

FİNANSAL PARÇALANMANIN BANKA KREDİ KANALI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: EURO BÖLGESİ ÖRNEĞİ

Aydan KANSU*

ÖZET

Finansal ve reel sektörü birbirine bağlayan banka kredi kanalı önemli parasal aktarım mekanizmalarından biridir. Bankacılık ağırlıklı finansman sistemi olan Euro bölgesinde finansal kriz sürecinde ilk kez ortaya çıkan finansal parçalanma, banka kredi kanalının işleyişini olumsuz etkileyerek reel ekonominin iyileşmesini engellemiştir. Bu çalışmada, Euro bölgesindeki finansal parçalanmanın banka kredi kanalının işleyişini nasıl bozduğı açıklanmış ve bunun onarılması için alınan geleneksel olmayan para politikası önlemlerinin neler olduğu analiz edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Banka Kredi Kanalı, Finansal Parçalanma, Euro Bölgesi
JEL Sınıflaması: G21, E44, O52

THE EFFECT OF FINANCIAL FRAGMENTATION ON THE BANK LENDING CHANNEL: THE CASE OF THE EURO AREA

ABSTRACT

Bank lending channel which connects the financial and real sectors is one of the major monetary transmission mechanisms. Financial fragmentation which initially emerged during the financial crisis of Euro area where financial system is built on banks has prevented the recovery of the real economy by adversely affecting the functioning of the bank lending channel. In this study, we aim to explain how financial fragmentation deteriorated the functioning of the bank lending channel in the Euro area and to analyze unconventional monetary policy measures taken to sort out the problem.

Keywords: Bank Lending Channel, Financial Fragmentation, Euro Area
JEL Classification: G21, E44, O52

* Doç.Dr., İktisat Fakültesi, İstanbul Üniversitesi, e-mail:aykansu@istanbul.edu.tr

GİRİŞ

Son dönemde yaşanan küresel finansal kriz merkez bankalarının temel amaçları olan fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı sağlamanın ne kadar önemli olduğunu göstermiştir. Merkez bankaları açısından finansal istikrarın önemli olmasının nedenlerinden biri parasal aktarım mekanizmasının işleyişini etkilemesiyle ilgilidir. Finansal sistemin önemli bir bölümünü oluşturan bankacılık sisteminin içinde bulunduğu koşulların, banka kredi kanalıyla parasal aktarım mekanizmasını etkilemesi bu konunun merkez bankaları açısından dikkate alınmasını gerekli kılmıştır.

Para politikası aktarım mekanizması; faiz oranı, varlık fiyatı, döviz kuru ve kredi kanallarıyla reel ekonomiyi etkilemektedir. Para politikası aktarım kanallarından biri olan kredi kanalı; bilanço kanalı (geniş kredi kanalı) ve banka kredi kanalı (dar kredi kanalı) şeklinde sınıflandırılmaktadır. Bilanço kanalı, borçluların net varlıkları, nakit akışı ve likit varlıklar şeklindeki değişkenleri içermesi gibi, borçluların bilanço ve gelir tablolarındaki para politikasındaki değişikliklerin olası potansiyel etkilerini vurgulamaktadır. Banka kredi kanalı ise daha dar olarak, mevduat kurumları tarafından yaratılan kredi arzı üzerinde, para politikası kararlarının olası etkilerine odaklanmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1995). Banka kredi kanalı, bankaların, parasal sıkılaştırma ile bağlantılı olarak bir fonlama şokuyla yüzleştikleri temeline dayanmaktadır. Sonuçta, para politikası bu şekilde, banka kredilerinin temini yoluyla, reel aktivite üzerindeki etkisini göstermektedir. Eğer firmalar banka kredilerine son derece bağımlıysa bu reel etki özellikle önemli olmaktadır (Fungacova, Solanko, Weill, 2013).

Literatürde parasal aktarım mekanizmasından biri olan banka kredi kanalının rolüne yönelik yapılan çalışmalar; bazı kesimlerin banka kredilerine bağımlı olup olmadıkları ve/veya banka kredilerinin para politikası şoklarından nasıl etkilendikleri üzerine odaklanmışlardır (Bean, v.d., 2002); (Morris ve Sellon, 1995); (Gerlter ve Gilchrist, 1993); (Kashyap ve Stein, 1994, 2000); (Kashyap, Stein, Wilcox, 1993); (Oliner ve Rudebush 1995, 1996); (Morgan, 1998); (Cecchetti, 1995, 1999); (Bernanke ve Blinder, 1992, 1988); (Bacchetta ve Ballabriga, 2000); (Romer ve Romer, 1989, 1990); (Kishan ve Opiela, 2000) Bunlara ilaveten, bankaların rekabetinin (Fungacova, Solanko, Weill, 2013), finansal sistemlerin davranış koşullarının (Ferreira, 2009), bankaların iş ve piyasa fonlama modellerindeki değişmelerin, kredi risk transferiyle ilgili piyasadaki yeniliklerin kredi kanalı üzerindeki etkisini dikkate alan çalışmalar da mevcuttur (Gambacorta ve Marques-Ibanez, 2011). Euro bölgesinde ilk kez finansal kriz sürecinde ortaya çıkan finansal parçalanmanın banka kredi kanalına etkisi de

konuya yeni bir bakış açısı getirmiştir. Bu çalışmada, öncelikle Euro bölgesindeki finansal parçalanmanın banka kredi kanalını nasıl olumsuz etkilediği açıklanmış ve bu olumsuzluğu gidermek için alınan geleneksel olmayan para politikası önlemlerinin neler olduğu analiz edilmiştir.

1. Finansal Parçalanma ve Banka Kredi Kanalı Arasındaki İlişkinin Analizi

Euro bölgesinde önemli derecede heterojen finansman koşullarının oluşması anlamına gelen finansal parçalanma, finansal koşulların yeni ve benzer olmayan bir şekil almasıyla, para politikası aktarım mekanizmasının üye ülkeler arasında büyük ölçüde değişimine yol açmıştır. Euro bölgesi üye ülkelerinde banka kredi oranlarının ve kredi hacmini farklılaşmasına yol açan finansal parçalanma çevre ülkeleri; daha fazla dış fonlamaya bağımlı olmaları, daha yüksek kamu borç düzeyi, daha kötü ekonomik durum, finansal kurumlarında daha yüksek düzeyde riskler bulundurmaları nedeniyle daha negatif bir şekilde etkilemiştir. Çevre ve çekirdek ülkeler arasındaki finansal parçalanma, işletmelerin hangi ülkede olduğuna bağlı olarak, farklı finansman maliyetleri ile karşı karşıya kalmalarına yol açmıştır. Örneğin ikisi eşit, sağlam ve verimli işletmeler ekonomik kırılganlığı olmaları veya daha istikrarlı bir ülkede bulunmalarına bağlı olarak belirgin bir şekilde farklı sermaye masraflarına maruz kalmışlardır (Coere, 2013a); (Coere, 2013b); (Asmussen, 2013a); (Abascal, Alonso, Mayordomo, 2013); (ECB, 2012a). ECB (Avrupa Merkez Bankası) politika faiz oranını düşürmesine rağmen finansal parçalanma çevre ülkelerde firmalar ve hanehalkı için yüksek faiz oranına yol açmış ve para politikası aktarımını bozmuştur. Çekirdek ülkelerde ise tasarruf sahipleri için daha düşük faiz oranına ve potansiyel olarak varlık fiyatlarının gerçek değerlerinden sapmalarına neden olmuştur (Draghi, 2014).

ECB'nin uyguladığı para politikası, finansal parçalanma nedeniyle, Euro bölgesinin bütün bölümlerine homojen bir şekilde aktarımı sağlayamamıştır. Krizden önce 25 baz puan düşürülen faiz oranının; tahvil getirilerine, banka mevduat oranlarına ve kredi oranlarına geçişi Euro bölgesi boyunca daha önceleri benzer biçimde olurken (Mersch, 2013), kriz sürecinde bazı ülkelerde kredi oranları ECB'nin oranına yakın olma eğilimindeyken, bazı ülkelerde aynı durum söz konusu olmamıştır. 2012-2013 döneminin Mayıs ayı sonlarında ECB tarafından gerçekleştirilen refinansman operasyonlarında kullanılan oran 50 baz puan

düşürülmüşken, bankaların finansal şirketlere borç vermede uyguladıkları oran Almanya'da 50 baz puandan fazla, İspanya'da 25 baz puan, Portekiz'de ise 20 baz puandan daha düşük olmuştur. Sonuçta, finansal parçalanma ülkeler arasında sermayenin etkili olmayan şekilde tahsisine yol açarak ve düzensiz bir şekilde para politikasının uyarı etkisi aktarımını değiştirerek, konjonktürel dalgalanmaların şiddetlenmesine yol açmıştır (Coeure, 2013c).

Aktarım kanallarını temelde, yapısal ve konjontürel olmak üzere, engelleyen iki neden vardır (Coeure, 2012). Bu engeller aynı zamanda finansal parçalanmaya yol açan nedenlerdir. Bunları sırasıyla açıklayalım.

a) Devlet borç piyasası ve bankacılık sistemi arasındaki ilişki

Aktarım mekanizmasının fonksiyonunu bozan yapısal neden, devlet ve banka fonlama koşulları arasındaki sıkı ilişkidir. Para politikası uygulamalarında aktarımın eşit olması için bankaların belli, benzer fon koşullarının olması gerekmektedir. Devlet ve banka fonlama koşulları arasındaki ilişkide biri riskli duruma geldiğinde bu risk diğerine iletilmektedir (Coeure, 2012). Euro bölgesinde devlet borç piyasasındaki sorunlarla bankacılık sistemi arasındaki bu riskli ilişki birbirini besleyerek, fonlama problemleri yaratarak finansal parçalanmaya yol açmıştır.

Euro bölgesinde farklı devletlerin borç piyasaları arasında ve bankalarla devlet arasında yaşanan finansal bulaşma parasal aktarım mekanizmasının bozulmasına yol açan en büyük odaklardan biri olmuştur (Constancio, 2011). Devlet ve bankalar arasındaki ilişki iki taraflı olarak ortaya çıkabilmektedir. Bir yandan bankaların yüksek düzeyde tuttukları devlet borçlanma kağıtlarının, devletin yüksek düzeydeki borç düzeyinin yarattığı risk nedeniyle değer kaybetmesi sonucu yaşanan sorunlar diğer yandan devletin zor durumda olan bankalara sağladığı kurtarma operasyonları nedeniyle katlandığı maliyet.

Euro bölgesi açısından para politikası aktarımının işleyişini önemli şekilde etkileyen devlet borç piyasasının pürüzsüz işleyişi engellendiğinde hem finansal istikrar hem para politikası aktarımı riske girebilmektedir (Mersch, 2013). Uzun vadeli devlet tahvil getirilerindeki değişiklikler; kurumsal tahvil getirileri ve banka kredi oranları için önemli bir itici güç oluşturur. Dolayısıyla Euro bölgesinde devlet tahvil piyasalarında yaşanan kargaşa hızla bankalara yayılarak sonunda hanehalkı ve firmalara ulaşmıştır. Sonuç olarak, stres altında olan ülkelerde tüm ekonominin kredi koşullarında önemli ölçüde bozulma yaşanmıştır (Coeure, 2013d). Bu tür bulaşma temelde banka bilançolarında devlet tahvili tutulmasından kaynaklanır. Euro bölgesinde bankaların çok fazla devlet tahvillerini bilançolarında tutmaları

örneğin İtalya bankaları İtalya kamu sektörü tarafından çıkarılan bütün tahvillerin %10'undan daha fazlasını, İspanya bankalarının yine İspanya kamu tahvillerinin neredeyse %9'unu tutması, devlet borcu ve banka borcu arasındaki kısır döngüyü daha da kötüleştirmiştir. (Dombret, 2014).

Bankacılık sisteminin devlete olan etkisi açısından konuya bakıldığında zayıf bir ulusal bankacılık sistemi devletin gücünü iki ana kanalla negatif etkileyebilmektedir. Birinci kanal, banka kurtarmaları aracılığıyla kamu kaynakları tüketilebilmekte, ekonomik büyümeyi ve ekonomideki şokları abzorbe etmeyi güçlendirmek yerine zayıflatabilmektedir. Bankaların devlet riskini etkilediği bu kanal, resmi sektörün finansal istikrarı koruma isteğiyle ilgilidir. Son finansal kriz gösterdi ki, özellikle de gelişmiş finansal sistemlerde finansal aracılıktaki ani kesintiler reel ekonomi üzerinde daha fazla negatif etkiler yaratmıştır. Bu durum devleti, sistemik olarak önemli bankaları ciddi aksamlar karşısında desteklemeye yönlendirmiştir. Fakat bu politika devletin bilançosunu negatif etkilemiştir. İkinci kanal, bankaların ekonomik büyümeyi desteklemedeki rolleridir. İyi işleyen finansal piyasalar ve kurumlar, işlem maliyetlerini ve asimetrik bilgi problemlerini azaltarak, kârlı yatırım fırsatlarını seçerek, tasarrufları mobilize ederek ve riskleri çeşitlendirerek büyümeye katkı sağlamaktadırlar. Bankalar zayıf ise bu süreç bozulabilmektedir (BIS, 2011). Bunun sonucunda düşük büyüme devletin vergi gelirlerinin azalmasına neden olmaktadır.

Aktarımın zayıflaması büyük boyutta bankaların bilançosuna başka bir deyişle bankaların fonlama yapıları, fonlama fırsatları ve portföy kalitelerine bağlıdır (ECB, 2012b: 50). Finansal kriz sırasında Avrupa'daki finansal aracılık büyük ölçüde bozulmuştur. Mayıs 2012 ve Kasım 2013 arasında Euro bölgesindeki bankaların toplam bilanço büyüklüğü 3,5 trilyon Euro azalmıştır. Euro bölgesindeki hanehalkı ve firmalar bu kredi daralmasından ciddi şekilde etkilenmişlerdir. Aynı dönemde finansal olmayan şirketlere kredi verme düzeyi 361 milyar Euro azalmıştır (Constancio, 2014). Finansal parçalanmaya yol açan bankacılık sistemi ve devlet borcu ilişkisinde bazı Euro bölgesi ülkelerinde kamu borç düzeyinin yüksek seviyelerde olması nedeniyle ulusal bankaların yoğun olarak kendi hükümetlerinin tahvillerini tutmaya maruz kalmaları, bankaların aktif kalitesine zarar vermiştir. 2012'nin başlarında, örneğin İtalya'da bu oran %65 iken İspanya'da %70 olmuştur (Asmussen, 2013a). Kriz sırasında yaşanan varlık değerlerindeki dramatik düşüş ise Euro bölgesi ülkelerinin bir dizi

kredilerde keskin bir daralmaya yol açarak finansal araçların bilançolarının daha da kötüleşmesine yol açmıştır. Takip eden deflasyonist baskı, Fisher etkisi ile bilanço daralmasını daha da kötüleştirerek bankaların olağanüstü yükümlülüklerinin gerçek değerini etkilemiştir (Coeure, 2013b). Yunanistan’da olduğu gibi zayıf hükümet finansmanı, bankaları doğrudan devlet tahvilleri taşıdıkları için istikrarsızlığa sürüklerken dolaylı olarak makroekonomik koşulları kötüleştirmiştir. Tersine, bankaların devlete yüklediği maliyete bakıldığında devlet tarafından sistemik olarak önemli bankaların vergi verenlerin paralarıyla kurtarılması bazı ülkelerin hükümet bütçesinde baskı yaratmıştır. Örneğin İrlanda’da finansal sektöre verilen destek, borç oranının 2007’de %25’ten 2011’de %108’e artmasına yol açmıştır. 2010 yılında İrlanda, yıllık üretimin %30’dan fazlasını İrlanda bankalarını desteklemek için kullanmıştır. Devlet ve bankalar arasındaki bu tür yakın ilişkinin çok problemlili ve tehlikeli olduğu Euro bölgesindeki krizle kanıtlanmıştır (Dombret, 2012, 2014).

Euro bölgesi finansal sistemindeki finansal parçalanma devlet, banka ve reel ekonomi arasındaki aşağı yönlü spiralin yoğunlaşmasına katkıda bulunmuştur. Çevre ülkelere sermaye girişinin aniden durması iç içe geçmiş devlet-banka bilançosu riskinin yatırımcıların tahvil piyasasından ve interbank piyasasından paralarını çekmelerine yol açmış, buna ilaveten stresli bankacılık sisteminde bankaların kredi faiz oranlarının yükselmesiyle, kredi arzı daralmış, para politikası aktarım kanalı bozulmuştur. Çevre ülkelerdeki yüksek devlet stresi para politikasının geleneksel faiz kanalını bozarken, bankacılık stresi banka kredi kanalını olumsuz etkilemiştir (IMF,2013:25-26). 2012 ortalarında bütün kredi piyasalarında çöküş riski görülmeye başladığında kriz yeni bir şekil almıştır. Bazı Euro bölgesindeki ülkelerin mali sürdürülebilirlikteki riskler ve artan piyasa güvensizliği kendi bankacılık sektörlerine bulaşmıştır. Devletler ve bankalar arasındaki yakın ilişki bazı ülkelerde geri kalan bankacılık sektöründeki istikrarı tehdit etmiş, bazı ülkelerde zayıflayan aktarım mekanizması sıkıntıdan kurtulmuş, diğerlerinde yerleşmiş ve daha akut duruma gelmiştir (Draghi, 2013a).

b) Euro bölgesinin dağılma olasılığı korkusunun yarattığı risk (Redenomination risk)

Aktarım mekanizmasının fonksiyonunu bozan konjonktürel neden, bazı çevre ülkelerin devlet spreadlerinde, bugün banka fonlama fiyatları için temel oluşturan, olması gereken temel değerlerinin üzerine çıkmasına yol açabilen, piyasa katılımcılarının değişik endişelerini yansıtan makroekonomik trendlerle ilgili aşırı kötümser görüşlerin, Euro bölgesinin dağılma olasılığı korkusunun (redenomination risk) oluşmasıyla ilgilidir (Coeure, 2012).

2010'un sonunda kriz yeni bir şekil almış, mali kısıt birçok çevre ülkelerde zorlayıcı bir durum yaratmış, yatırımcılar devlet kredi riskini fiyatlamaya başlamışlardır. 2011'e kadar yatırımcılarda, Euro bölgesinin dağılacağı riski etkisi açık bir şekilde ortaya çıkmıştır (Noyer, 2013). 2011'in ikinci yarısında belirsizliğin yüksek seviyelerde olduğu ortamda devlet borç piyasasındaki stres yoğunlaşmış, Euro bölgesindeki bankaların piyasa ağırlıklı fonlamaya girişi artan bir şekilde zedelenmiştir (ECB, 2012b).

2012'in ilk çeyreğinde Euro bölgesinin dağılacağı korkusunun yarattığı riskin fiyatlanması Euro bölgesi ülkelerinin devlet ve şirket tahvilleri arasındaki spreadlerin sert bir biçimde artmasına neden olmuştur. Bu dönemde devlet ve şirket tahvil piyasalarında yaşanan gelişmeler Euro bölgesi ülkelerinde keskin farklılıklar yaşanmasına neden olmuştur. Euro bölgesinde devlet tahvili getirilerinin ayrışmasında, Euro bölgesinde güven krizinin algılanan risk olarak ortaya çıkması önemli bir faktör olmuştur. 2012 yazında, bu durum on yıllık devlet tahvilleri üzerinde alış-spreadlerinde keskin artış şeklinde kendini göstermiştir. Bu güçlü finansal stres Euro sisteminin tek para politikası aktarımını riske sokmuştur (ECB,2013). Sonuç olarak, finansal parçalanma para politikasını etkileyerek para politikası kararlarının Euro bölgesinin her yerine aynı şekilde aktarım sağlamasını engellemiştir.

2.ECB'nin Finansal Parçalanmaya Yönelik Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikası

Para politikasının duruşu para politikası aktarım mekanizmasının ne kadar iyi işlediğiyle değerlendirilir (Dudley, 2013). 2007'den itibaren merkez bankaları bozulan aktarım mekanizmasını tamir etmek için faizin sifıra yaklaşması nedeniyle ek olarak geleneksel olmayan para politikaları uygulamaya başlamışlardır. Bu politikalar, ekonomik bölgelere göre farklılıklar göstermiş ve merkez bankalarının operasyonel çerçeveleri, görevleri ve ülkelerin kendilerine özgü belirli zorluklarına göre şekillenmiştir. Son dönemde para politikası yapıcıları için yaşanan zorluklar, Avrupa dahil, dünya genelinde söz konusu olmuştur. 2008'in sonlarında patlak veren ekonomik ve finansal kriz, merkez bankalarını geleneksel olmayan piyasa oyuncularına dönüştürerek, onları daha yaratıcı olmaları konusunda zorlamıştır (Asmussen, 2013b). Euro bölgesinde yaşanan finansal parçalanmanın, ECB'nin uyguladığı geleneksel para politikasının tüm bölgelere etkin bir şekilde aktarım

sağlayamaması nedeniyle bozulan mekanizmanın yeniden işleyişini sağlayacak geleneksel olmayan para politikası önlemlerinin alınması kaçınılmaz olmuştur.

ECB'nin geleneksel para politikasının yeterli olmadığı ve geleneksel olmayan para politikası önlemleri uygulamasının gerekliliğini anlamak için öncelikle Euro bölgesindeki krizin kökenine bakmak gerekmektedir. Euro bölgesinde istikrarsız kamu finansmanı ve rekabetin olmaması krizin temelini oluşturmuştur. Ayrıca Euro bölgesinin bazı bölümlerinde bu problemlere banka kredi arzının daralması da eşlik etmiştir (Dombret, 2013). 2010'da devlet borç krizi patlak verdiğinde girişimcilere verilen banka kredi faizlerinde farklı ülkelere göre sapmalar olduğu daha önce belirtilmişti. 2010'da Yunanistan ve Portekiz oranlarında sapma yaşanırken, yalnızca 2011'in sonlarında ve 2012 de İspanya ve İtalya oranları, Almanya ve Fransa oranlarından farklılaşmaya başlamıştır. Kredi hacmiyle ilgili yaşanan gelişmelerde benzerlik görülmüştür. Kredi hacmi çekirdek ülkelerde az pozitif kalırken en kırılgan Euro bölgesi ülkelerinde düşüş yaşanmıştır (ECB, 2012a). Bankaların reel sektöre kredi aktarımını sağlamadaki önemini vurgulamak için Euro bölgesinin finansal sisteminde bankacılık sisteminin payının büyüklüğüne dikkat çekmek gerekmektedir.

Euro bölgesinde finansal olmayan şirketlerin borcunun yaklaşık %80'i banka kredilerinden oluşmaktadır (Draghi, 2013b). Euro bölgesindeki bankaların toplam bilanço büyüklüğü GSYİH'nin yaklaşık %270'ini oluştururken sermaye piyasasının daha derin olduğu ABD'de bu rakam yaklaşık %70'tir (Mersch, 2014a). ABD'ye göre Euro bölgesinin finansal yapısına yönelik etkili bir program dizayn etmek için banka ağırlıklı aracılık baskınken, varlık fiyatlarının servet etkisinin aktarım kanallarındaki etkisinin daha az önemli olduğu ön plana çıkmaktadır (Coeure, 2014). Euro bölgesinde banka kredilerine oldukça bağımlı olan işletmeler banka kredi arzında meydana gelen azalmadan ciddi şekilde olumsuz etkilenmişlerdir.

Euro bölgesinde yaşanan finansal parçalanma ve bozulan parasal aktarım mekanizması büyük kuruluşlara kıyasla, Küçük ve Orta Boy İşletmeler (KOBİ) üzerinde darbe etkisi yaratmıştır. KOBİ'lere kredi kullanılabilme imkânının sağlanması Euro bölgesindeki toparlanma için esastır. Özellikle KOBİ'ler İtalya'da, İspanya'da ve Portekiz'de istihdamın yaklaşık %80'i ve katma değer %70'ni sağlamaktadırlar (Al-Eyd ve Berkmen, 2013). Bu veriler dikkate alındığında ECB'nin para politikasının reel ekonomiyi etkilemesinde banka kredi kanalının temel oluşturduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Euro bölgesinde bankaların, tasarrufların kredi talep edenlere ulaşmasını sağlayan temel kanal olması ve işletmelerin finansmanın büyük çoğunluğunun bankalardan sağlanması ECB'nin para politikasını ve geleneksel olmayan para politikasının dizaynını etkilemiştir (Knot, 2013). ECB'nin krize yönelik uyguladığı geleneksel olmayan para politikası önlemleri diğer büyük merkez bankalarına göre biraz farklılık göstermiş bankacılık sistemini fonlamak ve likidite desteği sağlamak için yapılmıştır (Honkapohja, 2014). Bu önlemler özellikle iki risk primi kaynağının ortadan kaldırılmasına yönelik alınmıştır: Banka fonlama riski veya likidite riski ile Euro bölgesinin dağılma olasılığı korkusunun yarattığı risk (redenomination risk) (Praet, 2014); (Draghi, 2013c); (Asmussen, 2013a). Bu önlemler hükümet sektörünün ödeme gücünü sürdürmesine yönelik olan mali baskınlık için değil, finansal baskınlık için alınmıştır. Finansal baskınlık, finansal istikrarı korumak için bankacılık sisteminin içinde bulunduğu koşulların merkez bankasını ikinci veya üçüncü en iyi para politikalarını sürdürmeye zorlayarak, para politikası üzerinde kısıtlayıcı veya baskın etkisi olabileceği olasılığı anlamına gelir (Liikanen, 2013). Euro bölgesinde bankacılık sisteminin sorunları para politikasıyla yok edilemediği için geleneksel olmayan para politikası önlemlerine ihtiyaç duyulmuştur.

2.1. Menkul Kıymetler Piyasası Programı (SMP)

Mayıs 2010'da çeşitli Euro bölgesi üye ülkelerinde devlet borç piyasalarının donmasıyla birlikte ECB, para politikası aktarım mekanizmasını bozan bazı piyasa segmentlerindeki tansiyona yönelik SMP'yi başlatmaya karar vermiştir. SMP'nin 2010 yılı Mayıs ayında başlamasının nedeni, Yunan devlet tahvillerinde yaşanan tansiyonun, belirsizlik ve güven kaybı oluşturmasıdır. Bu durum Euro bölgesinde çeşitli tahvil piyasalarına yayılarak bu piyasaları neredeyse işleyemez noktaya getirmiştir. Euro bölgesine üye devletlerin borç piyasaları arasındaki bulaşma, aktarım mekanizmasını bozan faktörlerden biri olması bağlamında SMP müdahaleleri ayrıca bu tür bulaşmaya karşı yapılmıştır. Temmuz 2011'de devlet borç piyasasındaki tansiyon yalnızca İtalya ve İspanya'ya yayılmakla kalmamış aynı zamanda bu ülkelerin devlet borçları bankalarını maruz bırakmıştır. Başka bir deyişle, Euro bölgesinde devlet borç piyasasından bankalara yönelik bulaşma 2011'in ikinci yarısında daha önemli bir duruma gelmiştir. Özellikle 2011 yılının yazında Avrupa'da borç krizi yeni zirvelere ulaşmıştır. SMP ile açık bir şekilde, ihtiyatlı ve sınırlı miktardaki müdahalelerle Euro sistemde devlet borç piyasalarının işlevini kaybettiği ekonomilerde finansal

parçalanmadan bozulan para politikası aktarımının işleyişinin sağlanması amaçlanmıştır. Avrupa Birliği anlaşmasına göre birincil piyasadan devlet tahvili satın alarak parasal finansman sağlamak yasak olduğu için ECB, ikincil tahvil piyasasından alım gerçekleştirmiştir. SMP ile uygulamada, sadece kamu tahvil piyasalarında sterilize müdahaleler gerçekleştirilmiştir. 8 Ağustos 2011 tarihinde ECB, SMP'yi aktif olarak uygulamış, son SMP satın alımları Şubat 2012'de yapılmış ve Eylül 2012'de sonlandırılarak yerine Doğrudan Parasal İşlemler (OMTs) programı uygulanmıştır (Constancio, 2012); (ECB, 2011, 2012c); (Smaghi, 2011), (Trichet, 2013) ; (Honkapohja, 2014).

2.2. Uzun Dönem Refinansman Operasyonları (LTROs)

Vadeleri en fazla üç yıl olan uzun dönem yeniden finansman operasyonlarıyla (LTROs) bankaların likidite ve fonlama streslerini rahatlatmaya yönelik olarak, para piyasasındaki likidite riskinin azaltılması amaçlanmıştır (Draghi, 2013c). Likidite talep dalgalanmalarının olduğu coğrafi bir para alanı içinde parçalanmış olmanın doğrudan bir doğal sonucu olarak talebin yüksek olduğu bölgeye yönelik likidite sağlanması hedeflenmiştir. Sorun yaşanmayan bir ortamda bu politikayı uygulamanın basit bir yolu, merkez bankasının politika faiz oranını likidite sağlayacak şekilde ayarlamasıdır. Ancak finansal aracılık fonksiyonunun normal işlemediği durumlarda, bu kesimlere likidite yönlendirme, geleneksel para politikasıyla yapılamadığında parasal birlik içinde mekansal parçalanmayı azaltmak gerekmiştir. Aşırı likidite talebi, bankacılık parçalanmasının doğrudan bir belirtisi olmuştur. Likidite talebini karşılamak için sabit faiz oranı ve yeterli teminat karşılığında, otomatik olarak özellikle büyük finansman zorlukları olan sıkıntılı ülkelerdeki bankaların likiditeye ulaşabilecekleri bir ortam sağlanmıştır (Coeure, 2013c). Birincisi Aralık 2011'de gerçekleştirilen bu operasyonlarla özellikle bankaların daha uzun vadeli istikrarlı finansmana ulaşma imkânı sağlanmıştır.

2.3 Hedeflenen Uzun Dönem Refinansman Operasyonları (TLTROs)

ECB, 5 Haziran 2014 tarihinde yeni bir geleneksel olmayan para politikası aracını Eylül 2014'te kullanmaya başlayacağını duyurmuştur. 18 Eylül 2014'te ECB ilk hedeflenen uzun vadeli refinansman operasyonuna 82.6 milyar Euro ayırdıklarını açıklamıştır. Böylece ECB sürdürülebilir fiyat istikrarı çerçevesinde kredilerin reel ekonomiye aktarımını sağlamak amacıyla para politikası aktarım mekanizmasının işleyişini destekleyecek yeni bir önlem daha almıştır. ECB bu araçla bankalara likidite imkânı sağlayarak bu imkânın hanehalkına (konut kredisi kullanımı hariç) ve finansal olmayan özel sektöre kredi verilmesi çerçevesinde sınırlandırarak reel ekonominin iyileşmesini amaçlamıştır(ECB, 2014a, 2014b).

2.4. Doğrudan Parasal İşlemler (OMTs)

2012 yılında devlet tahvil piyasasında yaşanan gelişmeler OMT programına neden ihtiyaç duyulduğunu göstermiştir. Bu gelişmeler bazı üye ülkelerin makroekonomik değişkenlerinden değil Euro bölgesinin dağılma olasılığı korkusunun yarattığı risk (redenomination risk) nedeniyle yaşanmıştır.

2012'in ilk çeyreğinde Euro bölgesinin dağılacağı riskinin fiyatlanması Euro bölgesi ülkelerinin devlet tahvilleri arasındaki spreadlerin önemli ve hızlı bir biçimde artmasına neden olmuştur. Bazı üye ülkelerde kısa ve uzun vadeli devlet tahvillerinin risk primleri alışılmadık derecede yüksek seviyelere ulaşmıştır. Temmuz 2012'de, iki yıl vadeli İspanyol devlet tahvillerinin getirisi %6.6 iken İtalya'da %5.1 olmuştur. Bazı spreadler üye ülkelerin kendi ekonomik temellerini yansıtmıştır. Ancak, 2012 yılının ilk yarısında spreadlerdeki hızlı artış mali veya makroekonomik temellerdeki değişikliklerden değil Euro bölgesinin dağılacağı korkusundan olmuştur. Örneğin Temmuz 2012'de Almanya'ya göre, İspanya ve İtalya'nın 10 yıllık devlet tahvillerindeki spread sırasıyla 250 ve 200 baz puan artmıştır. Devlet tahvillerinin fiyatları, para politikasının işleyişinde kilit değişkenlerden olan banka veya şirket tahvilleri gibi diğer menkul değerlerin fiyatlamasını da etkilemiştir. Dolayısıyla devlet tahvil piyasasındaki aksamalar para politikasının etkinliğini etkilemiştir (Mersch, 2014b; Coeure, 2013d)

Devlet tahvil spreadleri temelde yanlış düzeylere ulaştıklarında ve spread düzeyi para politikası aktarımını engellediğinde aktarım kanalını tamir etmek için ikincil devlet tahvil piyasasına müdahale etmek ve tek para biriminin terk edileceği piyasa algısını (redenomination risk) ve bu konuyla ilgili belirsizliği ortadan kaldırmak amacıyla OMT programı uygulanmıştır. 2012 yazında, bulaşma hızı hızlıca arttığında ve yatırımcılar Euro bölgesinin dağılacağı riskini fiyatladığında ECB başkanı Draghi 26 Temmuz 2012 tarihinde yaptığı konuşmasında Euro'yu korumak için ne gerekiyorsa yapılacağını belirtmiştir (Draghi, 2012) ; (Draghi, 2013a); (Coeure, 2013d). Bu açıklamanın ardından bir ay içinde İspanya ve İtalya'da devlet tahvil getirilerinde sırasıyla 100 ve 50 baz puan düşüş gerçekleşmiştir. Ayrıca bu ülkelerde Almanya'ya göre 10 yıllık devlet tahvil spreadlerinde çok önemli düşüşler yaşanmıştır. ECB'nin henüz devlet tahvil alımını gerçekleştirmeden, açıklamayla spreadlerde düşüş yaşanması devlet tahvil piyasasının kötü dengeden iyi dengeye geçmesiyle ilgilidir.

Kötü denge devletin ödeme gücüyle ilgili kuşuların kendi kendini besleyen kriz yaratmasıdır. Yatırımcılar, devletin mali sürdürülebilirliği hakkında güven kaybı yaşadktan sonra tahvilleri satmaya başlarlar ve faiz oranının yükselmesine neden olurlar. Faiz oranındaki bu yükseliş devletin borcunu sürdüremeyeceği duruma getirir ve böylece baştaki şüphe kendi kendini besleyen bir durum alır. Euro bölgesindeki ülkeler doğrudan para politikası üzerinde etkili olmayabilirler. Ancak Euro cinsinden devlet tahvili çıkarmalarının etkisini göz ardı etmemek gerekir. OMT programının başarılı olmasında Euro bölgesinin temel problemine odaklanması önemli rol oynamıştır (Wolff, 2013 :27-29).

SONUÇ

Küresel finansal krizden önce Euro bölgesinde var olan finansal bütünleşme tek para politikası aktarımının etkin bir şekilde olmasını sağlamıştır. Ancak Euro bölgesinde finansal kriz sürecinde ilk kez ortaya çıkan finansal parçalanma, ECB'nin geleneksel para politikası uygulamalarının yetersiz kalmasına yol açmıştır.

Bankacılık ağırlıklı finansman sistemi olan Euro bölgesinde; para politikası, banka kredileri ve büyüme arasındaki etkileşime bakıldığında, banka kredi kanalının özellikle KOBİ'lere sağladığı kaynak sonucu reel sektörü canlandırmadaki önemi ön plana çıkmaktadır. Euro bölgesinde kredi artışı ile büyüme arasındaki güçlü ilişkide önemli rol oynayan banka kredi kanalındaki bozulmanın para politikası şokundan kaynaklanmamış olması, politika faiz oranının tarihi düşük seviyelere gelmesi, sorunun giderilmesinde geleneksel olmayan para politikasına ihtiyaç duyulduğunun önemli göstergesi olmuştur. Reel ve finansal sistem arasındaki ilişkinin sağlıklı olmasını sağlamak için ECB'nin, fiyat istikrarından ödün vermeden, geleneksel olmayan para politikası önlemleri ile devlet tahvil piyasasının pürüzsüz işleyişini sağlayarak, bankalara likidite ve kredi kolaylığı imkânı tanıyarak, bozulan banka kredi kanalının yeniden işleyişini amaç edinmesi Euro bölgesinde reel ekonomik büyümeyi canlandırma çabasından kaynaklanmıştır.

KAYNAKÇA

[1] AL-EYD, A. VE BERKMEN, P. (2013). Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area. IMF Working Paper, No: 208.

[2] ASMUSSEN, J. (2013a). Reintegrating Financial Markets. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130614.en.html> [Erişim Tarihi:14/09/13].

[3] ASMUSSEN, J. (2013b). The Global Monetary Policy Stance-What are the Risks? <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130910.en.html> [Erişim Tarihi:15/09/13]

[4] ABASCAL, M. ALONSO, T. VE MAYORDOMO, S.. (2013). Fragmentation in European Financial Markets: Measures, Determinants, and Policy Solutions. https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/migrados/WP_1322_tcm348-394976.pdf. [Erişim Tarihi:15/01/14]

[5] BACCHETTA, P. VE BALLABRİGA, F. (2000). The Impact of Monetary Policy and Banks' Balance Sheets: Some International Evidence. Applied Financial Economics, 10(1): 15- 26.

[6] BEAN, C., LARSEN, J. VE NİKOLOV, K. (2002). Financial Frictions and The Monetary Transmission Mechanism: Theory, Evidence and Policy Implications. ECB Working Paper No: 113, January.

[7] BERNANKE, B.S. VE BLİNDER, A.S. (1992). The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. The American Economic Review, 82(4): ss.901-921.

[8] BERNANKE, B.S. VE BLİNDER, A.S. (1988). Credit Money and Aggregate Demand. The American Economic Review, 78(2): ss.435-439.

[9] BERNANKE, B. S. VE GERTLER, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmissio, The Journal of Economic Perspectives, 9(4): ss.27-48.

[10] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. (2011). The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions. CGFS Papers, No:43. <http://www.bis.org/publ/cgfs43.pdf>. [Erişim Tarihi:25/12/13]

[11] CECCHETTI, S. G. (1995). Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism. https://research.stlouisfed.org/publications/review/95/05/Distiguishing_May_June1995.pdf [Erişim Tarihi:14/01/13]

[12] CECCHETTI, S.G. (1999). Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism. <http://www.nber.org/papers/w7151> [Erişim Tarihi:18/02/14]

[13] COEURE, B. (2012). Why the Euro Needs a Banking Union. http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121008_1.en.html [Erişim Tarihi:14/03/14]

[14] COEURE, B. (2013a). Monetary Policy in the Crisis- Confronting Short-Run Challenges While Anchoring Long-Run Expectations. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130517.en.html> [Erişim Tarihi:10/02/14]

[15] COEURE, B. (2013b). The Economic Consequences of Low Interest Rates. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp131009.en.html>. [Erişim Tarihi:18/04/14]

[16] COEURE, B. (2013c). Non-Standart Monetary Policy Measures-Where do We Stand? <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130710.en.html> [Erişim Tarihi:20/04/14]

- [17] COEURE, B. (2013d). Outright Monetary Transactions, One Year on.
<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130902.en.html> [Erişim
Tarihi:05/05/14].
- [18] COEURE, B.(2014). Asset Purchases as an Instrument of Monetary Policy.
<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140413.en.html> [Erişim
Tarihi:15/06/14]
- [19] CONSTANCIO, V. (2011). Challenges to Monetary Policy in 2012.
<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111208.en.html> [Erişim
Tarihi:18/01/13]
- [20] CONSTANCIO, V. (2012). Contagion and the European Debt Crisis.
<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111010.en.html> [Erişim
Tarihi:15/07/14]
- [21] CONSTANCIO, V. (2014). Growing Out of the Crisis-is Fixing Finance Enough?
http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140410_1.en.html [Erişim
Tarihi:12/06/14]
- [22] DRAGHI, M. (2012). Verbatim of the Remarks made by Mario Dragh., Global
Investment Conference in London, 26 July,
<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> [Erişim
Tarihi:25/04/14]
- [23] DRAGHI, M. (2013a). Stable Euro, Strong Europe.
http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130625_1.en.html [Erişim
Tarihi:17/01/14]
- [24] DRAGHI, M. (2013b). Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of
the European Parliament.

<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140714.en.html> [Erişim Tarihi:23/02/14]

[25] DRAGHI, M. (2013c). The Role of Monetary Policy in Addressing the Crisis in the Euro Area. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130415.en.html> [Erişim Tarihi:18/03/14]

[26] DRAGHI, M. (2014). Financial Integration and Banking Union. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140212.en.html> [Erişim Tarihi:19/04/14]

[27] DOMBRET, A. (2012). As Goes Ireland, So Goes Europe? <http://www.bis.org/review/r121026d.pdf> [Erişim Tarihi:26/04/14].

[28] DOMBRET, A. (2013). The Role of Central Banks https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Reden/2013/2013_06_12_dombret.html. [Erişim Tarihi:23/04/14]

[29] DOMBRET, A. (2014). Striving to Achieve Stability- Regulations and Markets in the Light of the Crisis. <http://www.bis.org/review/r140129b.htm>. [Erişim Tarihi:25/05/14]

[30] DUDLEY, W.C. (2013). Why Financial Stability is a Necessary Prerequisite for an Effective Monetary Policy. <http://www.bis.org/review/r130624a.pdf> [Erişim Tarihi:22/06/14]

[31] EUROPEAN CENTRAL BANK. (2011). Outright Monetary Transactions. https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_011.en.html [Erişim Tarihi:12/02/14]

[32] EUROPEAN CENTRAL BANK . (2012a). European Economic Forecast, Autumn. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-7_en.pdf [Erişim Tarihi:17/06/13]

[33] EUROPEAN CENTRAL BANK. (2012b). Financial Integration in Europe, April.
<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201204en.pdf> [Erişim Tarihi:18/05/13]

[34] EUROPEAN CENTRAL BANK. (2012c). Technical Features of Outright Monetary Transactions. 6 September.
http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html
[Erişim Tarihi:16/12/13]

[35] EUROPEAN CENTRAL BANK. (2013). Financial Integration in Europe, April.
<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201304en.pdf>. [Erişim Tarihi:24/04/14]

[36] EUROPEAN CENTRAL BANK . (2014a). Press Release. 5 June. 10 Ağustos 2014 Tarihinde https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.en.html adresinden erişildi. [Erişim Tarihi:10/08/14]

[37] EUROPEAN CENTRAL BANK . (2014b). Press Release. 18September. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140918_1.en.html [Erişim Tarihi:02/10/14]

[38] FERREIRA, C. (2009). The Credit Channel Transmission of Monetary Policy in the European Union. <http://aquila2.iseg.utl.pt/aquila/getFile.do?method=getFile&fileId=94463>
[Erişim Tarihi:28/04/14]

[39] FUNGACOVA, Z. SOLANKO, L. VE WEILL, L. (2013). Does bank Competition Influence the Lending Channel in the Euro Area?
http://www.suomenpankki.fi/bofit_en/tutkimus/tutkimusjulkaisut/dp/Documents/2013/dp1713.pdf [Erişim Tarihi:12/03/14]

[40] GAMBACORTA, L. VE MARQUES-IBANEZ, D. (2011). The Bank Lending Channel: Lessons from the Crisis. Economic Policy. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0327.2011.00261.x/pdf> [Erişim Tarihi:14/04/14]

[41] GERTLER, M. VE GİLCHRİST, S. (1993). The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence. The Scandinavian Journal of Economics, 95(1): 43-64.

[42] HONKAPOHJA, S. (2014). International Spillovers from Unconventional Monetary Policy Easing and Exit-What Do We Know? <http://www.bis.org/review/r140617b.htm>. [Erişim Tarihi:03/10/14]

[43] INTERNATIONAL MONETARY FUND. (2013). European Union: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation-Technical Note on Financial Integration and Fragmentation in the European Union. Country Report, March, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1367.pdf> [Erişim Tarihi:15/01/14]

[44] KASHYAP, A.K. VE STEIN, J. C. (1994). The Impact of Monetary Policy On Bank Balance Sheets. <http://www.nber.org/papers/w4821.pdf> adresinden erişildi. [Erişim Tarihi:20/01/14]

[45] KASHYAP, A.K. VE STEIN, J. C. (2000). What do a Million Observation on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy. The American Economic Review, 90 (3): ss.407-428.

[46] KASHYAP, A.K., STEIN, J. C. VE WILCOX, W. D. (1993). Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance. The American Economic Review, 83(1):ss.78-98.

[47] KISHAN, R.P. VE OPIELA, T.P. (2000). Bank Size, Bank Capital and the Bank Lending Channel. Journal of Money, Credit and Banking, 32(1): ss.121-141.

[48] KNOT, K. (2013). Central Bank Independence and Unconventional Monetary Policy- Challenges for the European Central Bank. <http://www.bis.org/review/r131017b.pdf>. [Erişim Tarihi:19/04/14]

[49] LIIKANEN, E. (2013). Banking Structure and Monetary Policy-What Have We Learned in the Last 20 Years?15 Nisan 2014 Tarihinde <http://www.bis.org/review/r130507e.pdf> adresinden erişildi. [Erişim Tarihi:15/04/14]

[50] MERSCH, Y. (2013). Monetary Policy in an Environment of Low Growth and Interest Rate, 08 Mart 2014 Tarihinde http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130613_1.en.html adresinden erişildi. [Erişim Tarihi:08/03/14]

[51] MERSCH, Y. (2014a). Finance in an Environment of Downsizing Banks. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140524.en.html> [Erişim Tarihi:26/10/14]

[52] MERSCH, Y. (2014b). ECB in Between State Rescue and Monetary Policy. <http://www.bis.org/review/r140514g.htm> [Erişim Tarihi:29/10/14]

[53] MORGAN, D. P. (1998). The Credit Effects of Monetary Policy: Evidence Using Loan Commitments. *Journal of Money, Credit and Banking*, 30(1): ss.102-118.

[54] MORRIS, C. S. VE SELLOON, G. H. (1995). Bank Lending and Monetary Policy, Evidence on a Credit Channel. <http://www.kc.frb.org/publicat/ECONREV/pdf/2q95morr.pdf> [Erişim Tarihi:16/01/14]

[55] NOYER, C. (2013). Current Policy Debate Challenges-a Euro Area. <http://www.bis.org/review/r130524f.pdf>. [Erişim Tarihi:14/01/14]

[56] PRAET, P. (2014). Reforms and Growth in the Euro Area.

<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140218.en.html> [Erişim

Tarihi:25/03/14]

[57] ROMER, C. D. VE ROMER D. H. (1989) . Does Monetary Policy matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz. <http://www.nber.org/papers/w2966.pdf> [Erişim

Tarihi:28/04/14]

[58] ROMER, C. D. VE ROMER D. H. (1990). New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism. Brookings Papers on Economic Activity, 1990(1): ss.149-213.

[59] SMAGHI, S. L. (2011). The Challenges Facing Monetary Policy.

<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110127.en.html>

[Erişim

Tarihi:27/04/14]

[60] OLINER, S. D. VE RUDEBUSH, G.D. (1995). Is There a Bank Lending Channel for Monetary Policy? [http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-](http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-review/1995/95-2_3-20.pdf)

[review/1995/95-2_3-20.pdf](http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-review/1995/95-2_3-20.pdf) adresinden erişildi. [Erişim Tarihi:19/04/13].

[61] OLINER, S. D. VE RUDEBUSH, G.D. (1996). Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance: Comment. The American Economic Review, 86(1): ss.300-309.

[62] TRICHET, J.-C. (2013). Unconventional Monetary Policy Measures: Principles-Conditions-Raison d'être. International Journal of Central Banking, 9(1): ss.229-250.

[63] WOLFF, G.B. (2013). The ECB's OMT Programme and German Constitutional Program.

http://www.brookings.edu/~media/Research/Files/Reports/2013/08/g20%20central%20banks%20monetary%20policy/TT20%20european%20union_wolff.pdf [Erişim Tarihi:25/01/14]