFF) ve Para Piyasası Yatırımcı Fon Kolaylığı (MMIFF), ticari bono piyasasını desteklemek amacıyla oluşturulmuştur; MMIFF programı ise kullanılmamıştır. Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Kredi Kolaylığı (TALF) ise varlığa dayalı menkul kıymetler (ABS) piyasasını desteklemek için geliştirilmiştir. Bu programlar arasında en büyük miktara sahip olan CPFF, en küçük olanı ise TALF'dir. (Labonte, 2015).

3.3 Merkez Bankaları Arası İşbirlikleri

Fed, kriz sırasında diğer merkez bankalarına son borç verme mercii olarak da görev yapmıştır. Fed, Aralık 2007'de Avrupa Merkez Bankasıyla ve İsviçre Ulusal Bankasıyla yerel bankalarına dolar kredisi verebilmeleri için para takası (SWAP) hatları kurmuştur. Lehman Brothers'ın iflasından sonra Fed, Avustralya, Brezilya, Danimarka, İngiltere, İsveç, Japonya, Kanada, Kore, Meksika, Norveç, Singapur ve Yeni Zelanda merkez bankalarıyla para takası anlaşmaları yapmış ve bu kapsamda yaklaşık 600 milyar doları yabancı merkez bankalarına kullandırmıştır.

3.4 Geleneksel Olmayan Para Politikası Tedbirleri

Geleneksel olmayan para politikası temel olarak sözlü yönlendirme ve bilanço politikaları olarak iki sınıfta incelenebilir. Sözlü yönlendirme, merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarını etkilemek için gelecekteki politika eylemlerine ilişkin açık beyanından oluşmaktadır. Bilanço politikaları ise, merkez bankası bilançosunun boyutundaki ve bileşimindeki değişiklikleri içermektedir (Woodford 2012).

Faiz oranlarını alt sınıra indiren Fed, gelecekteki kısa vadeli faiz oranları hakkında iletişim yoluyla sözlü yönlendirme ve niceliksel genişleme olarak bilinen devlet tahvillerinin satın alınması gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını 2008 yılında kullanmaya başlamıştır (Rudebusch, 2018).

3.4.1 Sözlü yönlendirme

Greenspan Fed Başkanlığı döneminde, 2003-2004 senelerindeki bildirilerde, faiz oranını “önemli bir süre” düşük tutmak için ileriye dönük rehberlik etmiş ve sözlü yönlendirmeye politika oranlarına ilişkin piyasa beklentilerini ve dolayısıyla genel olarak varlık fiyatlarını ve getirilerini etkilemiştir (Bernanke, 2020). Kriz sonrası dönemde, Fed, bu iletişimini geliştirmek için çeşitli adımlar atmıştır. Bu kapsamda,

politika faizinin gelecekteki seyri hakkında duruş Fed'in bildirilerine de yansımaya devam etmiştir. Fed, Mart 2009'dan Haziran 2011'e kadar yaptığı açıklamalarda, "ekonomik koşulların, uzun bir süre boyunca istisnai olarak düşük seviyelerde faizi muhtemel kıldığı" ifadesini kullanmıştır. Bununla birlikte, bu bildiri ifadesini kullanmadan birkaç ay boyunca, son derece düşük bir fon oranının "bir süre" yürürlükte olacağı beklentisine atıfta bulunmuştur (D'Amico, English, López-Salido, ve Nelson, 2012). Ağustos 2011'de, Fed, yönlendirmeyi ilk kez açık bir tarihe bağlayarak, gösterge faizini "en azından 2013 ortasına kadar" sifıra yakın tutacağını belirtmiştir. Ocak 2012'de bu taahhüdü "en azından 2014'ün sonlarına kadar" uzatmış ve Eylül 2012'de taahhüdü bir kez daha "en azından 2015 ortasına kadar" ertelemiştir. Aralık 2012'de FOMC, politika eylemi için bir tarih belirten kılavuzdan (zamana bağlı yönlendirme), oranların yükseltilmesi için karşılanması gereken koşulların açıklamasına (duruma bağlı yönlendirme) geçiş yapmıştır.

Spesifik olarak, politika yapıcılar, enflasyon ve enflasyon beklentileri ılımlı kaldığı sürece işsizlik en az %6,5'e düşene kadar politika faizini yükseltmeyi düşünmemeye bile söz vermiştir. Bir yıl sonra, bu açıklama daha da güçlendirilmiş ve FOMC, işsizliğin %6,5'in altına düştüğü "zamandan çok önce" herhangi bir oran artışı olmayacağını belirtmiştir. Fed tarafından giderek daha açık bir şekilde yapılan sözlü yönlendirmeler, faiz oranı beklentilerini "güvercin" yönünde kaydırmanın istenen etkisini oluşturmuş ve 2011'in ikinci yarısında iki yıllık getiriler yaklaşık %0.25'e gerilemiştir (Bernanke, 2020).

3.4.2 Varlık alımları

Fed, kısa vadeli faiz oranlarının neredeyse sıfır olduğu 2008 sonu ile Ekim 2014 tarihleri arasında ekonomik toparlanmayı desteklemek ve uzun vadeli faiz oranlarını aşağı çekmek için "büyük ölçekli varlık alımları" olarak bilinen ve kendine özgü özellikleri bulunan üç farklı varlık alımları operasyonu gerçekleştirmiştir.

Varlık alımları Portföy Dengesi veya Bölünmüş Piyasalar Teorisi, Tercih Edilen Habitat Teorisi ve Sinyal Etkisi olarak üç temel üzerinden ekonomiyi etkilemektedir.

Portföy Dengesi veya Bölünmüş Piyasalar Teorisine göre, Merkez Bankacıları vadesi uzun varlıkların satın alınmasıyla getiri eğrisinin daha düz hale geleceği kanaatinde olmuşlardır. Teoriye göre, farklı vadelerdeki varlıklar, vadeler arasında arbitrajı engelleyen alım satım maliyeti gibi etkenler nedeniyle tam ikame değillerdir. Kısa vadeli faiz oranları sıfırken veya sifıra yakinken, uzun vadeli faiz oranlarındaki düşüşler, uzun vadeli ve kısa vadeli faiz oranları arasındaki marjı daraltır (Williamson 2017). Bernanke 2020 senesinde, Portföy Dengesi Etkisini, "Portföy dengesi etkisi çalışıyorsa, merkez bankasının planlı alımlarının beklenmedik şekilde büyük bir bölümünün belirli bir varlığa ayrılacağı haberi, o varlığın fiyatını diğerlerine göre yükseltecektir" olarak açıklamıştır.

Tercih Edilen Habitat Teorisine göre, varlıkların vadeleri üzerinde finansal piyasa katılımcılarının tercihleri bulunmaktadır ve eğer yatırımcıların farklı bir vadeye geçişleri tazmin edilirse yatırımcıların tercihlerini bu yönde kullanabilecekleri ileri sürülmektedir.

Sinyal Etkisine göre, Yatırımcılar, varlık alımları devam ettiği sürece politika yapıcılarının kısa vadeli faiz oranlarını artırmayacağından emin olmuşlardır. Kısa faiz oranlarının düşük tutulacağına dair varlık alımlarıyla verilen sinyalin görülmesiyle, uzun vadeli faiz oranlarında da aşağı yönlü eğilim başlamıştır (Bernanke 2020).

3.4.2.1 QE1

Fed, 25 Kasım 2008 tarihinde yaptığı basın duyurusu ile büyük ölçekli varlık alımları yapacağını duyurmuştur (Fed, 2008). Bu açıklamayla Fed, 600 milyar Dolarlık varlık alımları programını yürütürken, ABD hükümeti tarafından ihraç edilen uzun vadeli menkul kıymetleri ve Fannie Mae veya Freddie Mac gibi devlet destekli kuruluşlar tarafından ihraç edilen veya garanti edilen daha uzun vadeli menkul kıymetleri satın almıştır. Fed'in alımları piyasadaki mevcut menkul kıymet arzını azaltmış ve bu menkul kıymetlerin fiyatlarında artışa ve getirilerinde düşüşe yol açmıştır. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerdeki düşük getiriler de ipotek oranlarını düşürmüştür. Yatırımcılar da yüksek getirili menkul kıymet olarak portföylerini değiştirmişlerdir. Yatırımcıların alımları menkul kıymetlerin fiyatlarını yükseltmiş ve getirilerini düşürmüştür.

Böylece, Fed'in varlık alımlarının genel etkisi, uzun vadeli menkul kıymetlerin getirileri üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmuş, ipotek piyasalarını desteklemiş ve ekonomik toparlanmayı teşvik etmiştir (Fed, 2015).

Fed, Mart 2010 toplantısında ilk programı yani QE1'i tamamladığını açıklamıştır. Fed yayınladığı bildiri ile kurumların ipotekli konut kredisine dayalı menkul kıymetlerini bir süredir satın aldığı ve söz konusu alımların ay sonuna kadar tamamlanacağını duyurmuştur (Fed, 2010a). QE1 programının 10 yıllık Hazine tahvillerinin getirisinde yüz baz puan düşüş ve ipotekli konut kredisine dayalı menkul kıymetlerin getirilerinde yüz baz puandan fazla düşüş dahil olmak üzere güçlü duyuru etkisi olmuştur (Bernanke 2020).

3.4.2.2 QE2 ve vade uzatım programı (MEP)

Tamamlanan QE1 programının olumlu etkileri görülmüş olsa da ekonomik toparlanma istenilen seviyelere ulaşmamıştır. Bernanke, 2010 Ağustos'ta Jackson Hole konuşmasında, talep, üretim ve istihdam 2009'dan beri artıyor olsa da, büyümenin son zamanlarda beklentinin altında kaldığı, işgücü piyasasına ilişkin verilerin olumsuz olduğu, özel sektör istihdamının yavaş bir şekilde büyüdüğü, tüketici harcamaları ve konut talebinin tahmin edilenden daha az hızlı büyüdüğü ve genel olarak üretim ve istihdamdaki toparlanmanın son aylarda yavaşladığını ve bu yılın başlarındaki tahminlerin gerisinde olduğu hususlarını dile getirmiştir (Bernanke 2010a).

Fed, 2010 Kasım toplantısında, 2011'in ikinci çeyreğinin sonuna kadar aylık yaklaşık 75 milyar dolarlık bir hızla 600 milyar dolarlık daha uzun vadeli Hazine tahvili satın alınması planlayarak QE2'yi başlattığını duyurmuştur. (Fed, 2010b).

Sonrasında ise ekonomik büyümenin yavaş kalması sebebiyle Fed, Eylül 2011'de tahvil varlıklarının ortalama vadesinin uzatılmasını içeren Vade Uzatma Programını (Maturity Extension Program) uygulamaya koymuştur. Bu kapsamda Fed, Haziran 2012 sonuna kadar, kalan vadeleri 6 ila 30 yıl arasında olan 400 milyar ABD Doları tutarında Hazine menkul kıymeti satın almayı ve kalan vadesi 3 yıl veya daha kısa olan eşit miktarda Hazine menkul kıymetini satmayı öngörmüştür. Bu programla uzun vadeli faiz oranları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturulması hedeflenmiştir (Fed, 2011). Fed, Haziran 2012'de programı 267 milyar Dolar daha genişleterek 667 milyar Dolara çıkarmıştır.

3.4.2.3 QE3

Uygulanan QE1, QE2 ve Vade Uzatım Programlarına rağmen, ekonomik toparlanma hedeflenen seviyeye ulaşamamıştır. Bu durum karşısında Fed, varlık alım programının yapısında değişiklik yapmış ve 2012 Eylül ayında açıkladığı QE3 programının bitiş tarihini belirtmeyerek, programın “işgücü piyasasının görünümünde önemli ölçüde iyileşme” sağlanmasına bağlı olacağını ifade etmiştir. FOMC'nin 2012 Eylül toplantısında, ipoteğe dayalı konut kredilerine ilişkin 40 milyar dolarlık ek menkul kıymet alımı yapma kararı alındığı, menkul kıymetlerin ortalama vadesini uzatma programının yıl sonuna kadar devam edeceği, uzun vadeli menkul kıymetlerini kadar her ay yaklaşık 85 milyar dolar artırılacağı, bu tedbirlerle, uzun vadeli faiz oranlarını düşürmeyi hedeflediği ve ipotek piyasalarını desteklemeyi amaçladığı bildirmiştir. (Fed, 2012). Fed, QE3 programı kapsamında toplamda GSYH'nin %9'una denk gelen 1,5 trilyon dolarlık Hazine Tahvili ve MBS alımı gerçekleştirmiştir.

QE3 ve önceki varlık satın alma programları arasındaki önemli fark, QE3'ün aylık düzenli alım (akım tabanlı) içeren bir program olmasıydı. Yani, program için genel bir satın alma stoku yerine aylık bir satın alma belirlenmiştir (Gagnon ve Sack 2018).

Çizelge 3.1 Fed'in varlık alım programları

Program Adı	Başlama Tarihi	Bitiş Tarihi	Programın Büyüklüğü (Milyar Dolar)	Varlık Türü
QE1	25 Kasım 2008	Farklı Tarihlerde	Kamu Acente Borçları: 100 MBS'ler: 500	Kamu Acente* Statüsündekilerin Borçları MBS'ler
	18 Mart 2009	Tahviller:30 Eylül 2009 MBS: 31 Aralık 2009	Kamu Acente Borçları: 100 MBS'ler: 750 Tahviller: 300	Kamu Acente Statüsündekilerin Borçları: MBS'ler Tahviller
QE2	3 Kasım 2010	30 Haziran 2011	600	Aylık 75 Milyar Dolarlık Alımlarla Uzun Vadeli Tahviller
Operation Twist	21 Eylül 2011	30 Haziran 2012	400	Kısa vadeli Tahviller Uzun Vadeli Tahvillerle Değiştirilmiştir
	20 Haziran 2012	31 Aralık 2012	267	Kısa vadeli Tahviller Uzun Vadeli Tahvillerle Değiştirilmiştir
QE3	13 Eylül 2012	29 Ekim 2014	1500	Aylık 40 Milyar Dolar MBS
	12 Aralık 2012			45 Milyar Dolarlık Alımla Uzun Vadeli Tahviller

Kamu Acenteleri: Federal Konut İdaresi, Küçük İşletmeler İdaresi vb.

Kaynak: Rosengren, 2015.

Fed Başkanı Bernanke, 22 Mayıs 2013 tarihinde yaptığı açıklamada birkaç toplantı sonrasında varlık alımlarının azaltılabileceğini, yani QE sürecinin sonlandırılabilirliğini belirtmiştir. Varlık alımlarını azaltma süreci piyasalarda “Tapering” olarak ifade edilmiştir. Bernanke, FOMC’nin 19 Haziran 2013 tarihli toplantısı sonunda yaptığı açıklamada küresel kriz sonrası sürdürülebilir büyümenin sağlanması halinde varlık alımlarını azaltılacağını yinelemiştir. Fed’in 18 Aralık 2013’te yaptığı açıklamayla tahvil alımının azaltılma süreci başlamış ve 29 Ekim 2014 tarihinde sonlandırılmıştır. Varlık alımları Fed’in bilançosunu da etkilemiş ve Kasım 2008’de 1 trilyon dolar olan bilanço büyüklüğü Ekim 2014’te 4.4 trilyon dolara çıkmıştır.

3.5 Finansal Kuruluşların Kurtarılması ve Tasfiyesi

İkincil ipotek piyasasındaki krizin derinleşmesi sonucunda, 600 milyar dolar varlığa ve 25.000 çalışana sahip olan ABD’nin en büyük yatırım bankası Lehman Brothers, 15 Eylül 2008’de ABD tarihindeki en büyük iflas başvurusunu gerçekleştirmiştir. ABD’de ipotekli konut kredisi krizi olarak başlayan durumun küresel finansal krize dönüşmesine Lehman Brothers’ın iflası, belirsizlik artışı, varlık fiyatlarında çöküş ve piyasalarda likidite sıkıntısı oluşturarak önemli bir etki sağlamıştır. (Mishkin 2011).

Lehman Brothers’ın iflasının birçok önemli nedeni ve sonucu olmuştur. Öncelikle, Fed veya ABD Hazinesi, Fannie Mae ve Freddie Mac’e uyguladıkları gibi Lehman Brothers’ı kendi yönetimleri altına alma yetkisine sahip değildi. İkinci olarak, Bear Stearns’in kurtarılması, Fed’in bankacılık sistemi için oluşturduğu güvenlik çerçevesinin kapsamını yatırım bankalarını da içerecek şekilde genişletmiştir. Diğer yandan ABD Hazinesi, bazı bankaların kurtarılmasının diğer bankaların kendilerini batamayacak kadar büyük olarak değerlendirip yardım alma uygun olacakları varsayımına yol açarak daha fazla risk almaları istememiştir. ABD Hazinesi ahlaki tehlikenin oluşmasına izin vermek istememiştir. (Bernanke 2009). Lehman Brothers’ın kaldırıcı işlemleri gizlemek için muhasebe tekniklerine başvurmuş olması sebebiyle Lehman Brothers’ın iflasına izin vermek diğer finans kuruluşlarını riskleri yönetmeleri için uyarı niteliğinde olmuştur (Mishkin, 2011). Üçüncü olarak, Lehman Brothers gibi finansal olarak birbirine bağlı büyük firmaların denetim olmadan çalışmasına izin veren finansal düzenleyici çerçevedeki boşlukların ortadan kaldırılması gerekmiştir. Ayrıca, finansal krizlerde hissedarların zarar görmeden finans kuruluşunun yönetiminin değiştirebileceği düzenlenmeye de ihtiyaç duyulmuştur (Bernanke 2010b).

Finansal kriz sırasında likidite baskısı altında kalan kuruluşlardan biri de 1 trilyon doları aşan varlıkları ile sigortacılık başta olmak üzere çeşitli finansal hizmetler sunan American International Group (AIG) olmuştur. AIG’nin sigorta iştiraklerinin ABD’deki en büyük şirketler arasında yer alması, eyaletler ve

yerel yönetimlerle finansal işbirlikleri ve emeklilik planları göz önünde bulundurulduğunda, AIG'nin iflas etme ihtimali ciddi sistemik riskler yaratmıştır. Zaten büyük baskı altındaki finansal sistemde ilave aksaklıklar, borçlanma maliyetlerini artırarak verilen kredilerin azalmasına ve durgunluğun derinleşmesine neden olabilecekti. ABD Hazine Bakanlığı, bu riski azaltmak amacıyla AIG'den imtiyazlı hisse satın almış ve imtiyazlı hisse senedi ihracı karşılığında 29,8 milyar dolara kadar çekilebilecek bir öz sermaye tesisi imkanı sunmuştur (ABD Hazine Bakanlığı, 2009).

4 Japonya Merkez Bankası BoJ'nın 2008 Küresel Finansal Krizinde Uyguladığı Para Politikası

4.1 Küresel Finansal Kriz Öncesi Japon Ekonomisi

1990'ların sonu ve 2000'lerin başında Japon ekonomisi, 1997'deki tüketim vergisi artışı, yerel bankacılık krizi ve Asya Mali Krizi gibi bir dizi faktörün birleşmesiyle yavaşlayan talep, düşen tüketici fiyatları ve finansal istikrarsızlık sorunları ile karşı karşıya kalmıştır. Bu dönemde, politika faizi sıfır alt sınırına (Zero Lower Bound - ZLB) yakın olduğu için Japonya Merkez Bankası (BoJ), para politikası desteği sağlama konusunda ciddi kısıtlamalar yaşamıştır. Geleneksel politika araçlarının yetersiz kalması sebebiyle BoJ, bir dizi geleneksel olmayan politika önlemine başvurmuştur. Şubat 1999'da BoJ, politika faizini 'mümkün olduğunca düşük' seviyeye indirerek Sıfır Faiz Oranı Politikası'nı (Zero Interest Rate Policy - ZIRP) uygulamaya koymuştur. BoJ, ZIRP'nin deflasyonist kaygılar giderilene kadar süreceğini açıklamıştır (BoJ, 2000).

BoJ Ağustos 2000 toplantısında, mevcut ekonomik koşulların ZIRP'den çıkmak için yeterince iyileştiğini belirterek gecelik faiz oranını pozitif bir seviyeye, 0,25 seviyesine, yükseltmiştir. Ancak, 2000 yılının sonlarına doğru ekonomi tekrar zayıflama belirtileri göstermeye başlamış ve Japonya'nın önemli ihracat kalemleri arasında yer alan bilgi teknolojisi ürünlerine yönelik küresel talebin azalmasıyla birlikte deflasyon endişeleri yeniden artmıştır. Bu gelişmelerin sonucunda, BoJ politika faiz oranını %0,15'e düşürmüş ve Mart 2001'de Nicel ve Niteliksel Genişleme Politikasını (QMEP) uygulamaya koymuştur (Nobuyuki ve Ueda 2005).

Uygulamaya alınan Nicel ve Niteliksel Genişleme Politikası (QMEP) üç temel unsurdan oluşmaktadır. Birincisi, BoJ, Banka nezdindeki cari hesap bakiyelerini (CAB'ler) ana operasyonel politika hedefi olarak kullanarak bol miktarda likidite arzını sürdürmüştür. İkincisi, BoJ, çekirdek tüketici fiyat endeksinin değişim oranı sürekli olarak sıfır veya daha yüksek bir seviyeye ulaşana kadar bol miktarda likidite sağlamayı taahhüt etmiştir. Üçüncüsü, BoJ, likidite enjeksiyonu aracı olarak Japon devlet tahvillerinin alım miktarını zaman zaman artırmıştır. CAB hedeflerinin zorunlu rezerv seviyesinin üzerine çıkarılmasının, genellikle çağrı oranını sıfıra yakın tutacağı öngörülmüştür.

2001 yılının başlarında, ekonomideki kayda değer zayıflama nedeniyle BoJ, Sıfır Faiz Oranı Politikasını (ZIRP) yeniden uygulamaya koymuş ve bu politikayı, Nicel Kolaylaştırma Politikası (QEP) adı verilen yeni bir girişimle desteklemiştir. Bu yeni politika stratejisi, politika araçlarının kısa vadeli faiz oranlarından rezerv miktarına kaydırılmasını ve parasal tabanın genişletilmesi amacıyla uzun vadeli Japon Devlet Tahvillerinin (JGB) satın alınmasını içermektedir. BoJ, çekirdek enflasyon oranının istikrarlı bir şekilde sıfırın üzerine çıkana veya yıllık bazda artış gösterene kadar ZIRP'yi sürdüreceğini taahhüt ederek piyasalara güvence vermiştir. ZIRP ve QEP dönemlerinde, finansal sistemde zaman zaman stres yaşanmış ve bu durum, likidite ve risk primlerinde artışa yol açmıştır. QEP kapsamında sağlanan likidite desteğine ek olarak, BoJ, fonlama operasyonlarında kabul edilen teminat aralığını genişletmiş ve bankaların hisse senetlerini doğrudan BoJ'ye satmalarına izin vermiştir. Bu adımlar, finansal kırılganlık alanlarını hedef almak amacıyla gerçekleştirilmiştir (Westelius, 2020).

Uygulanan politikalarla BoJ, Mart 2006'da yaptığı toplantıda, Japonya ekonomisinin istikrarlı bir şekilde toparlanmaya devam ettiğini, ihracatın, küresel ekonomideki genişlemesiyle birlikte artmaya devam ettiğini, yurtiçi talebin artış gösterdiği ve geleceğe dönük sürdürülebilir bir toparlanma beklendiğini ifade ederek para piyasası politikasında hedefini car işlemleri hesabından teminatsız gecelik faiz oranına değiştirme kararı olarak Nicel genişleme politikasını sona erdirmiştir (BoJ, 2006).

4.2 BoJ'nin uyguladığı para politikası

BoJ, para politikası amacı olarak fiyat istikrarının sağlanması bu bağlamda enflasyonun %2'nin altında tutmak olarak hedeflemektedir. BoJ, sistemik riskleri değerlendirerek ve yerinde denetimlerin yanı sıra uzaktan izleme faaliyetleri yürüterek finansal sistemin istikrarının korunmasına katkıda bulunur. BoJ

izleme ve değerlendirme faaliyetleriyle, finansal kurumların düzenlenmesi ve denetlenmesi ile makro ihtiyati politika uygulamalarına genel finansal istikrarın sağlanmasını sağlamaktadır.

ABD’de başlayan Küresel Finansal Krizin başlatan faktörler arasında ipotekli konut kredileri yer almaktadır. Japonya ve ABD arasındaki ipotek kredilerinin gayri safi yurtiçi hâsıla (GSYİH) ile olan oranları karşılaştırıldığında, ABD’nin ekonomik aktiviteyle de bağlantılı olarak Japonya’dan daha yüksek olduğu ve 2000’lerin başından itibaren hızlı bir artış gösterdiği gözlemlenmiştir (BoJ, 2008).

İpotekli konut kredilerinin ABD’de Japonya’ya göre daha fazla olmasına rağmen, ABD son çeyrek büyümesi -%7,6 iken Japonya’nın -%12 olmuştur. Japon ekonomisinin 2008 çeyreğinde daha fazla daralmasının sebebi Japonya’nın en büyük ticaret ortaklarından birinin ABD olmasıdır.

Japon bankalarının ipoteki konut kredisi oranlarının düşük olması, geleneksel bankacılık hizmetlerine daha fazla odaklanmış olmaları ve menkul kıymetleştirmenin az olması sebebiyle Lehman Brothers’ın iflasına kadar Avrupa veya ABD’deki bankaların aksine finansal krizden sınırlı olarak etkilenmişlerdir. Eylül 2008’de, Lehman Brothers’ın iflasının ardından, finansal kriz Japonya’ya yansımaya başlamıştır. Bu süreçte uluslararası sermaye hareketleri, önemli bir aktarım kanalı olarak öne çıkmıştır. Faiz farklarının belirgin bir şekilde artmamış olmasına rağmen, bankaların fon sağlamalarını sınırlamaya başlaması, Japonya’nın bankalar arası piyasalarının önemli ölçüde küçülmesine yol açmıştır.

Bu kısa vadeli likidite çıkışına ek olarak, yabancı yatırımcılar Japon borsalarında net satıcı konumuna dönüşmüş ve Japon hisse senetlerinin net yabancı alımları negatif bir seyir izlemiştir. Özellikle, fonlamada likidite kısıtlamaları ve artan riske maruz kalınması sebebiyle, hisse senetlerinin satışı artmıştır. Yabancı yatırımcıların Japon hisse senetlerine olan yatırımları, piyasa büyüklüğünün yaklaşık dörtte birini oluşturmakta ve yabancı yatırımcılar, piyasa cirolarının neredeyse üçte ikisini elinde bulundurmakta olduğundan hisse satışı önemli bir gelişme olmuş ve Nikkei hisse senedi endeksi düşüş göstermiştir. (Vollmer ve Bebenroth, 2010)

BoJ’nın, 2008 Küresel Finansal Krizi döneminde uyguladığı para politikasının kapsamı Fed’e daha dar ve uygulaması gecikmeli olmuştur. BoJ’nın küresel krizde uyguladığı para politikası 3 başlık altında incelenebilir:

4.2.1 Faiz indirimleri:

BoJ Eylül 2008’den sonraki finansal piyasa gelişmelerine tepki olarak politika faiz oranlarında iki indirim yapmış ve para politikası çerçevesinde çeşitli düzenlemelere gitmiştir. Finansal krize verdiği ilk tepki, 2007 Şubat ayında %0,5 seviyesine yükselttiği faiz artışını tersine çevirmek olmuştur. Ekim 2008’de, küresel mali krizin etkileriyle birlikte, politika faizi %0,3 oranında düşürülmüş ve ardından Aralık 2008’de bu oran %0,1 seviyesine indirilmiştir. Bu adımlar, ekonomideki yavaşlama ve deflasyonist baskıların artmasıyla birlikte, BoJ’un likiditeyi artırma ve ekonomik istikrarı sağlama çabasının bir parçası olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, faiz indirimlerinin yanı sıra, Merkez Bankası, para politikası aracılığıyla finansal sistemdeki stresin hafifletilmesine yönelik çeşitli önlemler almış ve nicel genişleme politikası çerçevesinde ek likidite sağlamayı hedeflemiştir (BoJ, 2024a).

4.2.2 Likidite sağlama

Finansal piyasalarda istikrar sağlamak amacıyla BoJ, 2008 sonu itibarıyla fon sağlamaya erken bir aşamada başlamıştır. Şubat 2009’da, firmaların fon sağlarken uyguladığı uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesi ve firmaların finansman endişelerinin hafifletilmesi hedefiyle, Banka, 2008 yılının sonlarında tanıtılan kurumsal finansmanı kolaylaştırmaya yönelik özel fon sağlama operasyonlarını genişletmiştir. Bu çerçevede, Banka, bu tür kredilerin vadesini standart olarak üç ay olarak belirlemiş ve 2008 mali yıl sonu itibarıyla gerçekleştirilen operasyonlardan başlayarak operasyon sıklığını ayda iki kezden haftada bir kez olarak artırmıştır. Ayrıca, daha önce Mart 2009 sonuna kadar sunulması planlanan bu tür kredilerin verilme süresi, Eylül 2009 sonuna kadar uzatılmıştır. Ek olarak, para piyasası işlemlerini daha da kolaylaştırmak amacıyla, Banka, kredi sağlama için uygun teminat olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen borç araçlarını, devlet garantili tahvilleri ve ABD, Birleşik Krallık, Almanya ve Fransa tarafından ihraç edilen tahvilleri kabul etmeye karar vermiştir.

4.2.3 SWAP

Bölüm 3.3’de yer verildiği üzere, ABD doları cinsinden sağlanacak fonlar, Fed ile yapılan ABD doları swap anlaşması kapsamında sağlanmıştır. Banka, ABD doları karşılığında Fed’e Yen fonları temin etmiştir. Yen fonları, Banka nezdinde tutulan Fed’in hesabına yatırılmıştır (BoJ, 2024a).

BoJ, Aralık 2009’da üç aylık vade ile politika faiz oranında bankalara kredi vermek üzere 'fon sağlama operasyonları'na başlamıştır. Başlangıçta toplam kredi miktarı 10 trilyon yen olarak programlanmışken, Mart 2010’da bu miktar 20 trilyon yene yükseltilmiştir. Ağustos 2010’da programa 6 aylık vade ile ek olarak 10 trilyon yen ilave kredi eklenmiştir. Ayrıca, BoJ, Haziran 2010’da çevre ile ilgili ve sağlık hizmetleri gibi büyüme sektörlerine kredi veren bankalara yaklaşık 3 trilyon yen tutarında kredi sağlamaya karar vermiştir. 'Kapsamlı para genişlemesi' programı kapsamında 30 trilyon yenlik fon sağlama operasyonu başlatılmıştır. BoJ, Mart 2011’de meydana gelen bir deprem sonrasında da kredi vererek müdahalede bulunmuştur. Büyüme sektörlerine kredi veren bankalar için fonlama üst limiti, Haziran 2011’de 3,5 trilyon yen ve Mart 2012’de 5,5 trilyon yen olarak artırılmıştır.

4.2.4 Geleneksel olmayan para politikası tedbirleri

BoJ, geleneksel olmayan para politikası araçlarını başlatmada öncü olmuştur. Bu araçlar, 1999’daki Sıfır Faiz Oranı Politikası (ZIRP) ve 2001’deki Niceliksel Genişleme Programı (QEP) ile başlamıştır. Sonrasında, geleneksel olmayan para politikaları dünya genelinde kademeli olarak yayılmaya başlamıştır. Küresel Finansal Krizde, Fed ve diğer merkez bankaları Japon deneyimini kendi ülkelerinde denemiştir.

4.2.4.1 Sözlü yönlendirme

Merkez bankaları finansal krizin, kamuoyunun enflasyon beklentilerini etkilemek ve kamuoyunun gelecekteki ekonomik duruş hakkındaki beklentilerini şekillendirmek için sözlü yönlendirmeyi kullanmaktadır. Ancak, BoJ sözlü yönlendirmeyi finansal kriz döneminde Fed kadar yoğun kullanmamıştır.

BoJ Ekim 2010 toplantısında, orta-uzun vadeli fiyat istikrarı anlayışı temelinde fiyat istikrarının görünür hale gelene kadar, finansal dengesizlikleri gibi bir risk tespit edilmediği sürece, sıfıra yakın faiz oranı politikasını sürdüreceğini duyurmuştur (BoJ, 2010).

BoJ, Nisan 2013 toplantısında, %2’lik fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için yaklaşık iki yıllık bir zaman dilimi öngördüğü, bu hedefin istikrarlı bir şekilde korunması için gerekli olduğu sürece niceliksel ve niteliksel parasal genişlemeye devam edeceğini ve ekonomik aktivite ve fiyatlar üzerindeki riskleri inceleyecek ve gerektiğinde ayarlamalar yapacağını belirtmiştir (BoJ, 2013).

4.2.4.2 Kapsamlı parasal gevşeme

BoJ, Kapsamlı Parasal Gevşeme (Comprehensive Monetary Easing - CME) programını Ekim 2010’da başlatmıştır.

Üç önlemeden oluşan kapsamlı para gevşetme politikası üç alanda değişiklik getirmiştir. Bunlar, para piyasası operasyonlarında teminatsız gecelik borçlanma faizi %0–%0,1 aralığına indirilmesi, ikinci olarak 'orta-uzun vadeli fiyat istikrarı anlayışı' temelinde fiyat istikrarının belirgin hale gelene kadar sıfır faiz oranlarını sürdürme taahhüdü ve varlık alımları programının başlatılmasıdır (BoJ, 2011).

Varlık alımları programı, Mart 2001 ile Mart 2006 tarihleri arasında yürütülen önceki Nitelikli Para Programı’na (QEP) kıyasla daha geniş bir varlık yelpazesini kapsamaktadır. Program, Japon Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonolarının yanı sıra şirket tahvilleri, borsa yatırım fonları ve Japon Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları gibi varlıkları da içermektedir. İlk olarak, satın alınacak Japon Devlet Tahvillerinin kalan vadesi 2 yıla kadar belirlenmiştir; ancak Nisan 2012’de bu süre 3 yıla çıkarılmıştır.

Kapsamlı Parasal Gevşemenin başlangıcında, satın alınması planlanan varlıkların toplam maksimum tutarı, 35 trilyon yen olarak belirlenmiş olup, bu tutar QEP’nin son dönemlerinde belirlenen en yüksek seviyeyi temsil etmektedir. Bu hedef, dokuz kez yapılan ayarlama sonucunda Ocak 2013’te 111 trilyon yene ulaşmıştır. Bu dönemde, CME’nin başlangıcından itibaren satın alınan varlık miktarı, belirlenen maksimum tutarın önemli ölçüde altında kalmıştır. 2011 yılının ortalarına kadar satın alınan varlık miktarı, maksimum varlık miktarına oldukça yakın bir seviyede idi; ancak 2012 ile 2013 yılları arasında,

satın alınan varlık miktarı maksimum miktarın üçte ikisinin altına inmiştir. (Kowalewski ve Shirai 2023).

Kapsamlı Parasal Gevşeme, piyasa katılımcıları ve uzmanlar tarafından yeterince etkili bir şekilde uygulanmayan bir program olarak algılanmaktadır. Ekim 2010 ile Mart 2013 arasında JGB'lerin miktarı yaklaşık %60 artarak 55,5 trilyon yen'den 91,3 trilyon yen'in biraz üzerine çıkmıştır. 1 ile 3 yıl arasındaki vadelere sahip tahvillerin ortalama getirisi, Eylül 2010'un son günlerinde neredeyse %0,14 iken, Mart 2013'te %0,05'in biraz üzerine düşmüştür. 10 yıllık tahvil getirileri (CME kapsamında hedeflenmemiştir), yaklaşık %0,94'ten %0,55'e düşmüş olup, bu düşüşün büyük kısmı muhtemelen politika değişikliği ile ilgili spekülasyonlar sonucunda son ayda gerçekleşmiştir. Ancak, BoJ ve Fed'in bilanço artışları karşılaştırıldığında, analiz, her iki merkez bankası arasında bilanço genişleme oranında önemli bir fark olmadığını ortaya koymaktadır. İncelenen dönemde, BoJ'un bilançosu yaklaşık %37 artarken, Fed'in bilançosu %39'dan fazla artış göstermiştir. Bu durum, iki merkez bankası arasında bilanço genişleme oranında dikkate değer bir farklılık olmadığını göstermektedir.

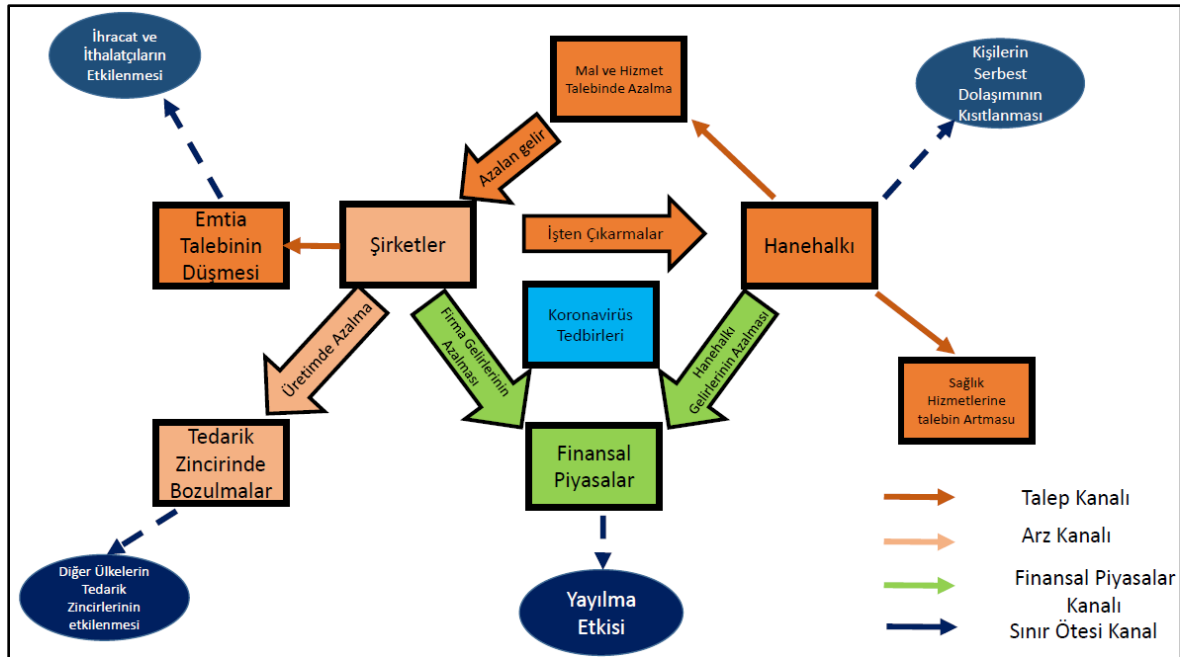
Japonya'da 2012 senesinde yapılan seçimleri kazanan Başbakan Shinzo Abe, Abenomics olarak adlandırılan yeni ekonomi politikalarını uygulamaya başlamıştır. Bu kapsamda Kapsamlı Parasal Gevşemeyi Nisan 2013 toplantısında Niceliksel ve Niteliksel Para Genişlemesi (QQE) politikasıyla değiştirmiştir.

5. Fed'in Covid-19 Pandemisinde Uyguladığı Para Politikası

Çin'in Vuhan Eyaleti'nde 2019 yılının Aralık ayının sonlarında ateş, öksürük, nefes darlığı solunum yolu belirtileriyle başlayan Yeni Koronavirüs Hastalığı (Covid-19) kısa sürede küresel bir salgına dönüşmüştür. ABD'de ilk vaka 20 Ocak 2020'de görülmüş aynı ay içinde ABD hükümeti Çin'den gelenlere karantina uygulaması ve seyahat kısıtlamalarına başlayarak Covid-19'a karşı önlemler almaya başlamıştır.

Covid-19'un dünya genelinde hızla yayılmaya başlaması ve alınan tedbirler kapsamında uygulanan seyahat yasakları ile kapanmaların artışı, pandeminin ekonomik sonuçlarına dair endişeleri tetikleyerek finansal piyasaları olumsuz yönde etkilemiştir. Bu süreçte, talepte azalma meydana gelmiş, işten çıkarmalar artmış, hanehalkı gelirlerinde azalma meydana gelmiş, tedarik zincirleri bozulmuş ve mal ve hizmet arzında azalma olmuştur. Covid-19 arz ve talep kanallarında aksaklıklar oluşturmak suretiyle ekonomik yapıyı etkilemiştir. Bulaşma etkisiyle küresel finans sistemini de etkilemiş ve kriz belirtileri ortaya çıkmıştır (UN ESCAP, 2020).

Şekil 4.1 Covid-19'un ekonomik etkileri



Covid-19 pandemisinden 12 sene önce yaşanan 2008 Küresel Finansal Krizinde, Fed ve bazı merkez bankaları krizi öngörememekle ve müdahalede gecikildiği konusunda eleştirilmişti. 2007 Aralık ayında yapılan FOMC toplantısında enflasyonu baskın endişe konusu olarak ifade edilmesi, faiz indirimlerinin 2007 Ağustos ayında başlamasına rağmen 2008 Aralık ayında faizlerin sıfıra yakın seviyeye indirilebilmiş olması (0 ile 0,25 puan aralığına) eleştirilerin başında gelmişti.

2008 Küresel Finansal krizden edinilen tecrübeyle Fed, Covid-19 pandemisiyle karşılaşıldığında krize daha hızlı yanıt vermiştir. Covid-19 pandemisinde, ilk vaka görülmesi üzerinden iki ay geçmeden, Fed 3 Mart 2020 tarihinde olağanüstü toplantı düzenleyerek koronavirüsün ekonomik faaliyetler için riskler taşıdığını ifade etmiş ve politika faizini 50 baz puan indirmiştir. (Fed, 2020a)

Fed, Covid-19 pandemisiyle mücadelede işletmelere kredi akışını desteklemek amacıyla geleneksel araçlarını etkili bir biçimde kullanmak için bir dizi mekanizma tasarlamış ve başlatmıştır. Fed'in pandemi döneminde uyguladığı para politikası önlemleri başlıca dört ana grupta incelenebilir (Clarida, R.,Duygan-Bump, B. and Scotti, C. 2021).

5.1 Faiz İndirimleri, Sözlü Yönlendirme ve Varlık Alımları

Birinci grupta, faiz oranlarının düşürülmesi, sözlü yönlendirme, Hazine tahvilleri ile konut ipotekine dayalı menkul kıymetlerin alımı, geri alım anlaşmaları operasyonlarının yeniden ölçeklendirilmesi ve başlatılması gibi konvansiyonel para politikası önlemleri bulunmaktadır.

Bu tedbirler dahilinde, Fed 3 Mart ve 15 Mart 2020 tarihlerinde gerçekleştirilen Federal Açık Piyasa Komitesi toplantılarında politika faizlerini 150 baz puan indirerek %0 ile %0,25 arasında, etkili alt sınır hedef aralığına indirmiştir (Fed, 2020b).

Fed, sözlü yönlendirmeyi Covid-19 pandemisi döneminde etkin şekilde kullanmış ve 2012 senesinde kabul edilen “Uzun Vadeli Hedefler ve Para Politikası Stratejisine” ilişkin belgeyi Ağustos 2020 ayında güncelleştir. Güncellenen strateji belgesi, iki önemli değişiklik içermektedir. Birinci değişiklik, para politikasının etkileri ekonomiyi gecikmeli olarak etkilediği için politika kararları istihdamın maksimum seviyesinden sapmalardan ziyade eksiklikleri hafifletmeye odaklanması, ikinci ise enflasyonun sürekli olarak %2'nin altında seyrettiği dönemleri takiben, enflasyonu %2'nin biraz üzerinde bir süreliğine tutarak esnek ortalama enflasyon hedeflemesini uygulayabilecek olmasıdır (Fed, 2020c).

Fed, Covid-19 pandemisinde varlık alımlarına başvurmuş ve 15 Mart 2020 tarihli toplantısında, piyasaların istikrarlı işleyişini temin etmek ve hanehalkı ile işletmelere yönelik kredi akışını sürdürebilmek için tüm politika araçlarını devreye almaya başladığını; bu kapsamda portföyündeki tahvil ve konut ipotekine dayalı menkul kıymetlerini sırasıyla 500 milyar dolar ve 200 milyar dolar artırma kararı aldığını duyurmuştur. Aynı ay içindeki 23 Mart 2020 tarihli toplantısında ise, uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesine yardımcı olmak için niceliksel genişleme önlemlerinin başında gelen varlık alımlarının yoğunluğunu artırmıştır (Fed, 2020d).

Fed, daha önce duyurduğu 500 milyar dolar hazine tahvili ve 200 milyar dolarlık ipotekli konut ipotekine dayalı menkul kıymetlerin alımlarını 700 milyar doların üzerine çıkıp açık hale gelebileceğini duyurmuştur. Fed'in açıklamasında “piyasa işleyişini desteklemek ve para politikasının daha geniş finansal koşullara ve ekonomiye etkin bir şekilde iletilmesini sağlamak için gereken miktarlarda Tahvil ve konut ipotekine dayalı menkul kıymetler alacaktır” ifadesine yer verilmiş, olup “gereken miktarda” ifadesi alımların sınırının olmadığına işaret etmiştir. 2008-2014 arasında uygulanan varlık alımları programında, Fed tarafından alım yapılacak tutar açıklanmaktaydı. Covid-19 döneminde uygulanan varlık alımları alım miktarının ucu açık bırakılması yönüyle 2008 Küresel Finansal Kriz döneminde uygulanan niceliksel genişleme önlemleriyle farklılık oluşturmaktadır. Bu farkın temelinde Covid-19'a ilişkin belirsizliğin ne kadar süreyle devam edeceğinin bilinmemesi gelmektedir (Fed, 2020e).

Fed, Eylül 2020 toplantısında ise sonuçlar elde edilene kadar para politikasının destekleyici bir duruşunu sürdüreceğini ifade ederek, sonuç odaklı bir yaklaşım sergileyeceği mesajını vermiştir. Aralık 2020 toplantısında ise Fed, faiz oranlarına ilişkin sözlü yönlendirmesini varlık alımları için de kullanarak maksimum istihdam ve fiyat istikrarı hedeflerine doğru önemli ilerleme sağlanana kadar Hazine tahvillerini ayda en az 80 milyar dolar ve konut ipotekine dayalı menkul kıymetleri ayda en az 40 milyar dolar artırmaya devam edeceği mesajını vermiştir (Fed, 2020f). Para arzındaki değişim ve pandemi döneminde para arzındaki artış Şekil 5.1'de görülmektedir.

Şekil 5.1 M2 Para Arzındaki Değişim (Milyar Dolar)

Kaynak: Fed, 2024

Fed, Kasım 2021 toplantısında ekonomik aktivite ve istihdamın kuvvetlendiğine ve pandemiden etkilenen sektörlerde iyileşme gözlemlendiğine vurgu yaparak varlık alımlarını azaltacağını (Fed, 2021) Ocak 2022 toplantısında ise enflasyon endişelerine dikkat çekerek faiz artırımla yapabileceğini duyurmuştur (Fed, 2022). Mart 2022'de Fed, 2018'den sonra ilk faiz artışını gerçekleştirmiş ve politika faizini %0 - %0,25 aralığından %0,25 - 0,50 seviyesine yükseltmiştir.

5.2 Piyasalara Kısa Dönemli Likidite İhtiyacının Karşılanması

Fed'in Covid-19 döneminde uyguladığı para politikasının ikinci grupta, para piyasasının özellikle kısa dönemli işleyişini desteklemek için likidite ve fonlama sağlamaya yönelik tedbirler bulunmaktadır. Fed, piyasaların ihtiyacı olan likiditeyi tesis etmek için Küresel Finansal Kriz döneminde kullanılan programları ABD hazinesinin onayıyla tekrar kullanmıştır. Bu programlar arasında, Bono piyasası likiditesini artırarak, vadesi dolan bonolara işlem yapılabilmesine ilişkin güvence verilmek Finansman bonusu fonlama kolaylığı (CPFF); yatırımcıların fonları geri alım taleplerini karşılamak için Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı (MMLF); piyasa işleyişini desteklemek ve işletmeler ile haneler için kredi teminini kolaylaştırmak için Piyasa Yapıcılığı Kredi Tesisi (PDCF) bulunmaktadır (Clarida, R.,Duygan-Bump, B. and Scotti, C. 2021).

5.3 Kredi Piyasasının İşlerliğini Sağlamaya Yönelik Programlar

Üçüncü grupta, Fed'in, ABD Hazinesinin onayıyla, hanehalkına, işletmelere ve yerel yönetimlere kredi akışını doğrudan desteklemek amacıyla başlattığı bir dizi kolaylık bulunmaktadır. ABD Kongresi tarafından bu amaçla tahsis edilen fonlar kullanılmıştır.

- Varlığa Dayalı Vadeli Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı (TALF): Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihraç edilmesini kolaylaştırarak, tüketicilere ve işletmelere kredi akışının sağlanması desteklenmiştir.
- Birincil Piyasa Kurumsal Kredi Kolaylığı (PMCCF): Çalışan sayısı yüksek firmalara tahvil ihracında finansman desteği sağlayarak, faaliyetlerini sürdürmelerine yardımcı olunmuştur.
- İkincil Piyasa Kurumsal Kredi Kolaylığı (SMCCF): Çalışan sayısı yüksek firmalara, mevcut kurumsal tahvillerinin satın alınması yoluyla likidite sağlanmıştır.
- Maaş Koruma Programı Likidite Kolaylığı (PPPLF): Mevcut Maaş Koruma Programı'na katılan finansal kurumlara likidite sağlanarak programın etkinliği artırılmıştır.
- Yerel Yönetimler Likidite Tesisi (MLF): Eyalet ve yerel yönetimlerin nakit akışlarını yönetmelerine yardımcı olmak için kısa vadeli tahvilleri satın alınmıştır.
- Ana Cadde - Main Street Kredilendirme Programı: Pandemi öncesinde sağlam mali durumda olan küçük ve orta ölçekli işletmeler ile kar amacı gütmeyen kuruluşlara kredi verilmesi kolaylaştırılmıştır (Fed, 2020g).

5.4 Finansal Kuruluşlara Yönelik Düzenleme ve Denetleme

Fed'in Covid-19 döneminde uyguladığı para politikasının dördüncü grubunda banka ve finansal kurumlara yönelik düzenlemeler ve denetim uygulamaları bulunmaktadır. Bu uygulamalarla bankaların ve finansal kuruluşların sermaye yapısının güçlendirilmesini ve kuruluşlara belirsizlik ortamında rehberlik sağlanması amaçlanmıştır.

Denetim ve gözetim eksikliğinin finansal krizlere sebebiyet verebileceği 2008 Küresel Finansal Krizi ile tecrübe edilmişti. Fed, pandeminin ilk ayları sayılabilecek bir tarihte 13 Mar 2020 tarihinde Koronavirüsten Etkilenen Finansal Kuruluşların Denetim Uygulamalarını yayımlayarak olağanüstü durumlardan etkilenen finansal kuruluşların denetim uygulamalarının ana hatlarını çizmiştir (Fed, 2020h).

Fed'in düzenleyici ve denetim önlemleri arasında, yeterli sermaye seviyelerinin koruduğunu gösteren yıllık stres testleri gerçekleştirilmesi; stres testlerini geçemeyen bankalar için temettü ve hisse geri alımları üzerinde geçici kısıtlamalar getirilmesi ve sendikasyon kredilerinin değerlendirilerek zor durumda olan borçlulara yardımcı olabilmeleri için finansal kurumlara rehberlik sağlanması yer almıştır. Bu adımlar, yalnızca sermaye dayanıklılığını artırmayı değil, aynı zamanda likidite ve sorumlu kredi verme önemini, özellikle de küçük işletmelere yönelik olarak vurgulamayı amaçlamaktadır. Genel olarak, Fed'in eylemleri, bankaların sürekli belirsizliklerle başa çıkarken ekonomiyi etkili bir şekilde destekleyebilmesini sağlamaya yönelik bir taahhüdü yansıtmaktadır (Fed, 2020i).

2008 Küresel Finansal Krizinde finansal kuruluşlarla başlayan ve yayılan bir finansal kriz iken Covid-19'un küresel bir salgın sebebi olması her iki krizin yapısını farklılaştıran yön olmuştur. Covid-19 pandemisinin diğer finansal krizlerden ayrılan temel özelliğinin başında hem arz hem de talep yanlı kanalların etkilenmesidir. Bu bağlamda, Covid-19 pandemisinde uygulanan para politikaları her ne kadar 2008 Küresel Finansal Krizi döneminde uygulanan politika araçlarıyla benzerlik gösterse de politikaların kapsamı ve uygulama tarihi değişmiştir.

Covid-19'un diğer finansal krizlere göre ekonomiyi etkileyebilen fakat sadece finansal olmayan salgınla ilgili belirsizlikler içermesi 2008 Küresel Finansal Krizden edinilen tecrübeyle birlikte değerlendirilince Fed, Covid-19 pandemisine önceki krize göre daha hızlı müdahale etmiştir.

Fed'in, geleneksel olmayan para politikası araçlarından olan varlık alımlarını Covid-19 döneminde de uygulamış olması varlık alımlarının finansal krizlerde sıklıkla başvurulmuş para politikası aracına dönüştürmüştür (Fischer, 2021).

6. BoJ'nin Covid-19 Pandemisinde Uyguladığı Para Politikası

Japonya'da ilk Covid-19 vakası, 16 Ocak 2020 tarihinde rapor edilmiştir. Pandemi ekonomik faaliyetleri de etkilemiş ve 2020 yılında Japonya'nın ekonomik faaliyetleri keskin bir daralma göstererek ve reel GSYİH %4,7 oranında gerilemiştir (IMF, 2021).

BoJ, negatif politika faizi uygulamasını Ocak 2016 toplantısında tanıtarak, -%0,1 olarak uygulamaya başlayacağını, bu kapsamda BoJ'de tutulan hesaplar üç bölümde ele alınarak kademeli, pozitif, sıfır ve negatif olmak üzere 3 farklı faiz uygulanacağını açıklamıştır (BoJ, 2016). Covid-19 başladığında negatif faiz oranının bulunması faiz indirimleri yoluyla müdahale seçeneğini zorlaştırmıştır.

Covid-19 pandemisi tedbirleri kapsamında, BoJ, kurumsal finansmanın sorunsuz bir şekilde sürdürülmesini sağlamak ve geniş çaplı likidite ile finansal piyasalarda istikrarı korumak amacıyla çeşitli önlemler geliştirmiştir. Bu bağlamda, BoJ, Mart 2020'den itibaren para politikasını üç temel tedbirle genişletmiştir (English, Forbes ve Ubide 2021). Bu tedbirler, kurumsal finansmanı desteklemek için özel bir program başlatılması, finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve finansal piyasalardaki risk priminin düşürülmesi olmuştur (Noguchi, 2024).

6.1 Yeni Koronavirüse Yönelik Finansmanı Destekleme Programı

Hazırlanan program, ticari ve şirket tahvilleri alımlarından ve finansal kuruluşların firmalara kredi vermesini teşvik etmeyi amaçlayan işlemlerden oluşmaktadır. Merkez Bankası, satın alınacak tahvillerin tavan miktarını yaklaşık 5 trilyon Yen'den yaklaşık 20 trilyon Yen'e çıkarma kararı almıştır. Finansal aracılık işlemlerinin yerine getirmelerini teşvik etmek amacıyla kredi veren finansal kuruluşlara uygun koşullarda fon sağlamaya başlayacağını duyurmuştur. Küçük ve orta ölçekli firmalara teminatsız kredi

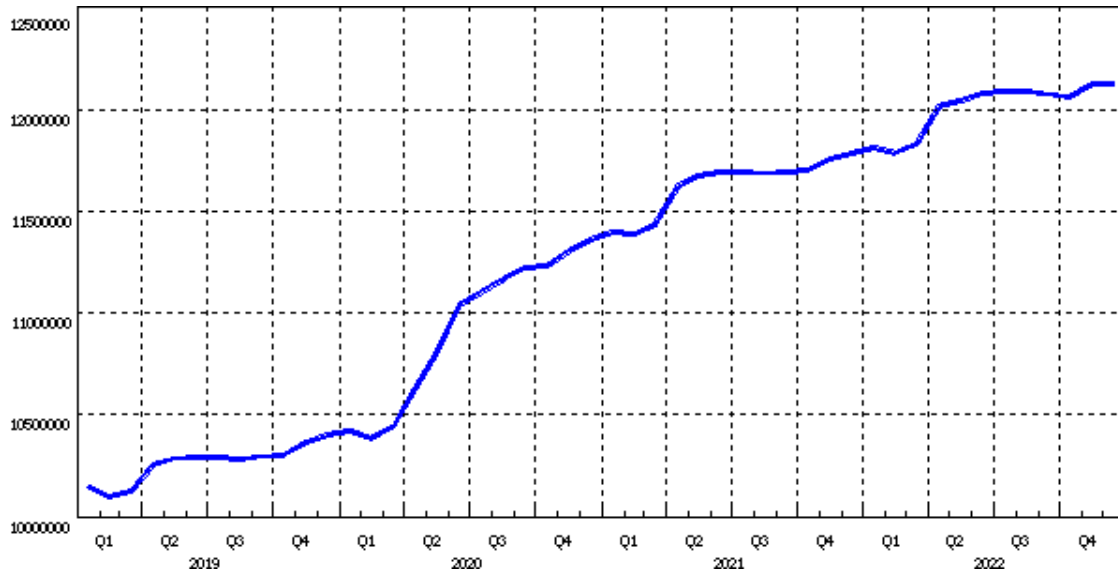
verilebilmesinin önü açılmıştır. Mart 2020’de yürürlüğe giren uygulamanın toplam tutarı, Mart 2021 sonu itibarıyla yaklaşık 65 trilyon Yene ulaşmıştır.

6.2 Finansal Piyasalarda İstikrarın Sağlanması

BoJ, Yen ve yabancı para fonlarının herhangi bir üst limit belirlenmeden esnek bir şekilde sağlanması hususunda önemli adımlar atmıştır. Bu bağlamda, Getiri Eğrisi Kontrolü ile Niceliksel ve Niteliksel Parasal Genişleme (Quantitative and Qualitative Monetary Easing - QQE) çerçevesinde uzun vadeli faiz oranlarının (10 yıllık Japon Devlet Tahvillerinin getirileri) yaklaşık %0 seviyesinde kalmasını sağlamak amacıyla tahvilleri almıştır. Getiri eğrisini de politikaları ile uyumlu olacak biçimde şekillenmesini sağlamıştır. BoJ, Nisan 2021 itibarıyla yapılan alımlardan başlayarak, piyasa işlevselliğini daha da artırmak amacıyla, bir sonraki ay yapılacak alımların belirli miktarlarını ihale yöntemiyle gerçekleştirme kararı almıştır. BoJ’nin uyguladığı politikalar para arzını artırmıştır. (Şekil 6.1)

Şubat 2022’den itibaren, özellikle ABD’de parasal gevşemenin azaltılmasına yönelik duruş nedeniyle uluslararası faiz oranlarında meydana gelen artışın etkisiyle, Japonya’da faiz oranları üzerinde yukarı yönlü baskılar artmış ve uzun vadeli faiz oranlarının %0,25 civarındaki dalgalanma aralığının üst sınırını aşma riski doğmuştur. Bu duruma yanıt olarak, BoJ, Şubat ayında sabit faizli alım operasyonları gerçekleştirmiştir. Bu operasyonların bir sonucu olarak, uzun vadeli faiz oranları, ekonomik ve fiyat koşullarının yanı sıra uluslararası faiz oranlarındaki eğilimlere bağlı olarak dalgalanmakla birlikte, mali yıl boyunca yaklaşık %0 seviyesinde kalmıştır (BoJ, 2022).

Şekil 6.1: M2 Para Arzındaki Değişim (Milyon Yen)



Kaynak: BoJ, 2024b

6.3 Finansal Piyasalardaki Risk Priminin Düşürülmesi

BoJ, menkul kıymetler ve tahvil piyasalarındaki risk primlerini azaltmak amacıyla, borsa yatırım fonları ile Japon gayrimenkul yatırım ortaklıklarını aktif bir şekilde satın alma kararı almıştır. Ayrıca, bu alımların yıllık hızının geçici olarak iki katına çıkarılmasına ve her bir kategori için sırasıyla yaklaşık 12 trilyon yen ile 180 milyar yen üst sınırlarının belirlenmesine yönelik bir strateji geliştirilmiştir. Bu tedbirin temel amacı, piyasalarındaki artan dalgalanmanın firmalar ve haneler üzerindeki olumsuz etkilerini azaltarak, ekonomik aktiviteyi desteklemektir (English, Forbes ve Ubide 2021).

Menkul kıymet, yatırım fonları ve Japon gayrimenkul yatırım ortaklıklarının satın alınmasının temel amacı, finansal piyasalardaki dalgalı gelişmelerin firmalar ve haneler üzerindeki olumsuz etkilerini önleyerek, ekonomik aktivite ve fiyatlar üzerinde olumlu etkiler yaratmak olmuştur. Bu doğrultuda, borsa gibi varlık sınıflarındaki risk primlerinin düşürülmesi hedeflenmiştir. Alımları esnek gerçekleştirmek, para politikasının genişlemesinin sürdürülebilirliğine katkı sağlamıştır (Amamiya, 2021)

Sonuç

Finansal krizlerin önceki krizlerden farklı etkilerle ortaya çıkarak ayrıştığı ileri sürülse de finansal krizlerin farklılıklardan ziyade ortak yönlerinin olduğu görülmektedir. Sofistike türev araçlarla hızlı bir şekilde yayılan 2008 Küresel Finansal Krizi, kredi genişlemesi ve finansal liberalizasyon başta olmak üzere önceki krizlerle benzer özellikler içermiştir. Küresel Finansal Kriz öncesinde, “Great Moderation” (Büyük uyum) olarak adlandırılan ve 1980’lerden krizin işaretlerinin görüldüğü 2007 senesine kadar olan dönemde düşük faiz oranları ile kredi genişlemesi yaşanmış ve konut balonunun oluşmasında etkili olmuştur. Finansal serbestleşmenin artması, kriz öncesinde hanehalkının artan ipotekli konut kredisi borcunun göz ardı edilmesi, finans kurumlarının ipotekleri yüksek riskli menkul kıymetlere dönüştürmesi, finans kurumlarının faaliyetlerinde türev araçlarının fazla yer tutması, düşük sermaye ile yüksek kaldıraçlı işlemler yapılması ile kredi derecelendirme kuruluşlarının gerçekçi olmayan kredi değerlendirmeleri konularında düzenleme ve denetleme yapılmamış olması finansal istikrarı bozarak krize yol açan unsurlar olmuştur. Bu faktörler, ipotekli konut kredisine dayalı menkul kıymetlerin finansal sistemi kırılgan hale getirdiğini göstermekle birlikte 2008 Küresel Finans Krizinin tek başına nedeni olmadığı sonucunu da ortaya koymakta ve düzenlemeler ve alınacak tedbirlerle krizin başlamadan önlenibilme olanağının bulunduğunu göstermektedir (Kılınçel, 2022).

Finans kuruluşlarının konut risklerini havuzda toplaması, risklerin yönetilebilir olduğunu ve konut fiyatlarının düşme olasılığının çok az olduğu varsayımında bulunmaları büyük mali kayıplara neden olmuştur.

Kredi kullananların sözleşmenin şartları ve değişken faiz oranları hakkında yeterli bilgiye sahip olmadığı, gelir testini geçemeyecek kişilere kredi verildiği, kredilere dayanan menkul kıymetlerin kaldıraçlı işlemlerle riskli alanlara yönlendirdiği, finansal kuruluşların “batmak için çok büyük” olmaları ve sistemin kendilerini kurtaracağı düşüncesiyle aşırı risk aldığı görülmüştür. Bu hususlar finansal krizin sırasıyla, asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki tehlikeyi barındırdığını göstermekte olup, bulaşma etkisinin de varlığı göz önüne alınınca 2008 Küresel Finansal Krizinin üçüncü nesil kriz teorilerine benzerlik gösterdiği görülmektedir.

Finansal kriz öncesinde fiyat istikrarının olması, faizlerin ve işsizliğin ılımlı seviyede seyretmesi krizleri önlemek için fiyat istikrarının ve faiz politikasının başlı başına yeterli olmadığını göstermiş ve krizleri önlemede finansal istikrarın önemini ortaya koymuştur. Fiyat ve finansal istikrar politikalarının farklı amaçları ve farklı uygun araçları bulunmaktadır. Para politikasının sorumluluğu ve para politikası araçlarının kontrolü merkez bankalarına aittir, ancak finansal istikrar politikasının sorumluluğu ve finansal istikrar araçlarının kontrolü kamu kurumları arasında paylaşılmaktadır.

Kriz, piyasalardaki likidite sıkıntısına ve ipoteklerin dondurulmasına sebep olmuş ve Fed’in krizi öngörmediğine ilişkin izlenim piyasalardaki paniği artırmıştır. Lehman Brothers’in iflası para piyasalarının tamamen durmasına kadar giden süreci başlatmıştır. Hazine bono fiyatları yükselmiş, Amerikan borsaları çökmüş ve belirsizlik tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Bu durumda, Fed’in krize müdahalesi hızlanmış, ilk olarak geleneksel politika araçlarından olan politika faizini geleneksel olmayan şekilde sıfıra yakın bir seviyeye indirmiştir.

Fed’in, politika faiz oranını 500 baz puanının üzerinde düşürerek sıfıra yakın bir seviyeye indirmiş olmasına rağmen piyasalardaki baskı devam etmiş, likidite sıkışıklığı sebebiyle kredi piyasası durma noktasına gelmiştir. Para politikasının geleneksel olmayan şekilde hızlı gevşemesi dahi krizi kontrol altına almak için yeterli olmamıştır. Bu nedenle Fed, likidite sıkışıklığını kontrol altına almak için finansal sisteme likidite desteği sağlamıştır. Bu kapsamda, Fed, banka ve banka dışı finans kurumlarına iskonto penceresinden kaynak kullanım imkanı sunmuş ve teminat ve vadeli ihale kolaylığı sağlayarak likiditeyi artırmaya çalışmıştır. Fed, krizin küresel boyutunu dikkate alarak, diğer merkez bankalarıyla Swap - para takası anlaşmaları gerçekleştirmiş bu şekilde yabancı finans piyasalarında dolar varlıklarının satış ihtiyacını azaltılmıştır.

Fed diğer genişleyici para politikası araçlarının sınırlarına ulaştığı için Aralık 2008’den Ekim 2014’e kadar süren büyük ölçekli varlık alımları yaparak kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranlarını yaklaştırmıştır. Fed’in bilançosunda sorunlu varlıkları artırsa da sınırsız nakit oluşturma kapasitesiyle konut piyasası toparlanana kadar sorunlu varlıkları elinde tutmuştur.

Varlık alımları, Portföy Dengesi veya Bölünmüş Piyasalar Teorisi, Tercih Edilen Habitat Teorisi ve Sinyal Etkisi üzerinden piyasaları etkilemektedir. Teorilere göre, yatırımcıların farklı vadelerdeki yatırım araçlarına düşük maliyetle geçebilme imkanına sahip olması, uzun vadeli tahvilleri tutmayı tercih eden yatırımcılar bulunması ve varlık alımlarıyla kısa vadeli faiz oranlarının düşük olacağına ilişkin piyasaya verilen izlenimler varlık alımlarının etkisini artırmış ve uzun dönemli faiz oranlarını düşürmüştür.

Fed'in uzun vadeli menkul kıymet alımları, kamu tarafından tutulan varlıkların miktar ve karışımını değiştirmek suretiyle finansal koşulları etkilemiştir. Fed'in stratejisi, yatırımcıların portföylerinde farklı finansal varlıkların tam ikame olmadığı varsayımına dayanmıştır. Yatırımcılara sunulan bir varlığın arzındaki değişiklikler, getirisini ve benzer varlıkların getirilerini etkilemiştir. Böylelikle, Fed'in hazine bonoları ve ipotekli konut kredisine dayalı varlıkları alması hem bu menkul kıymetlerin getirilerini azaltmış hem de yatırımcıları benzer özelliklere sahip diğer varlıkları elinde tutmaya yönlendirmiştir. (Bernanke 2010a).

Varlık alımları, piyasalarda borç verme maliyetlerini azaltmış ve kredi piyasasının işlerliğini sağlamıştır. ABD Hazinesi de finansal sistemin işlerliği için sorunlu varlıkları alım programıyla finansal kuruluşlardan varlık alımı yaparak finansal krize müdahalede bulunmuştur. ABD Hazinesi bankaların ve finans kuruluşlarının sermaye yapılarını kuvvetlendirmiş, kredilerden temerrüde düşenler olsa bile kredi verme potansiyelini yükseltmiş ve kurtarma paketleriyle iflası finansal sisteme zarar verebilecek finansal kurumların iflasını önlemiştir.

Bazı bankaların kurtarılmasının diğer bankaların kendilerini batamayacak kadar büyük kapsamında değerlendirilerek yardım almaya uygun olduklarını varsayarak daha fazla risk almamaları için ABD Hazinesi ve Fed, iflasları önlerken seçici davranmış ve diğer finansal kurumları aşırı risk almaya yönlendirecek bir ahlaki tehlikeye sebep olmak istememiştir. Kriz döneminde, para arzındaki artışa rağmen enflasyonun yükselmemesinin sebebi krizle birlikte zayıflayan talebin yavaş toparlanması ve Fed'in sözlü yönlendirmesiyle piyasaya verdiği mesajlar olmuştur.

Fed'in ve ABD Hazinesi'nin kriz döneminde ekonomiye hızlı bir şekilde ellerindeki tüm araçlar ile müdahale etmeleri, politikalarını esnek biçimde uygulamaları ve geleneksel olmayan para politikası araçlarını devreye koyması piyasalardaki güven ortamına katkı sağlamıştır.

2008 Küresel Finansal Krizden 12 sene sonra ateş, öksürük ve nefes darlığı gibi solunum yolu belirtileriyle Çin'de ortaya çıkan yeni koronavirüs hastalığı, hızla küresel bir salgına dönüşmüştür. ABD'de ilk vaka 20 Ocak 2020'de görüldükten sonra, hükümet seyahat kısıtlamaları ve karantina uygulamaları gibi önlemler almaya başlamıştır. Covid-19'un yayılması ve alınan tedbirler, ekonomik endişeleri artırarak finansal piyasaları olumsuz etkilemiş; talepte azalma, işten çıkarmalar, hanehalkı gelirlerinde düşüş ve tedarik zincirlerinde bozulma gibi sorunlar yaşanmıştır. Bu durum, ekonomik yapıda aksaklıklara yol açarak küresel finans sisteminde kriz belirtilerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

2008 Küresel Finansal Krizi, finansal kuruluşlarla başlayarak yayılan bir kriz iken, Covid-19 pandemisinin küresel bir salgın kaynaklı olması, her iki krizin doğasını farklılaştıran temel bir unsur olmuştur. Covid-19 pandemisinin diğer finansal krizlerden ayrılan en belirgin özelliği, hem arz hem de talep yönlü kanalların eşzamanlı olarak etkilenmesidir. Bu doğrultuda, Covid-19 pandemisi sırasında uygulanan para politikaları, 2008 Küresel Finansal Krizinde kullanılan politika araçlarıyla benzerlik gösterse de, politikaların kapsamı ve uygulama zamanlaması farklılık arz etmiştir.

Covid-19 pandemisinin, diğer finansal krizlere kıyasla ekonomiyi etkileyen fakat sadece finansal olmayan ve salgına bağlı belirsizlikler içermesi, 2008 Küresel Finansal Krizinden çıkarılan tecrübelerle birlikte değerlendirildiğinde, Fed'in bu kriz sürecine daha hızlı müdahale etmesine zemin hazırlamıştır.

Pandemide, Fed geleneksel para politikası önlemleri olan faiz indirimleri, sözlü yönlendirme ve varlık alımlarına başvurmuştur. Politika faiz oranlarında indirim ve Hazine tahvilleri ile konut ipotekine dayalı menkul kıymet alımlarında artışa gidilmiştir. Ayrıca, sözlü yönlendirme stratejisi güncellenmiş ve enflasyon hedeflemesi konusunda daha esnek bir yaklaşım benimsenmiştir.

Niceliksel genişleme kapsamında tahvil alımları artırılarak ekonomik istikrarı sağlamak amaçlanmış ve varlık alım programları önceki kriz dönemlerinden farklı bir kapsamla uygulanmıştır. Fed ayrıca, likidite

ihtiyacını karşılamaya yönelik kısa vadeli finansman sağlama programlarını hayata geçirmiş ve finansal sistemin işleyişini desteklemek amacıyla çeşitli kredi kolaylıkları sunmuştur. Hanehalkı, işletmeler ve yerel yönetimlere kredi akışını sürdürmek için varlık dayanaklı menkul kıymetler ve tahvil alım programları uygulanmıştır.

BoJ ise, Covid-19 süresince finansal destek sağlamak ve piyasaları istikrara kavuşturmak amacıyla kapsamlı önlemler almıştır. Pandeminin başladığı dönemde negatif faiz oranının bulunması, BoJ'nın geleneksel para politikası araçlarından olan faiz aracını kullanılmasını sınırlamıştır.

BoJ, pandemi süresince, sağladığı kredilerle finansman desteğini artırmış, getiri eğrisi kontrolü ve niceliksel ve niteliksel parasal genişleme politikalarıyla uzun vadeli faiz oranlarının %0 civarında kalmasını sağlamaya çalışmış, ayrıca piyasa işlevselliğini desteklemek amacıyla tahvil alımları gerçekleştirmiştir. Risk primini azaltmak için borsa yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarını da satın alarak, piyasa dalgalanmalarının firmalar ve hanehalkı üzerindeki olumsuz etkilerini hafifletmeye yönelik tedbirler almıştır.

Covid-19 pandemisi sırasında geleneksel olmayan para politikası araçlarından biri olan varlık alımlarının yeniden devreye alınmış olması, varlık alımlarının finansal krizlerde sıklıkla, diğer ifadeyle geleneksel olarak, başvuru bir para politikası aracı haline geldiğini göstermiştir.

Kaynaklar

- Alcorta, L., & Nixon, F. (2011). The Global Financial Crisis and the Developing World: Impact on and Implications for the Manufacturing Sector. *United Nations Industrial Development Organization*, 1-48.
- Amamiya, M. (2021). Monetary Policy During And After the Covid-19 Era: Speech at the Yomiuri Economic Forum in Tokyo. *Bank of Japan*. https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2021/ko210308a.htm (Erişim Tarihi: 17 Ağustos 2024).
- Bernanke, B. S. (2009). Financial Reform to Address Systemic Risk. Speech at the Council on Foreign Relations, Washington, D.C. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm> (Erişim Tarihi: 17 Ağustos 2024).
- Bernanke, B. S. (2010a). The Economic Outlook and Monetary Policy. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
- Bernanke, B. S. (2010b). Lessons From The Failure of Lehman Brothers. Testimony Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100420a.htm> (Erişim Tarihi: 17 Ağustos 2024).
- Bernanke, B. S. (2020). The New Tools of Monetary Policy. *American Economic Review*, 110(4), 943-983.
- BoJ. (2000). Recent Monetary Policy: Developments, Issues, and Challenges. *Bank of Japan*. https://www2.boj.or.jp/archive/en/announcements/press/koen_2000/ko0009b.htm (Erişim Tarihi: 15 Eylül 2024).
- BoJ. (2006). Monetary Policy Meeting on March 9, 2006 [Press release]. *Bank of Japan*. https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2006/k060309.htm (Erişim Tarihi: 17 Ağustos 2024).
- BoJ. (2008). *Financial system report*. *Bank of Japan*. <https://www.boj.or.jp/en/research/brp/fsr/fsr08b.htm> (Erişim Tarihi: 27 Temmuz 2024).
- BoJ. (2010). Monetary Policy Meeting on October 5, 2010 [Press release]. *Bank of Japan*. https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2010/k101005.pdf (Erişim Tarihi: 27 Temmuz 2024).

- BoJ. (2011). *Financial Market Report: February 2011*. Bank of Japan. <https://www.boj.or.jp/en/research/brp/fmr/fmr110228a.htm> (Erişim Tarihi: 8 Mart 2024).
- BoJ. (2013). Monetary Policy Meeting on April 4, 2013 [Press release]. *Bank of Japan*. https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/minu_2013/g130404.pdf (Erişim Tarihi: 16 Mart 2024).
- BoJ. (2016). *Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate*. Bank of Japan. https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160129a.pdf (Erişim Tarihi: 16 Mart 2024).
- BoJ. (2022). *Market Operations in Fiscal 2021*. Financial Markets Department. *Bank of Japan*. https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2022/k220928.htm (Erişim Tarihi: 10 Ağustos 2024).
- BoJ. (2024a). *The Bank of Japan's Policy Measures During The Financial Crisis*. Bank of Japan. <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/cfc.htm> (Erişim Tarihi: 14 Nisan 2024).
- BoJ. (2024b). *BoJ Time Series Data Search*. Bank of Japan. [https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$graphwnd_en](https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$graphwnd_en).
- Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, K., & Martínez-Peria, M. S. (2001). Is the Crisis Problem Growing More Severe? *Economic Policy*, 16(32), 52–82. <https://doi.org/10.1111/1468-0327.00070>
- Clarida, R., Duygan-Bump, B., & Scotti, C. (2021). The COVID-19 crisis and the Federal Reserve's policy response. FEDS Working Paper No. 2021-35. <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2021.035>
- Çetinkaya, M. (Ed.). (2011). *Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz Türkiye Ekseninde Sorunlar ve Çözüm Önerileri*. Ankara, Nobel Yayıncılık.
- D'Amico, S., English, W., López-Salido, D., & Nelson, E. (2012). The Federal Reserve's large-scale asset purchase programmes: Rationale and Effects. *The Economic Journal*, 122(564), F415–F446.
- English, L., Forbes, C., & Ubide, A. (2021). *Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era* (Documents No. 11293). Yale University.
- Fed. (2007). FOMC Statement [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20070807a.htm> (Erişim Tarihi: 7 Eylül 2024).
- Fed. (2008). Federal Reserve Announces It will Initiate a Program to Purchase the Direct Obligations of Housing-Related Government-Sponsored Enterprises and Mortgage-Backed Securities Backed by Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20081125b.htm> (Erişim Tarihi: 7 Haziran 2024).
- Fed. (2010a). FOMC Statement [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20100316a.htm> (Erişim Tarihi: 15 Eylül 2024).
- Fed. (2010b). FOMC Statement [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20101103a.htm> (Erişim Tarihi: 15 Haziran 2024).
- Fed. (2011). Federal Reserve issues FOMC statement [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20110921a.htm> (Erişim Tarihi: 15 Haziran 2024).
- Fed. (2012). Federal Reserve Issues FOMC statement [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120913a.htm> (Erişim Tarihi: 13 Eylül 2024).

- Fed. (2015). What were the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases? Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-were-the-federal-reserves-large-scale-asset-purchases.htm> (Erişim Tarihi: 15 Eylül 2024).
- Fed. (2020a). Federal Reserve Issues FOMC Statement [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200303a.htm> (Erişim Tarihi: 15 Eylül 2024).
- Fed. (2020b). Federal Reserve issues FOMC statement [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315a.htm> (Erişim Tarihi: 15 Eylül 2024).
- Fed. (2020c). Federal Open Market Committee Announces Approval of Updates to its Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm> (Erişim Tarihi: 17 Eylül 2024).
- Fed. (2020d). Federal Reserve issues FOMC Statement [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323a.htm> (Erişim Tarihi: 17 Eylül 2024).
- Fed. (2020e). Federal Reserve issues FOMC Statement [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm> (Erişim Tarihi: 17 Eylül 2024).
- Fed. (2020f). Federal Reserve Issues FOMC Statement [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200916a.htm> (Erişim Tarihi: 15 Eylül 2024).
- Fed. (2020g). Federal Reserve Special Facilities Initiated in Response to COVID-19. Federal Reserve Bank of New York. <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/13-3-facilities/facility-summary-table-2021> (Erişim Tarihi: 15 Eylül 2024).
- Fed. (2020h). Supervisory Practices Regarding Financial Institutions Affected by Coronavirus. Board of Governors of The Federal Reserve System. <https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/srletters/SR2004.htm> (Erişim Tarihi: 15 Eylül 2024).
- Fed. (2020i). Covid-19 Supervisory and Regulatory FAQs. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/covid-19-supervisory-regulatory-faqs.htm> (Erişim Tarihi: 15 Eylül 2024).
- Fed. (2021). Federal Reserve Issues FOMC Statement [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20211103a.htm>.
- Fed. (2022). Federal Reserve issues FOMC statement [Press Release]. Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220126a.htm>.
- Fed. (2024). M2 [M2SL], FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. <https://fred.stlouisfed.org/series/M2SL>.
- Fischer, S. (2021). Comparing the Monetary Policy Responses of Major Central Banks to the Great Financial Crisis and the COVID-19 pandemic (Working Paper). MIT Management Sloan School, Cambridge, MA, USA.
- Gagnon, J. E., & Sack, B. (2018). QE: A User's Guide (Policy Briefs PB18-19). Peterson Institute for International Economics.
- Günel, M. (2019). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü ve Krizlerdeki Etkileri. Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi, 9(1), 147–155.
- IMF. (2021). Policy Responses to COVID-19. <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19> (Erişim Tarihi: 25 Ağustos 2024).

- Kılınçel, O. (2022). 2008 Küresel Finansal Kriz Sonrasında Uygulamaya Konulan Para Politikalarının Analizi (Doktora tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü).
- Koh, W. C., Kose, A., Nagle, P. S. O., Ohnsorge, F. L., & Sugawara, N. (2020). Debt and Financial Crises (Policy Research Working Paper Series 9116). The World Bank.
- Kowalewski, P., & Shirai, S. (2023). History of Bank of Japan's More Than Two Decades of Unconventional Monetary Easing with Special Emphasis on the Frameworks Pursued in the Last 10 Years (ADB Working Paper No. 1380). Asian Development Bank Institute (ADBI), Tokyo.
- Krugman, P. (1998). Currency Crisis. In M. S. Feldstein (Ed.), *International Capital Flows* (pp. 421–466). University of Chicago Press.
- Krugman, P. (2001). Crises: The next generation? <http://www.princeton.edu/~pkrugman/next%20generation.pdf> (Erişim Tarihi: 15 Nisan 2023).
- Krugman, P. (Ed.). (2007). *Currency Crises*. National Bureau of Economic Research Books, University of Chicago Press. <https://doi.org/9780226454641>
- Labonte, M. (2015). Federal Reserve: Emergency lending (Report, November 25, 2015). Washington, D.C. <https://digital.library.unt.edu/ark:/67531/metadc795921/> (Erişim Tarihi: 25 Ekim 2022).
- Laeven, L., & Valencia, F. (2008). Systemic Banking Crises: A New Database (IMF Working Paper No. WP/08/224). International Monetary Fund.
- Lewis, W. A., & Kindleberger, C. P. (2005). *Manias, Panics and Crashes: A history of financial crises* (5th ed.). Wiley.
- Mishkin, F. S., & White, E. (2014). Unprecedented Actions: The Federal Reserve's Response to the Global Financial Crisis in Historical Perspective (Globalization Institute Working Papers 209). Federal Reserve Bank of Dallas.
- Mishkin, F. S. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective (NBER Working Paper No. 5600). National Bureau of Economic Research (NBER).
- Mishkin, F. S. (2011). Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 49–70. <https://doi.org/10.1257/jep.25.1.49>
- Nakagawa, J. (2024). Economic Activity, Prices, And Monetary Policy in Japan: Speech at a meeting with local leaders in Akita. Bank of Japan. https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2024/rel240911a.htm (Erişim Tarihi: 20 Temmuz 2024).
- Nobuyuki, O., & Ueda, K. (2005). The Effects of the Bank of Japan's Zero Interest Rate Commitment and Quantitative Monetary Easing on the Yield Curve: A Macro-Finance Approach (Bank of Japan Working Paper Series 05-E-6). Bank of Japan.
- Obstfeld, M. (1996). Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features. *European Economic Review*, 40, 1037–1047. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(96\)00013-6](https://doi.org/10.1016/0014-2921(96)00013-6)
- Padhan, R., & Prabheesh, K. (2019). Effectiveness of Early Warning Models: A critical review and New Agenda for Future Direction. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 22, 457–484. <https://doi.org/10.21098/bemp.v22i4.1188>
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). From Financial Crash To Debt Crisis (NBER Working Papers, No. 101). National Bureau of Economic Research, Inc. <https://doi.org/10.1257/aer.101.5.1676>
- Rosen, R. J. (2007). The Role of Securitization in Mortgage Lending. Chicago Fed Letter. Federal Reserve Bank of Chicago, 2007.
- Rosengren, E. S. (2015). Lessons From the U.S. experience with QE. Speech at the Peterson Institute for International Economics and Moody's Investors Service's 8th Joint Event on Sovereign Risk and Macroeconomics, Frankfurt, Germany.

- Roubini, N., & Mihm, S. (2010). *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*. Allen Lane.
- Rudebusch, G. D. (2018). A Review of the Fed's Unconventional Monetary Policy. FRBSF Economic Letter. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Stanford, J. D. (2010). Six Financial Crises: Are There Common Threads? In APEBH Conference (pp. 2–37). Wellington.
- U.S. Congress FCIC (Financial Crisis Inquiry Commission). (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Washington, D.C.: U.S. Congress.
- U.S. Treasury. (2009). *Citizen's Report: The Troubled Asset Relief Program (TARP)*, 2008. Washington, D.C.: U.S. Treasury.
- UN ESCAP. (2020). *The Impact and Policy Responses for COVID-19 in Asia and the Pacific*. ESCAP. <https://www.unescap.org/resources/impact-and-policy-responses-covid-19-asia-and-pacific> (Erişim Tarihi: 22 Eylül 2024).
- Vollmer, U., & Bebenroth, R. (2010). Policy Reactions to the Financial Crisis in Japan: Lessons from the 1990s (Discussion Paper Series DP2010-16). Research Institute for Economics & Business Administration, Kobe University.
- Westelius, N. (2020). Twenty Years of Unconventional Monetary Policies: Lessons and Way Forward for the Bank of Japan (IMF Working Paper No. 20/242). International Monetary Fund.
- Woodford, M. (2012). Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound. In *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole* (pp. 185–288). Federal Reserve Bank of Kansas City.

Research Article

ABD ve Japonya Merkez Bankalarının 2008 Küresel Finansal Krizinde ve Covid-19 Pandemisinde Uyguladığı Para Politikaları

The Monetary Policies Implemented by the Fed and the BoJ During the 2008 Global Financial Crisis and the Covid-19 Pandemic

Osman KILINÇEL Dr. Serbest Araştırmacı osmankilincel@gmail.com https://orcid.org/0000-0002-7195-7534	Murat ÇETİNKAYA Prof. Dr., Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi m.cetinkaya@hbv.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-1698-4222
---	--

Extended Summary

Financial crises are often seen as unique however, they share more similarities than differences. The 2008 global financial crisis, fueled by sophisticated derivatives, had characteristics common to previous crises, such as credit expansion and financial liberalization. The "Great Moderation" period from the 1980s to 2007, marked by low interest rates, contributed to credit expansion and the housing bubble.

Factors disrupting financial stability and leading to the crisis included increased financial liberalization, the oversight of rising household mortgage debt, conversion of mortgages into high-risk securities, excessive derivative use, inadequate regulation of low-capital, high-leverage transactions, and unrealistic credit ratings. While mortgage-based securities contributed to fragility, they were not the sole cause of the 2008 global financial crisis, highlighting the potential for preventive regulations. The fact that financial institutions pooled housing risks, assumed that the risks were manageable and that the probability of housing prices falling was very low, caused major financial losses.

Borrowers lacked sufficient information about contract terms and variable interest rates, loans were issued to those who failed income tests, and securities were directed to risky, leveraged areas. Financial institutions took excessive risks, believing they were "too big to fail." These issues highlight asymmetric information, adverse selection, and moral hazard, making the 2008 global financial crisis resemble third-generation crisis theories when considering the contagion effect.

The existence of price stability before the financial crisis, the moderate interest rates and unemployment showed that price stability and interest rate policy alone were not sufficient to prevent crises and revealed the importance of financial stability in preventing crises.

The crisis caused a liquidity shortage in the markets and the freezing of mortgages, and the impression that the Fed did not foresee the crisis increased the panic in the markets. The bankruptcy of Lehman Brothers initiated the process that led to a complete halt in the money markets. Treasury bond prices rose, American stock markets crashed, and uncertainty reached an all-time high. In this case, the Fed's intervention in the crisis accelerated, first reducing the policy interest rate, which is one of the traditional policy tools, to a level close to zero in an unconventional way.

Despite the Fed cutting the policy interest rate by over 500 basis points to near zero, market pressures persisted, leading to a standstill in the credit market due to a liquidity crunch. Rapid monetary easing failed to control the crisis, prompting the Fed to provide liquidity support. It allowed banks and non-bank institutions to access resources through the discount window and increased liquidity via collateral

and term auction facilities. To address the global aspect of the crisis, the Fed also established SWAP agreements with other central banks, reducing the need to sell dollar assets in foreign markets.

Since the Fed reached the limits of its other expansionary monetary policy tools, it brought short-term interest rates and long-term interest rates closer by making large-scale asset purchases from December 2008 to October 2014. Even though the Fed increased the problem assets on its balance sheet, it held on to the problem assets until the housing market recovered, thanks to its unlimited cash generation capacity.

Asset purchases affect markets through Portfolio Balance or Divided Markets Theory, Preferred Habitat Theory and Signal Effect. According to the theories, the fact that investors have the opportunity to switch to investment instruments with different maturities at low cost, that there are investors who prefer to hold long-term bonds and that the impression given to the market that short-term interest rates will be low through asset purchases has increased the effect of asset purchases and reduced long-term interest rates.

The Fed's long-term securities purchases have affected financial conditions by changing the amount and mix of assets held by the public. The Fed's strategy is based on the assumption that different financial assets are not perfect substitutes in investors' portfolios. Changes in the supply of an asset offered to investors have affected its return and the returns of similar assets. Thus, the Fed's purchase of treasury bonds and mortgage-backed assets has both reduced the returns of these securities and directed investors to hold other assets with similar characteristics. (Bernanke 2010a).

Asset purchases have lowered lending costs and maintained the credit market's functionality. The US Treasury intervened in the financial crisis through its troubled asset purchase program, buying assets from financial institutions to stabilize the financial system. This support has strengthened banks' capital structures, enhanced their ability to provide loans despite defaults, and prevented the bankruptcy of institutions that could jeopardize the overall financial system through targeted rescue packages. To prevent moral hazard from banks assuming they are "too big to fail," the US Treasury and the Fed have been selective in preventing bankruptcies.

The Fed and the US Treasury's rapid intervention in the economy with all the tools at their disposal during the crisis, flexible implementation of their policies and the use of unconventional monetary policy tools contributed to the environment of confidence in the markets. Despite increased money supply during the crisis, inflation did not rise due to slow demand recovery and the Fed's forward guidance.

The novel coronavirus disease, which emerged in the Wuhan Province of China with respiratory symptoms such as fever, cough and shortness of breath 12 years after the 2008 global financial crisis, quickly turned into a global epidemic. After the first case was seen in the US on January 20, 2020, the government began to take measures such as travel restrictions and quarantine practices. The spread of Covid-19 and the measures taken increased economic concerns and negatively affected financial markets; problems such as a decrease in demand, layoffs, a decrease in household incomes and disruption in supply chains were experienced. This situation caused disruptions in the economic structure and caused crisis symptoms to emerge in the global financial system.

While the 2008 global financial crisis was a crisis that started with financial institutions and spread, the fact that the Covid-19 pandemic was caused by a global epidemic was a fundamental element that differentiated the nature of both crises. The most distinctive feature of the Covid-19 pandemic that distinguishes it from other financial crises is that both supply-side and demand-side channels are simultaneously affected. Accordingly, although the monetary policies implemented during the Covid-19 pandemic are similar to the policy tools used in the 2008 global financial crisis, the scope and timing of the policies have differed.

The Covid-19 pandemic, compared to other financial crises, has not only affected the economy but also included non-financial and pandemic-related uncertainties, and when evaluated together with the experiences learned from the 2008 global financial crisis, it has paved the way for the Fed to intervene more quickly in this crisis process.

During the period when Covid-19 began, the presence of negative interest rates by the BoJ limited the use of traditional monetary policy tools, such as interest rates. However, during the pandemic, the BoJ

implemented yield curve control, quantitative and qualitative monetary easing policies, and asset purchase policies.

The reimplementation of asset purchases, one of the unconventional monetary policy tools, during the Covid-19 pandemic, has demonstrated that asset purchases have become a commonly used monetary policy tool in financial crises.