

## THE EFFECTS ON FOREIGN TRADE & INCOME DISTRIBUTION OF MONETARY EASING PROGRAMMES IN THE WORLD

Abdullah ÖZDEMİR  
Adnan Menderes University Nazilli FEAS,  
a.ozdemir@adu.edu.tr

Hamit ÖZMAN  
Adnan Menderes University Nazilli FEAS,  
hamit.ozman@adu.edu.tr

### **Abstract:**

*After the 1980s, the effect of neo-liberalization has severely destroyed international borders, leading to liberalization in foreign trade and financial markets. After the end of the understanding that the fiscal policies at the age of the gold standard were more dominant than the monetary policies, central banking and the policies they applied became more important in terms of both households and foreign trade especially after the 2008 global crisis. The 2008 global crisis has led Central Banks to take non-traditional and radical measures that have not been adequately tested in the previous period in order to reduce economic stagnation, rising unemployment and other macro imbalances in both developed and developing countries.*

*Due to differences in the composition of financial assets between countries, over-expansionary monetary policies have created asymmetric differences between household incomes by creating liquidity abundance and asset bubbles. From the monetary expansion programs implemented, households in the highest income group that invested in risky areas most benefited. In this study, it is underlied that the central banks should create and implement policies that can create balanced income and wealth distribution in terms of citizens and countries related international trade as well as fullfilling their their traditional duties such as price stability, healthy payment balance, sustainable growth. It is emphasized that the steps to be taken are likely to play an increasing role in income distribution inequality without considering these factors. Without these factors, it is emphasized that the steps to be taken are likely to play an increasing role in income distribution inequality. The study has examined whether the policies implemented by central banks in the crisis period are symmetrical in terms of the increase in stock prices, exchange rates and interest rates and households' assets. The household wealth distribution data disclosed by OECD and CBRT have been used in the analysis. In addition, the effects of excessive monetary expansion on the international trade over the exchange rates of the country have been analyzed.*

**JEL Codes:** D31, D63, E21, E43, E58, I32

**Keywords:** Monetary Policy, Household Financial Assets, Income Distribution

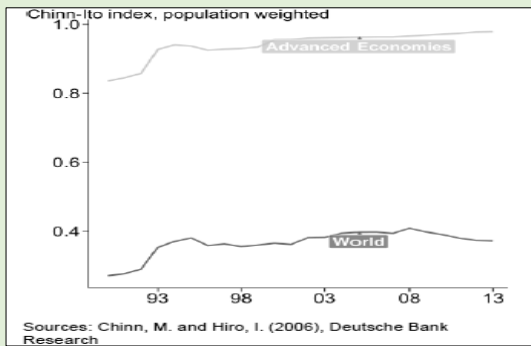
## Giriş

1776'da A.Smith ile başlayan liberal politikalar iyimser bir tablo çizerek ülkelerin zenginleştikçe bireylerin de refahının artacağına vurgu yapmışlardır. Liberal ekolün devamı olarak görülen Neo-liberalizm ise 1980'den itibaren dünya çapında ekonomik ve siyasi işleyişi yeniden düzenleyerek birçok kavramın içeriğini yeniden oluşturmuş ve bunları diğer gelişmekte olan ülkelere de aktarmıştır. Chicago Okulu'ndan Friedman ve Hayek' in temel düşüncelerine dayalı olarak ortaya çıkan Neo-liberalizm akımı, bu süreçte yeni ekonomik politikaları belirlerken aynı zamanda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki sosyal ve ekonomik ilişkilerin yeniden üretimini teşvik etmiş ve refah artışı için serbest piyasa ekonomisini, minimum devlet müdahalesini savunmuştur.

Neo-liberalizmin etkisi ile ülkeler arası sınırlar önemli ölçüde kalkmış, dış ticarete ve finans piyasalarında serbestleşme yaşanmış, ülkeler arası ilişkilerin gelişimine önem verilerek gerek finansal gerekse reel piyasalara daha kolay entegrasyon sağlanmıştır. 1995-2014 yılları arasında dünya ticaretinde, gelişmiş ülkelerin payı %80'den %54'e gerilemiş, diğer ülkelerin ise payı %20'den %44'e yükselmiştir.

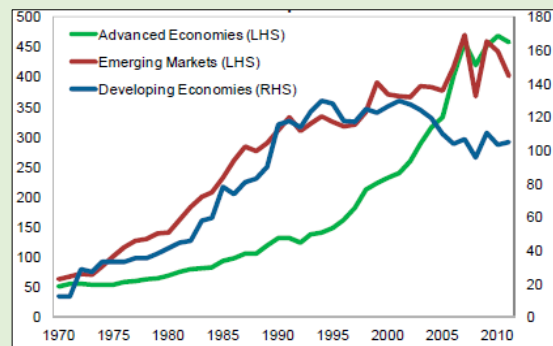
Her ne kadar genel trend, finansal açıklığın ( financial openness) dünya genelinde artmış olduğunu gösterse de ülkelerin gelişmiş düzeyleri bakımında farklılık hala önemli boyuttadır. Nüfusa göre ağırlıklandırılmış endekste, gelişmiş ülkeler için bu oran 0,9 seviyesinin üzerinde iken dünya ortalaması gelişme göstermesine rağmen hala gelişmiş ülkelere göre önemli ölçüde düşük seviyededir. Burada dikkat çeken bir diğer nokta ise küresel kriz sonrası gelişmiş ülkelere finansal açıklık hala eski düzeyinde seyrederken dünya ortalamasında bir gerileme söz konusudur.

Şekil 1: Finansal Açıklık Düzeyi- Dünya vs AE



Kaynak: Chinn, M. and Hiro, I. (2006), Deutsche Bank Research

Şekil 2: Ülke Grupları Bazında Fin. Açıklık

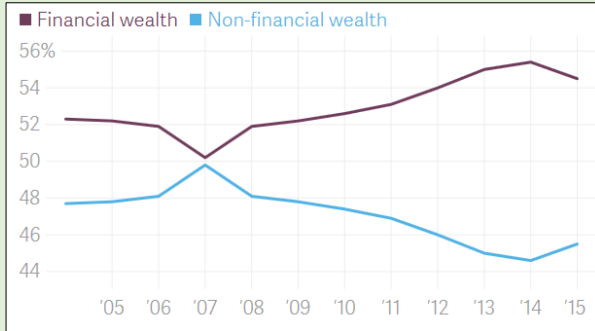


Kaynak: IMF, International Financial Statistics

Gelir eşitsizliği son dönemde dünyada istihdam piyasalarında yaşanan iyileşmelere rağmen yüksek seviyede kalmaya devam etmektedir. Ekonomik iyileşmeler, yeni iş olanakları yaratarak gelir eşitsizliğini azaltıcı etki yaparken diğer taraftan özellikle yüksek gelir grubunun sahip olduğu sermaye araçlarının getirisini de görece daha hızlı artırarak eşitsizliği azaltıcı olumlu etkiyi ortadan kaldırmaktadır. Nitekim kriz sonrası uygulanan para politikaları sonrası hane

halklarının toplam varlıkları içinde yaşanan yatırım araçlarındaki sermaye kazançlarının etkisi ile

Şekil 3 : Hanehalkı Varlıklarının İçeriği



Yüksek gelir dağılımı eşitsizliğinin, sosyal maliyetlerin artmasına neden olmasının yanı sıra büyümenin sürdürülebilirliği konusunda da negatif etkileri olduğu birçok akademik çalışmada ortaya konulmuştur. Aynı zamanda gelir adaletsizliğini yoğun bir şekilde hisseden bireyin kurumlara güveni kalmamakta ve sosyal dayanışma erozyona uğramaktadır. Nitekim BBC (2008) tarafından 34 büyük ekonomide yapılan “Ekonomi ve Küreselleşme ile ilgili Kamuoyundaki Genel Kaygılar- Küresel Anket” çalışmasında, Türkiye, ekonomik büyüme ile ilgili fayda ve sıkıntuların adil biçimde dağıtılmadığına ilişkin kamuoyu algısının en yüksek olduğu ülkelerden biri olmuştur. 1000 kişilik örneklem alınarak yapılan ankette fayda ve yüklerin adil dağıtılmadığını düşünenlerin oranı Türkiye’de %82 iken genel ortalama %64 olarak gerçekleşmiştir.

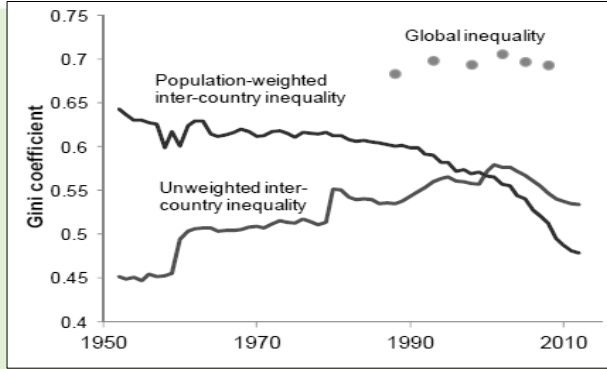
Kumhof vd. (2012) artan eşitsizlik durumunda işçilerin kredilerle desteklen bir sürece girdiğini ve bu durumun da borçluluk oranlarını arttırarak olası finansal krizlere yol açabileceğini belirtmiştir. Rodrik (1999) de makalesinde, benzer şekilde iç sosyal istikrarın daha yüksek olduğu (gelir dağılımının daha dengeli olduğu) ülkelerin ekonomik şokların dengelenmesinde daha yetenekli olduğunu ve bu üstünlüğün de ekonomik performansı diğer ülkelere göre tekrardan daha kolayca yükseltebildiğini vurgulamıştır. Norris vd. (2015) ise yapmış oldukları araştırmada en zengin %20’lik kesimin gelirden aldığı pay ile büyüme arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu belirtmişlerdir. Çalışmalarında, en zengin % 20’lik grubun gelirlerini %1 daha arttırmaları durumunda takip eden 5 yılda büyümeyi %0,08 puan azalttığı sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte, en fakir %20’lik kesimin gelirlerinin %1 artması durumunda ise bu durumun büyümeyi % 0,38 puan arttırdığını vurgulamışlardır.

Yüksek gelir dağılımı eşitsizliğinin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğunu savunan akademik çalışmalar da bulunmaktadır. Galor (2009) ve Mirrlees (1971) gelir dağılımı eşitsizliğinin daha eşit bir topluma göre bireyleri daha yenilikçi, yaratıcı olma ve sermaye biriktirme konusunda motive ederek büyümeyi daha yukarı çıkartacağını belirtmişlerdir. Bunun yanında yine Kaldor (1957) , zengin bireylerin alt ve orta sınıfa göre daha fazla gelire sahip olduğunu belirterek bu üst gelir grubunun tasarruf alışkanlıklarının ve miktarının daha yüksek olduğunu, bu durumun da tekrardan daha yüksek yatırımları mümkün kılarak ekonomilerin bundan yarar sağlayacağını belirtmiştir.

Son 30- 40 yılda hanehalkı gelir dağılımı eşitsizliği birçok ülkede artmaktayken dünya genelinde ise bir azalış söz konusudur (Şekil-5). Bu farklılığın temel nedeni gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki yakınsama olup ana faktör olarak özellikle yüksek nüfuslu Çin ve Hindistan’ın globalleşen dünyaya entegre olmasıyla beraber oldukça yüksek büyüme hızına

ulaşmaları ve bu ülkelerdeki yoksullaşma oranlarında yaşanan düzelme gösterilebilir. Nüfusa göre ağırlıklandırılmış Gini katsayısının dünya ortalaması 1975’de 0,74 iken pozitif bir trend göstererek 2010’da 0,63’e gerilemiştir. Ama ülke bazlı bakıldığında (unweighted) yükseliş trendi göze çarpmaktadır.

şekil 4: Gini Katsayısı Ülkeler Arası Farklılıklar



Gini katsayısı, İtalyan istatistikçi ve sosyolog Corrado Gini tarafından geliştirilmiş olup kendisi ilk kez 1912’de yayınladığı makalesinde bu kavrama yer vermiştir. Gini katsayısı, “Lorenz Eğrisi”nden türetilmektedir. Lorenz eğrisi çizilirken, yatay eksene gelir grupları yerleştirilir. Dikey eksen ise bu gelir gruplarının toplam gelirden aldığı payı belirtir. Diğer bir ifadeyle, Lorenz eğrisi, yüzdelik gelir gruplarının gelir dağılımından ne kadar pay aldığını gösteren bir grafik şeklidir. Lorenz eğrisi ile tam eşitlik durumunu veren 45 derecelik çizgi arasında kalan alan hesaplanır ve 0 ile 1 arasında değişen sayısal bir değer, yani “Gini Katsayısı” bulunur. Gini katsayısı küçülmesi yani 0’a doğru yaklaşması, gelir eşitizliğinin azalığını, büyümesi ve 1’e yaklaşması ise eşitizliğinin arttığını göstermektedir.

Matematiksel olarak Gini katsayısı aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$G = \frac{1}{2\bar{y}} \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N |y_i - y_j|,$$

$Y_i$  : i hanehalkının gelirini ;  $\bar{y}$  : ortalama geliri

N: örneklemdaki hanehalkı sayısını ifade etmektedir.

$$\left( \bar{y} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N y_i \right)$$

Gini Katsayısı, Lorenz Eğrisi kullanılarak  $A / (A+B)$  hesaplanabilmektedir.

şeklinde de

### 1.1. Gini Katsayısı - Türkiye

TÜİK tarafından 21.09.2016 tarihinde yayımlandığı “Gelir ve Yaşam Koşulları Araştırması-2015” raporuna göre en yüksek gelire sahip % 20’lik grubun toplam gelirden aldığı pay bir önceki yıla göre 0,6 puan artarak %46,5, en düşük gelire sahip % 20’lik grubun aldığı pay ise 0,1 puan azalarak %6,1 olmuştur. Benzer şekilde toplumun en zengin %20’sinin gelirinin en yoksul %20’sinin gelirine oranı şeklinde hesaplanan P80/P20 oranı 7,4’den 7,6’ya yükselmiştir.2015 yılı sonuçlarına göre Gini katsayısı bir önceki yıla göre 0,006 puan artış ile

0,397 olarak hesaplanmıştır. Bölgesel bazda analiz edildiğinde ise önemli farklılıklar bulunmaktadır. TÜİK verilerine göre, Türkiye’de 2015 yılı itibarıyla bu değer en düşük olduğu bölgeler; 0,31 ile TR71 (Kırıkkale, Aksaray, Niğde, Nevşehir, Kırşehir ve TR82 (Kastamonu, Çankırı, Sinop) iken Gini katsayısının en yüksek olduğu bölgeler ise 0,42 ile TRC2 (Şanlıurfa, Diyarbakır), 0,40 ile TRA2 (Ağrı, Kars, Iğdır, Ardahan) ve TR10 (İstanbul) olmuştur. Aynı çalışmada Türkiye’de ortalama yıllık eşdeğer hane halkı kullanılabilir fert geliri ise 16 bin 515 TL olarak belirlenmiştir.

Türkiye, dünya ülkeleri ile kıyaslandığında ise gelir dağılımı konusunda daha zayıf bir görünüme sahip olduğu görülmektedir. OECD verilerine göre Almanya, İsviçre, Fransa gibi gelişmiş ülkelerde Gini katsayısı 0,30 altında iken Şili, Meksika, ABD ve Türkiye en yüksek Gini değerlerinin görüldüğü ülkeler arasındadır.

**Şekil 5 : Gelir Grupları – Türkiye (1963-1994)**

Kaynak: TÜİK

Birinci %20	4,5	3,0	3,5	2,9	2,7	3,9	5,2	4,9
İkinci %20	8,5	7,0	8,0	7,4	7,0	8,4	9,6	8,6
Üçüncü %20	11,5	10,0	12,5	13,0	12,6	12,6	14,1	12,6
Dördüncü %20	18,5	20,0	19,5	22,1	21,9	19,2	21,2	19,0
Beşinci %20	57,0	60,0	56,5	54,7	55,8	55,9	49,9	54,9
Gini Katsayısı	0,55	0,56	0,51	0,51	0,52	0,50	0,43	0,49

**Şekil 6 : Gelir Grupları – Türkiye (Yakın Dönem)**

Gruplar	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Birinci %20	5,3	6,0	6,0	6,1	5,1	5,8	5,8	5,6	5,8	5,8	5,9
İkinci %20	9,8	10,3	10,7	11,1	9,9	10,6	10,4	10,3	10,6	10,6	10,6
Üçüncü %20	14,0	14,5	15,2	15,8	14,8	15,2	15,2	15,1	15,3	15,2	15,3
Dördüncü %20	20,8	20,9	21,9	22,6	21,9	21,5	21,9	21,5	21,9	21,7	21,7
Beşinci %20	50,1	48,3	46,2	44,4	48,4	46,9	46,7	47,6	46,4	46,7	46,6
Gini Katsayısı	0,44	0,42	0,40	0,38	0,43	0,41	0,4	0,41	0,4	0,404	0,402

Her ne kadar 2015 yılında Gini katsayısında gerileme görülse de “ TÜİK Gelir ve Yaşam Koşulları Araştırması-2015” verilerini baz alındığında otomobil ve bazı elektronik eşya sahipliğinde önemli iyileşme söz konusudur. Bu çalışmada bazı mal grupları, karşılaştırmalı olarak şekil-7’de verilmiştir.

**Şekil 7 : Gelir Grubu & Eşya- Araç Sahipliği**

Kurumsal olmayan nüfus ve eşya sahipliği Non-institutional population and possession of durables	Gelir grubu - Income group		Kurumsal olmayan nüfus ve eşya sahipliği Non-institutional population and possession of durables		Gelir grubu - Income group	
	Toplam Total	Medyan gelirin %60'ının altında olanlar Below 60% of the	Toplam Total	Medyan gelirin %60'ının altında olanlar Below 60% of the	Toplam Total	Medyan gelirin %60'ının altında olanlar Below 60% of the
<b>Kurumsal olmayan nüfus (Bin kişi)</b> Non-institutional population (Thousand person)	<b>67 631</b>	<b>17 165</b>	<b>76 369</b>	<b>16 706</b>		
<b>Bilgisayar - Computer</b>						
Sahip olanlar (%) - Having (%)	19.6	2.5	50.3	22.5		
Sahip olmayanlar - Not having						
Maddi yetersizlik (%) - Cannot afford (%)	54.0	79.1	24.8	57.4		
Diğer (%) - Other reason (%)	26.5	18.4	24.8	20.1		
<b>Bulaşık makinası - Dish washer</b>						
Sahip olanlar (%) - Having (%)	26.2	3.1	62.6	29.9		
Sahip olmayanlar - Not having						
Maddi yetersizlik (%) - Cannot afford (%)	56.6	86.0	26.1	60.9		
Diğer (%) - Other reason (%)	17.2	10.9	11.3	9.2		
<b>Otomobil - Automobile</b>						
Sahip olanlar (%) - Having (%)	28.8	9.0	42.3	21.1		
Sahip olmayanlar - Not having						
Maddi yetersizlik (%) - Cannot afford (%)	60.8	84.5	46.8	70.8		
Diğer (%) - Other reason (%)	10.4	6.5	10.9	8.1		

Tabloda görüleceği üzere kurumsal olmayan nüfusta 8,7 milyon kişi artmasına rağmen ülkedeki ortalama medyan gelirinin %60'nın altında yaşayanların sayısı yaklaşık 460.000 kişi azalmıştır. Bu gelir grubundakiler için 2006 yılında bilgisayar, bulaşık makinesi ve otomobil sahipliği sırasıyla %2,5, %3,1, %9,0 iken 2015 yılında bu oranlar sırasıyla %22,5,%29,9 ve %21,1'e yükselmiştir. Söz konusu dönemde konut sahipliği ise tam tersi bir trend göstererek bu gelir grubu için %59,3'den 2015'de %57,2 ye gerilemiştir.

Burada dikkat çeken önemli bir noktanın da altını çizmekte yarar bulunmaktadır. Türkiye'de konut sahipliği oranı 2015 itibarıyla %61 iken ABD'de bu oran %63 olmakla birlikte yoksulluk sınırının altında yaşayanlardaki ev sahipliği oranı ABD'de sadece %49 iken yukarıda da ifade edildiği üzere ülkemizde %57 seviyesindedir. Avrupa'da bir örnek vermek gerekirse yine genel toplamda bize yakın konut ev sahipliği oranına sahip Fransa'da da en düşük %40'lık gelir grubunun ev sahipliği oranı %45'ler seviyesindedir. Bu ülkede kriz dönemi sonrası ve öncesi arasında yoksulluk sınırının altında kalan grupta ev sahipliği oranı yaklaşık 6 puan düşerken ülkemizde sadece 2 puan düşmüştür. Avrupa ülkeleri arasında ise en sert düşüş Danimarka ve Belçika'da görülmüş, sırasıyla 14 ve 10,5 puan düşmüştür. (ECRI Recent trends in EU home ownership - 2015)

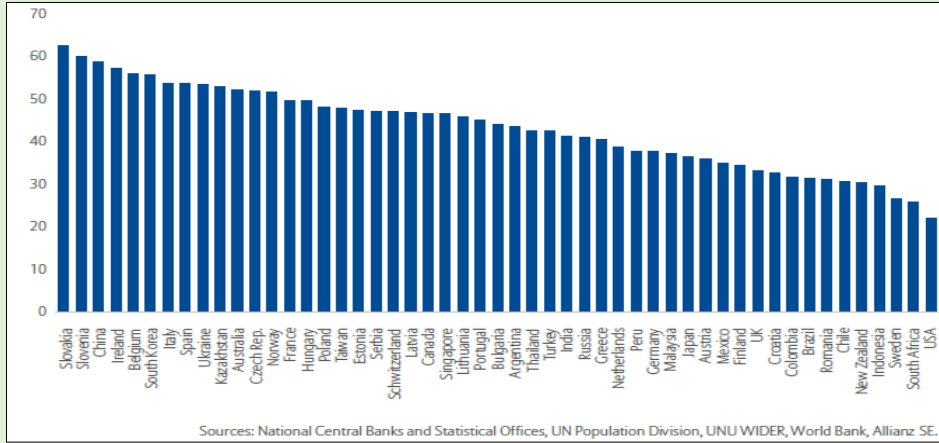
### 1.2. Gini Katsayısı – Fırsat Eşitliği (finansal servislere ulaşım oranı)

Fırsat eşitliği kalemlerinden biri olan finansal servislere ulaşım konusunda da ülkeler arasında önemli dengesizlikler söz konusu olup gelişmiş ülkelerdeki her 100 kişiden 80'ni şahsi banka hesabına sahip iken, gelişmekte olan ülkelerde bu rakam 40 kişi seviyesindedir. Bunun yanında birçok gelişmekte olan ülkede düşük gelirli hane halkı ve işletmelerden de örnek vermek gerekirse küçük ölçekli firmalara sunulan finansal ürünler sınırlı ve işlem maliyetleri yüksek olmaktadır. Örneğin 0,39 ile yüksek Gini katsayısına sahip ABD'de küçük işletmeler (SME) ABD ihracatının sadece %4,3'ünü gerçekleştirirken 0,29 Gini katsayısına sahip Almanya ve Fransa'da ise bu işletmeler sırasıyla ülke ihracatlarının %15,3 ve %10,3'ünü gerçekleştirmektedirler (OECD- TEC database). Görüldüğü üzere eğer gerekli imkan ve kolaylıklar sağlanırsa gerek birey gerekse firmalar eşit koşullarda rekabet edebilme şansı yakalamakta ve başarıya ulaşabilmektedirler.

### 1.3 Palma Oranı (Palma Ratio)

Gini katsayısına ilişkin bazı akademik eleştiriler de bulunmaktadır. Atkinson vd. (2011) , bu katsayının dağılımın ortasındaki (D5-D9) değişikliklere uçlardaki gruplara göre ( D1: en yoksul; D-10: en zengin) daha fazla duyarlı olduğunu belirtmiştir. Palma (2011, aktaran Tahsin, 2014), hemen hemen her ülkede orta gelir grubunun o ülkedeki toplam milli gelirin %50'sine sahip olma eğilimi olduğunu (şekil-8) ama asıl önemli olanın ise en zengin D-10 ile D1-D4 arasındaki fark olduğunu belirtmiş, bu oranın dünyadaki gelir dağılımını anlamada daha sağlıklı bir analiz olduğunu vurgulamıştır. Palma'ya göre bu oran daha eşitlikçi ülkelerde 1 ve altında olmalı iken eşitsizliğin çok yüksek olduğu ülkelerde 7 katına kadar çıkabilmektedir. Söz konusu oran ülkemizde 2002 yılında 2.2 iken, 2013'de 1.8'e gerilemiştir.

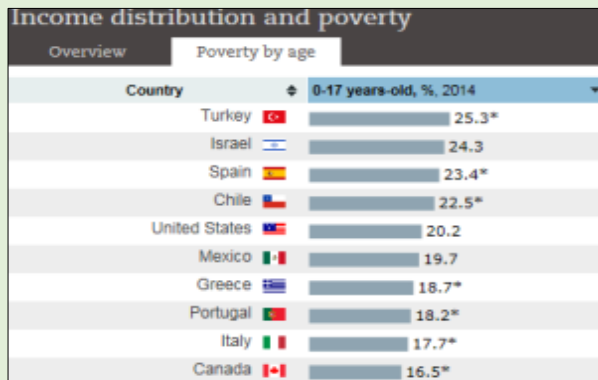
Şekil 8: Toplam Finansal Varlıklarda Orta Sınıfın Payı



#### 1.4 Yoksulluk Oranı (Poverty Rate)

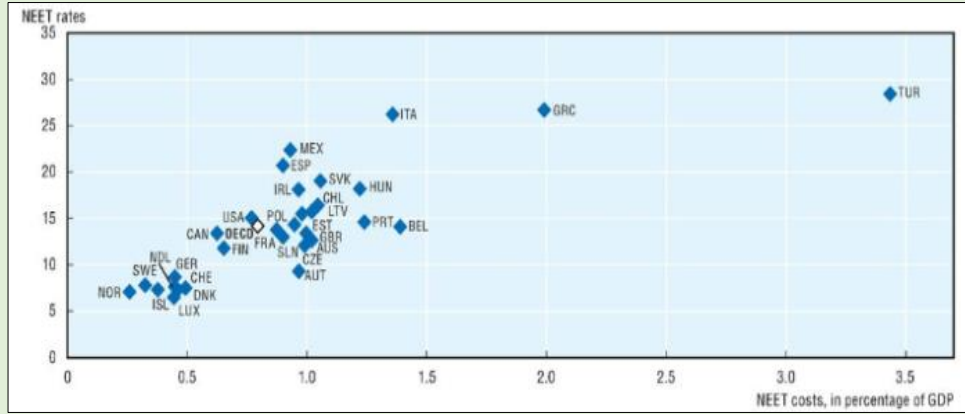
Ülkedeki ortalama gelir düzeyinin %50'sinden daha az gelire sahip kişilerin oranı olarak tanımlanabilecek yoksulluk oranının OECD ortalaması 2014 yılında %11 iken, bu oran en yüksek olduğu ülke sırasıyla İsrail, ABD ve Türkiye'dir. Türkiye'de bu oran %17,2 olarak gerçekleşmiştir. Yaş grupları bazında bakıldığında ise Türkiye 17 yaş altı grupta yoksulluk sıralamasında 1. sıradadır.

Şekil 9: Yoksulluk Oranı (0-17 yaş)



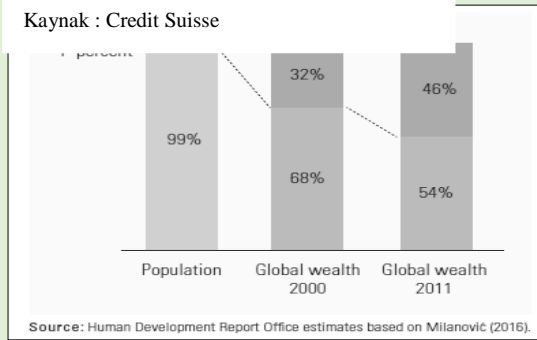
Özellikle yoksulluk sınırının altında kalan gruplar için ülkeler, yeniden dağıtım prensibi çerçevesinden bu gruplara birtakım sosyal harcamalar, transferler gerçekleştirmektedir. OECD verileri incelendiğinde, yoksulluk sınırının altında kalan gerek genç nüfus gerekse diğer kesimlerde olsun gelir desteğinin en az olduğu ülke olarak Türkiye dikkat çekmektedir. Yine OECD verilerine göre çalışmayan ve herhangi bir eğitim almayan genç nüfusun en fazla olduğu ülke olarak Türkiye görünmektedir. Bu grubun devlete maliyeti milli gelire oranla %3,5 olup en yüksek oran Türkiye'de bulunmaktadır. Söz konusu nedenlerden dolayı bireylerde eğitim ve fırsat eşitliğinin yaratılabilmesi bu maliyetleri aşağıya çekerek devlet gelirlerinin daha verimli alanlarda kullanılmasını sağlayabilecektir.

Şekil 10: İşsiz & Eğitim Almayan Nüfusun Maliyeti

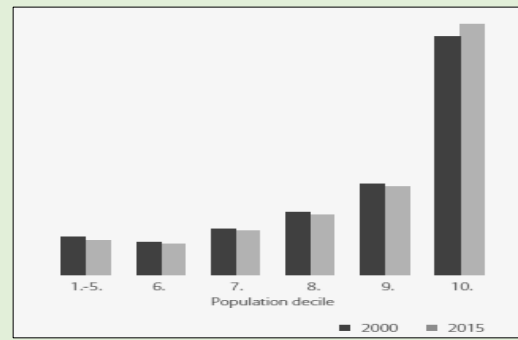


Şekil-11'de görüleceği üzere dünyada nüfus bakımından en zengin %1 kesim, küresel varlıkların %32'sine sahip iken kriz sonrası 2011 yılında bu oran %46'ya yükselmiştir. Dünyanın ünlü yatırım bankalarından Credit Suisse (2015) tarafından hazırlanan raporda dünyada en zengin %50'lik gruba girebilmek için sadece 3.210 USD (~11.500 TL) sahibi olmak yeterli iken en yüksek %10'luk grup için (top-10) 68.800 USD gerekmektedir. Eğer bireyin 760.000 USD ve üzeri birikimi var ise kişi en zengin %1'lik grupta yer almaktadır. Aynı raporda varlık eşitsizliğinin 2008'den beri giderek arttığı ve 2015'de en zengin %1'lik grubun varlıklarının %50,4'e ulaştığı belirtilmektedir.

Şekil 11: En zengin %1'in Toplam Servetten Aldığı Pay



Şekil 12: Gelir Gruplarına Göre Fin. Varlık Değişimi

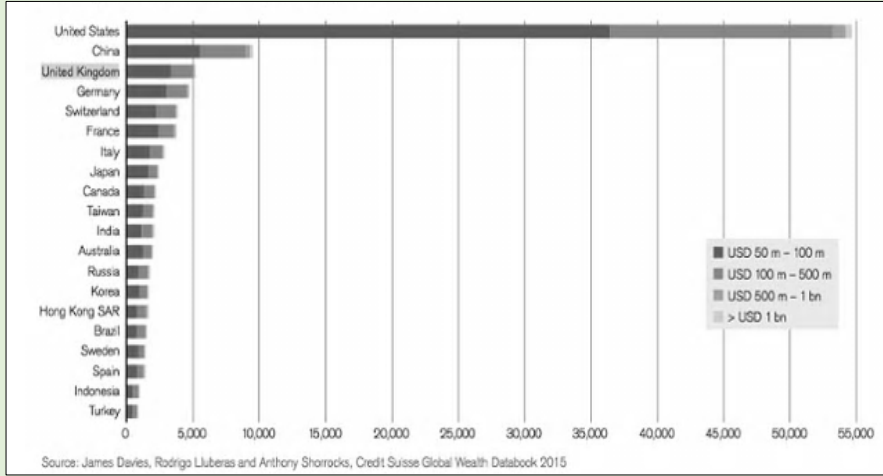


Hanehalkı net varlığı açısından en fazla ultra-zengin bulunduran ilk 20 ülke şekil-13'de verilmiştir. 123.800 kişilik listede görüldüğü gibi ABD açık ara öndedir ve yaklaşık 55.000'i ABD'dedir. ABD ile benzer iktisadi ekole ve dinamiklere sahip İngiltere de yine önlere, 3. sırada yer almaktadır. Çin ise son 15 yılda ihracatta yapmış olduğu atakla sıralamada üst sıralara çıkmış ve 2.sıraya yerleşmiştir. Türkiye de sıralamada 20. sırada kendisine yer bulmaktadır.



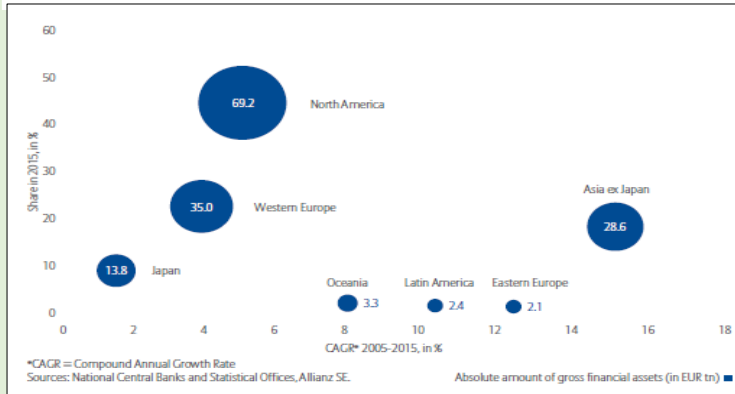
Şekil 13: Ultra Zengin Sayısında İlk 20 Ülke

N



Allianz'ın 2016 yılında yayınlamış olduğu "Küresel Varlık Raporu" dünyada hanehalkı varlık büyüklüğünün 2015 yılında 155 trilyon EUR'ya ulaştığı belirtilmiş olup 2011-2014 yıllarında hanehalkı varlıklarında görülen ortalama %9'luk büyümenin 2015'te ivme kaybederek %4,9 olarak gerçekleştiği vurgulanmıştır. Yaşanan momentum kaybında 2014 Ekim ayından itibaren FED'in yaklaşık 4 trilyon USD'lik bilanço genişletme programına son vermesinin etkisi temel faktör olarak değerlendirilebilir.

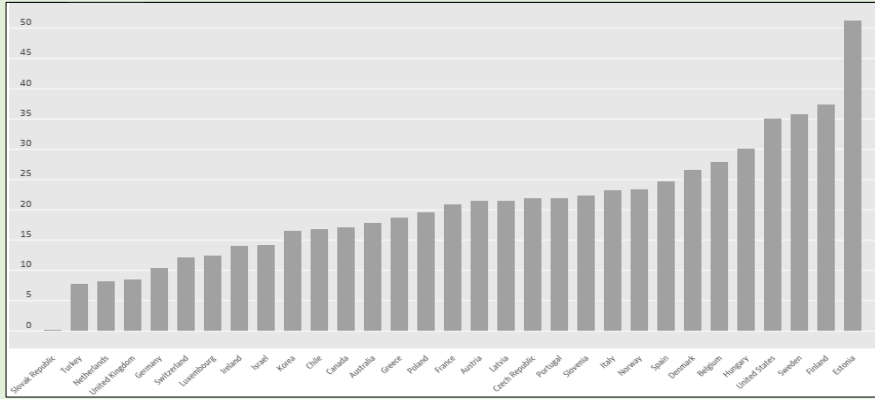
Şekil 14: Net Hanehalkı Büyüklüğü ve Büyüme Oranları



## 2. Hanehalkı Varlık Kompozisyonu

Küresel finansal krizin ardından gelişmiş ülke merkez bankalarının uygulamış olduğu genişlemeci para politikalarının desteğiyle gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalara yönelik risk iştahı önemli ölçüde artmış, varlık fiyatlarında hızlı yükselişler yaşanmıştır. Bireylerin servetlerinin büyümesinde tercih etmiş oldukları yatırım araçları ve bu araçların finansal performansı önemli bir rol oynamaktadır. Ülkeler arası hanehalklarının yatırım kültürleri ve risk iştahları farklı olduğu için yatırımlarından elde etmiş oldukları verim de değişkenlikler gösterebilmektedir. Örneğin, belirli ölçekteki büyük ekonomiler arasında finansal varlıklar içinde en yüksek hisse senedi yatırımları ABD, İsveç ve Finlandiya'da görülmekte iken (toplam varlıkların %35-40'ı), hisse senedinde en düşük oranlar ise Türkiye, Hollanda ve İngiltere'de bulunmaktadır.(Şekil-15).

Şekil 15: Hisse Senedi Yatırımlarının Toplam Hanehalkı Varlıklarına Oranı



Nitekim bu dönemde dünyada ortalama reel varlık büyümesi %1,1 seviyesinde gerçekleşmişken hisse senedini yoğun kullanan İsveç ve ABD’de reel büyüme %6-7 olmuştur.

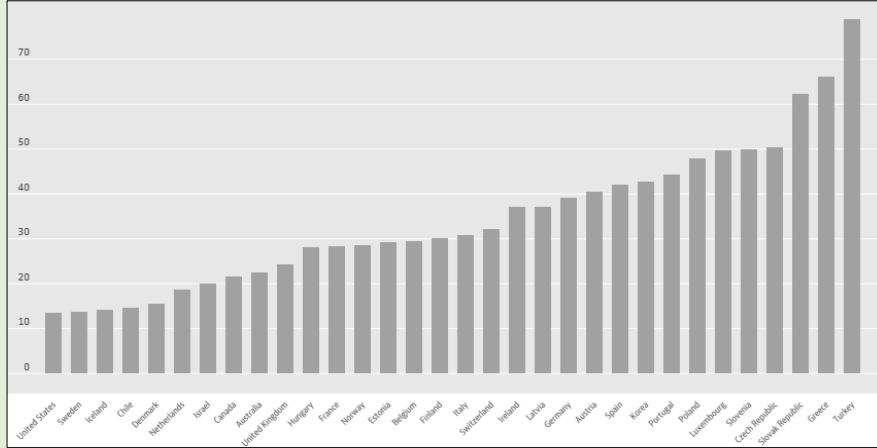
Şekil 16: Varlıklardaki Ortalama Reel Büyüme

2010-2015	
Median rate	1.1%
Sweden	7.1%
Colombia	6.0%
United States	6.0%

Kaynak : Credit Suisse

Türkiye’de sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olması ve yurtiçi yatırımcıların düşük risk iştahı nedeniyle döviz ve mevduat en önemli yatırım aracı olarak varlığını korumaktadır. Nitekim OECD ülkeleri arasında oransal olarak en yüksek döviz ve mevduat yatırımı %79 ile Türkiye’dedir (Şekil-21). Bu durum her ne kadar Türk bankacılık sistemi için bir avantaj ise de Türk sermaye piyasaları açısından bir zayıflık olarak değerlendirilebilir. Ayrıca, YP cinsi mevduatın, hane halkının toplam mevduatı içindeki payı Türkiye’de %40 civarındadır. Dolayısıyla, TL’nin değerindeki değişiklikler hanehalkı varlıklarının milli gelire oranı üzerinde etkili olmaktadır. Söz konusu durum ülkemizde yatırım araçları çeşitlenmesinin yeterince gerçekleşmemiş olduğunun bir göstergesidir. ABD vatandaşlarının toplam varlıkları içinde döviz ve mevduat toplamı ise sadece %14 seviyesindedir.

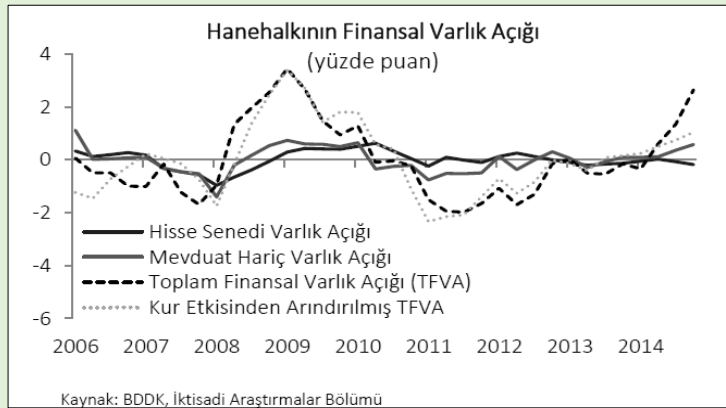
Şekil 17: Döviz ve Mevduat Yatırımlarının Toplam Hanehalkı Varlıklarına Oranı



Türkiye’deki hanehalkı varlıklarının hisse senedi yatırımlarının OECD ülkeleri arasında en düşük ülkeler arasında olmasından dolayı hisse senedi performanslarından etkilenme dereceleri görece daha düşük miktardadır. Nitekim İşbankası ekonomik araştırma ekibinden Can vd. (2015), yapmış olduğu analizde 2015 yılından itibaren hanehalkı varlık açığının (hanehalkının finansal varlıklarının GSYH’ye oranının uzun dönemli ortalamasından sapması) pozitifte döndüğü, buradaki artışın nedeninin ise hisse senedindeki değerlenmeden ziyade TL’nin değer kaybından kaynaklı olarak hanehalkı mevduatlarındaki değer artışı olduğu belirtilmiştir.

Hanehalkı finansal varlık açığı, finansal krizlerin öncü göstergeleri arasında değerlendirilmektedir. Açığın negatif değer alması; genellikle varlık piyasalarının potansiyelinden daha düşük bir performans sergilediği şeklinde yorumlanmaktadır. Pozitif değer ise; özellikle de yükseliş trendinde olan piyasalarda “balon” oluştuğuna yönelik endişelerin gündeme gelmesine yol açmaktadır.

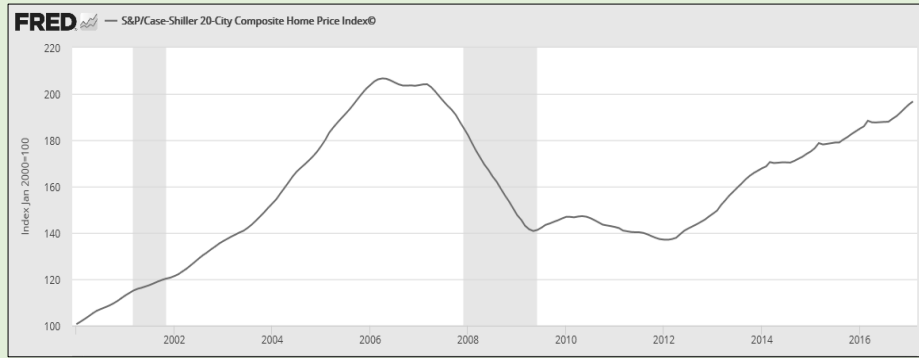
Şekil 18: Hanehalkının Finansal Varlık Açığı



### 3. Merkez Bankaları Parasal Genişleme Programları

2000 yılından 2006 yılının sonlarına kadar finansal piyasadaki likidite sürekli yükselmiştir. Kriz öncesindeki bolluğa bu likidite konut piyasasında giderek varlık balonu yaratarak konut kredilerini hem bankalar hem de tüketiciler açısından cazip hale getirmiştir. Bankalar artan risk iştahı ile kredilerde seçici davranmayı herhangi bir işi, geliri veya varlığı olmayan kişilere bile kredi vermeye başlamışlardır. Bir kısım konut kredisinde başlayan geri ödeme problemleri sonucunda banka portföylerindeki icralık konut sayısında artışlar yaşanmış ve söz konusu gelişmeler konut fiyatlarında düşüşe yol açmıştır (Şekil-19) Kredi taksit ödemelerinin sermaye piyasası aracına dönüştürülmesi ile mali sistemin derinliklerine nüfuz eden bu krediler, ödenemeyince ABD finansal sisteminde derin çatlaklar oluşmuş ve iflaslar yaşanmıştır.

Şekil 19: ABD Konut Fiyatları



2008 büyük finansal krizin ardından birçok önemli merkez bankası gerek reel gerekse finansal piyasalardaki yaşanan bozulma ve makro dengesizlikleri giderebilmek için daha önceden çok fazla test edilme şansı olmamış bazı yeni önlemler almıştır. Alınan bu yeni önlemler klasik merkez bankacılığı olarak kabul edilen kısa dönemli faiz oranlarını kontrol etmek ve buna göre fiyatlar genel seviyesini belirli bir bandın içinde tutmak şeklinde özetlenebilecek politikanın oldukça ötesinde yeni uygulamalar barındırmaktadır. Borio (2016) kriz süresince merkez bankalarının uygulamış oldukları politikaları üçe ayırmaktadır.

*i-) Bilanço Politikaları (Balance Sheet Policies) : Kısa dönemli faizlere odaklanmak yerine merkez bankası bilançosunu kullanarak finansal koşulları etkilemek*

*ii-) Beklenti Yönetimi (Forward Guidance) : Faiz oranı ile ilgili olarak ileriye yönelik beklentileri aktif bir şekilde yönetmek*

*iii-) Negatif Faiz Politikası (Negative Interest Rate Policy) : Nominal politika faiz oranlarını sıfırın altında oluşturmak*

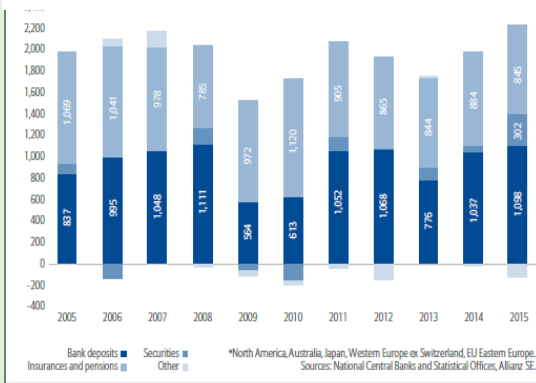
Kriz döneminde büyük merkez bankalarından ABD Merkez Bankası (FED), Avrupa Merkez Bankası (ECB), Japon Merkez Bankası (BoJ), İngiltere Merkez Bankası (BoE) bilanço genişletme programlarına ağırlık vermişlerdir. ABD Merkez Bankası FED, Kasım 2008'de ilk geniş ölçekli (600 milyon USD) tahvil alım programını (LSAP1) başlatmıştır, Mart 2009'a gelindiğinde ise LSAP1'i genişleterek ve vadesini Mart 2010'a uzatarak 1.150 Milyon USD' lik hem tahvil alımı hem de ipotēge dayalı menkul kıymet alımını içeren ek bir paket açıklamıştır. Beklenen iyileşme yeterli düzeyde gerçekleşmeyince FED, Kasım 2010'da başlayıp 2011 yaz

dönemine kadar sürecek olan 600 Milyon USD uzun vadeli tahvil satın alım paketinden oluşan LSAP2'yi yürürlüğe koymuştur. Eylül 2011'de ise 2012 Haziran ayına kadar sürecek olan süreçte ise 3 yıldan kısa vadeli tahvillerin 6-30 yıl vadeli tahviller ile değişimini içeren 400 Milyon USD'lik "Operation Twist" paketini kamuoyu ile paylaşmıştır. Makroekonomik verilerdeki toparlanmaların oldukça yavaş gerçekleşmesi nedeniyle Eylül 2012'de aylık 85 Milyon USD'lik varlık alımını içeren LSAP3'ü uygulamaya koymuştur. Mayıs 2013'de varlık alımlarının 2013 sonuna doğru azaltılabileceği ve 2014 yılında sonlandırılabilceği FED başkanı Bernanke tarafından kamuoyuna duyurulmuştur, Ekim 2014'e gelindiğinde ise FED, ABD'nin ekonomik performansındaki iyileşmeyi dikkate alarak LSAP3'ü bitirmiştir.

Avrupa Merkez Bankası ECB ise ilk uzun dönemli refinasman operasyonunu (LTRO1) 300 milyon EUR' luk alımlarla başlatmış olup LTRO1 programının devamında Haziran 2009'da 442 milyon EUR' luk ek alımlarla devam etmiştir. Aralık 2011'den Şubat 2012'ye kadar ise 529 milyon EUR' luk 3 yıl vadeli refinasman operasyonunun ikincisi olan LTRO2 'yi başlatmış ve 2012 yılı ortasına gelindiğinde diğer alınan önlemlerle birlikte ECB' nin toplam bilançosu 3,1 trilyon EUR'ya ulaşmıştır. ECB, ayrıca Haziran 2014'de mevduatlara uygulanan faizi, tüketimi arttırmak için -0,10%'a indirmiştir. Söz konusu düşük faiz oranına rağmen gelişmiş ülkelerdeki hanehalkları birikimlerinin önemli bir kısmını kriz sonrası banka mevduatlarına aktarmıştır. (Şekil-20)

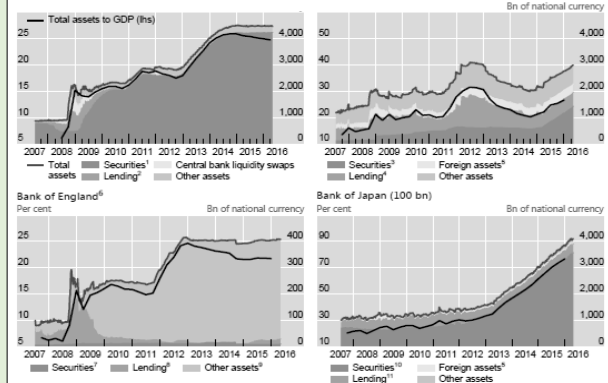
Şekil 20: Hanehalkı Varlık Dağılımı

Kaynak : Allianz



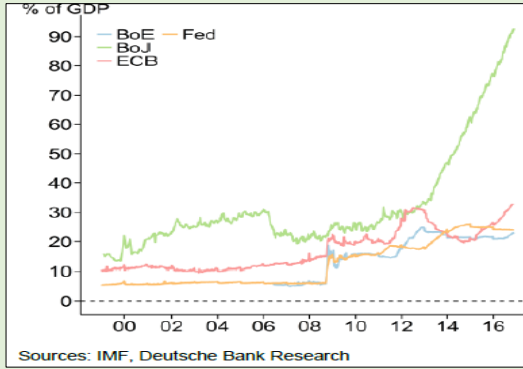
Şekil 21: MB Aktif Büyüklükleri

Kaynak : BIS



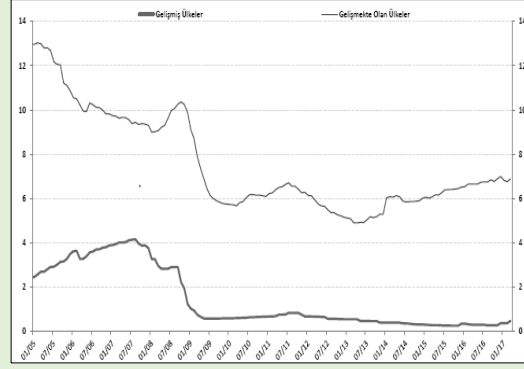
Özellikle uzun süredir düşük büyüme sorunu ile karşı karşıya olan Japonya Merkez Bankası da daha da agresif davranarak ülke milli gelirinin %90'ına ulaşan parasal genişleme programı uygulamıştır. Dört büyük merkez bankası aynı zamanda kriz boyunca düşük faiz oranı stratejisi de uygulamış olup benzer şekilde gelişmekte olan ülkeler de ekonomiyi canlandırmak, borçlanma maliyetlerini düşürerek gerek tüketim gerekse yatırımları arttırmak amacıyla politika faizlerini düşürmüşlerdir. Diğer bir ifade ile, merkez bankaları tahvil alımı yaptığında, yapay olarak bu varlıkların arzını azaltarak tahvil fiyatları yükselmekte ve tahvilin faiz oranını azaltmaktadırlar. Bu politika reel sektörün borçlanma maliyetlerini azaltmak suretiyle sektöre katkı sağlamaktadır.

Şekil 22: Merkez Bankaları Bilanço Büyüklüğü



Kaynak : IMF, Deutsche Bank Research

Şekil 23: Politika Faiz Oranları



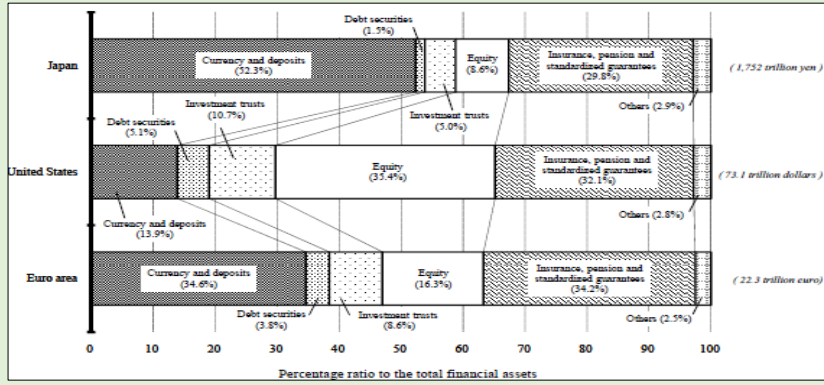
Kaynak : TCMB

Aslında Japonya, 2001 yılından itibaren genişlemeci para politikası uygulamakta olup BoJ, bu yıldan itibaren tahvil alımını aylık 0,4 trilyon Yen'den 1,4 trilyon Yen'e yükseltmiş ve bu politikanın uzun dönemli faiz oranlarını düşürerek uzun dönemli yatırımları canlandıracağını öngörmüştü. Program uygulamaya konulurken, aynı zamanda piyasayı sürekli likit tutarak ortaya çıkacak fazla likiditenin reel ekonomiye döneceğini tahmin etmişti. Fakat programdan istenilen fayda alınamamış ve sorunlu kredi oranları yüksek olan bankaların güçlendirmesi ve böylece reel sektöre yönelik kredi mekanizmasının daha iyi çalışmasının amaçlandığı programdan yeterli verim alınamamıştır.

Büyük merkez bankalarının kriz sonrası uygulamış oldukları politikalar temelde benzerlik gösterse de bu bankaların tarihi misyonları ve görev tanımları ile ilgili bir takım farklılıklar olması nedeniyle bazı ayrışan uygulamalar da söz konusu olmuştur. Örneğin sadece Avrupa ve Japonya Merkez bankaları krizde negatif faiz uygulamasına geçmişlerdir. ABD ve İngiltere Merkez bankaları ise bu uygulamaya gerek görmemişlerdir. Merkez Bankaları arasındaki yaklaşım farklılıklarının temelinde odaklanmış oldukları temel hedef gelmektedir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) için parasal ekonomideki dengenin sağlanması ve korunması görevi temel esas iken ABD ve ABD Merkez Bankası FED için ise parasal piyasalardaki dengesizliklerin (fiyat istikrarı) önlenmesi ve giderilmesi kadar reel piyasalardaki istikrar (işsizlik, büyüme) ve gelişmeler de yakından takip edilmektedir.

Seçilen politikalarda makro verilerdeki gelişmeler temel alınmış olup tercih edilen uygulamalar, hanehalklarının varlık getirilerini de farklı oranlarda etkilemiştir. Şekil-28'de görüldüğü üzere 3 büyük ekonomide hanehalkı varlıkları arasında en düşük hisse senedi oranı Japonya'da bulunmaktadır. Nitekim kriz öncesi 2006'da Japonya'da Gini katsayısı 0,33 iken 2012 yılında da bu oran sabit kalmış, parasal genişlemede hisse senetlerinde yaşanan varlık balonu, sabit getirili varlık dağılımının bu ülkede fazla olmasından dolayı gelir dağılımında eşitsizlik yaratmamıştır.

Şekil 24: 3 Büyük Ekonominin Hanehalkı Varlık Kompozisyonu



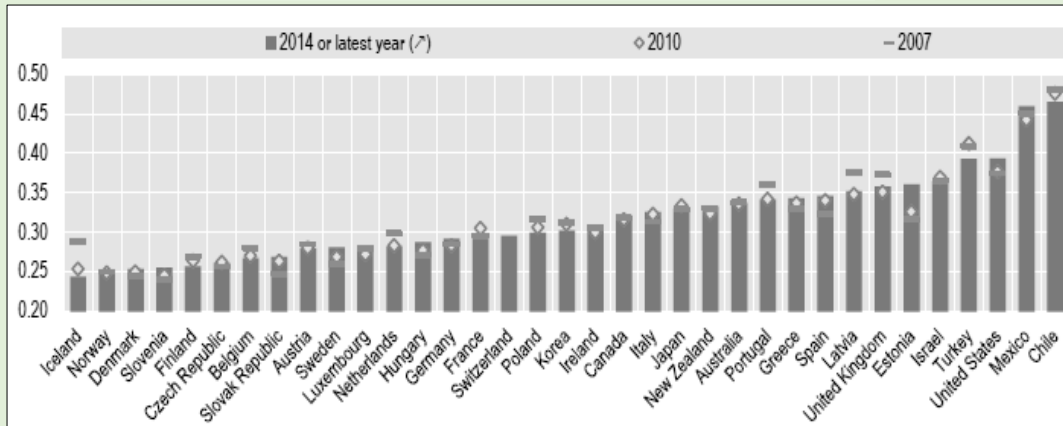
1969’da ilk Nobel iktisat ödülünü alan Tinbergen, merkez bankalarının “tek politik araçla tek bir politik hedefin gerçekleştirilmesi gerektiğini söyleyerek merkez bankalarının asıl görevinin fiyat istikrarı olduğu, eğer başka politikalar ile çelişmekte ise fiyat istikrarından onlarla çelişmek pahasına vazgeçilmemesi gerektiği” fikrini savunmaktadır. Buna karşılık ABD Merkez Bankası FED’in başı çektiği günümüz bazı merkez bankaları için ise değişen şartlar altında, aynı anda birçok hedefi gerçekleştirmek temel görev olarak değerlendirilmektedir.

Kriz öncesinde 2001–2008 döneminde FED’in izlediği para politikası üç defa değişmiştir. 2001-2003 döneminde gösterge faiz oranını %6,5’den %1,1’e indirerek ekonomiyi canlandırmaya çalışan FED, 2004-2006 arasında enflasyon riskine karşılık politika faizini %5,25 düzeylerine çıkarmıştır. 2007 yılında başlayan dalgalanma sürecinde ise üçüncü defa politika değişikliğine gitmiş, politika faiz oranlarını %0–0,25 düzeyine kadar tekrar düşürmüştür (Şekil-29). 15 Aralık 2015 tarihinden itibaren ise düzelen makro veriler neticesinden tekrar faiz artırım politikasına girmiştir.

#### 4. Global Kriz, Merkez Bankaları Politikaları ve Gelir Dağılımına Etkisi

Küreselleşme uluslararası sermayenin dolaşımını olanaklı kılarak uluslararası sermayenin yapısını değiştirebilmekte ve uluslararası risk paylaşımını teşvik etmektedir. Özellikle doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy akımları ile artan finansal fon akışı, hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülke ekonomilerinde eşitsizliği arttırmaktadır (Freeman 2010, aktaran Noris vd. 2015).

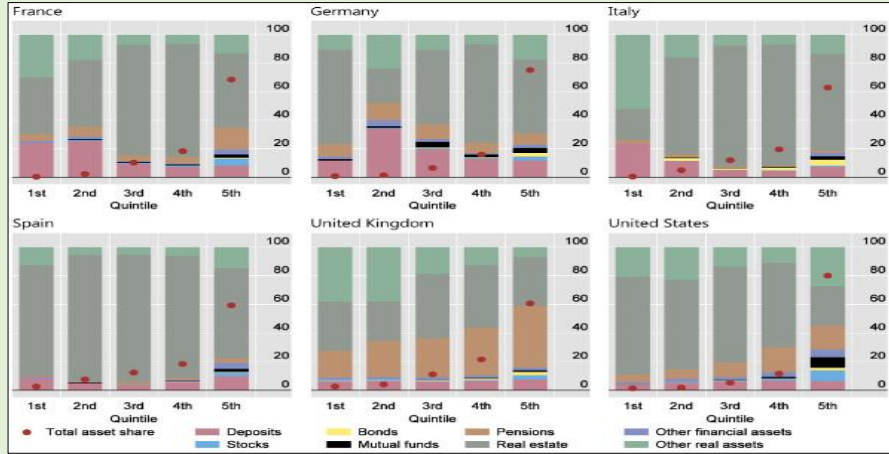
Şekil 25: OECD Ülkeleri Gini Katsayısı (2007-2014)



Kaynak: OECD

2008’de yaşanan son finansal kriz de benzer şekilde piyasalarda dengesiz bir para akışı yaratmış olup bu durum ülkeleri ve hanehalklarını farklı boyutlarda etkilemiştir. Özellikle hisse senedi varlıkları yüksek olan üst gelir grupları bu durumdan daha fazla kazanç elde etmişler ve bu durum başta ABD olmak üzere bazı ülkelerde hanehalkları arasındaki finansal varlık eşitsizliği arttırmıştır.

Şekil 26: Gelir Gruplarına Göre Varlık Dağılımı



Kaynak: ECB, FED ve UK Office for National Statistics

Küreselleşme, birçok avantajının yanı sıra bir ülkede yaşanan krizin diğer dünya ülkelerini de yayılma etkisi ile hızlı bir şekilde etkilemektedir. Nitekim 1990’lı yılların sonlarına doğru yaşanan Asya ve Rusya krizleri birçok ülkeyi derinden etkilemiştir. Benzer şekilde 2007-2008 yıllarında ABD’de yaşanan finansal kriz de hızlı bir şekilde diğer dünya ekonomilerin makro ve finansal dengelerinin bozulmasına yol açmıştır.

Amerikan ekonomisinde 2000’lerin başında görülen küresel likiditede meydana gelen bollaşma gayrimenkul piyasasının cazibesini arttırmıştır. Borsada özellikle teknoloji hisselerinde zarara uğrayan yatırımcılar, hızla düşen faiz oranlarının da etkisiyle yoğun bir kredi talebi içine girmişlerdir. Böylece FED, emlak fiyatlarında 2000-2008 arasında %100’ü aşan sert yükselişlerin yaşanmasının temel nedeni olmuş ve yoğun bir şekilde borçlanmayı teşvik etmiştir. Yaşanan gelişmeler karşısında bütçe ve cari açık riskinin artmasıyla beraber faizleri çalışmanın ön sayfalarında da belirtildiği üzere 2006 yılında %5,25 düzeyine kadar çıkarmıştır. Bu müdahale ev fiyatlarındaki yükselişi durdururken kredi borucu bulunan tüketicilerin ödeyecekleri faiz miktarını da yükseltmiştir. Bu durum önce bireylerin borçlarını ödemediği önemli problemler yaşamalarına neden olmuş, sonrasında ise çıkılmaz bir hal alıp hacizlerin hızlı bir şekilde yükselmesine yol açmıştır. Yine kriz öncesi mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetleştirme operasyonları ve türev araçlarda yaşanan sert yükseliş ve denetimsizlik de krizin şiddetini arttırmıştır.

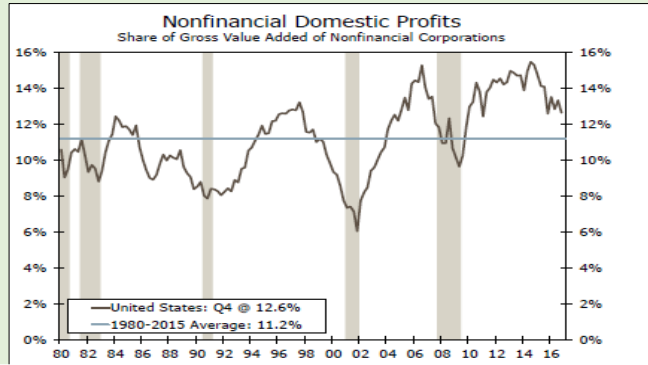
The Wall Street Journal gazetesinin editörü Casey (2013), bir ülkenin borçlarının artışının diğer bir ülkenin varlıklarındaki artışa bağlı olduğunu belirterek, 2007-2008’de ABD konut



piyasasında yaşanan çöküşün, kriz öncesinde Çin’de yaşanan zenginleşme ve kriz öncesi bu ülkede son 10 yılda yaşanan hızlı tasarruf artışı olduğunu belirtmiştir. Casey, ayrıca Çin’den gelen para akışı olmasaydı ABD’nin konut piyasasının çöküşüne yol açacak normal ötesi düşük faiz ortamının asla görülemeyeceğini iddia etmiştir. (<http://news.cornell.edu>)

FED, kriz dönemi boyunca açıklamış olduğu parasal genişleme paketlerinin ilkinde gerekçe olarak aynı zamanda 2007 yılında itibaren şirket karlılıklarında yaşanan düşüşleri de gerekçe göstermiş olup finansal olmayan şirketlerin karlılıkları şekil-33’de verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere 2008 krizin de aslında şirket karlılıkları önemli ölçüde bozulmamış uzun dönemli tarihi ortalamalarının 1-2 puan altında kalmıştır. Şirket karlılıklarında yaşanan asıl büyük gerileme ise FED’in faizleri sert bir şekilde düşürmeye başladığı 2001 yılı olmuştur. Bu değerlendirmeler ışığında FED politikalarını uygularken şirketlerden ziyade genel anlamda makro dengeleri özelde ise hanehalkının durumunu daha fazla dikkate almıştır.

Şekil 27: ABD Finans-dışı Şirket Karlılıkları



Kaynak: Wells Fargo

Kriz dönemindeki genişlemeci para politikalarının işsizliği azaltarak ortalama saatlik ücretleri arttırtması bu durumunun da gelir eşitsizliğini azaltması beklenebilir. Aynı şekilde bu politikaların özellikle vasıfsız işsiz sayısını azaltmasını bu grubunda düşük gelir grubundaki hanehalklarından oluştuğunda hareketle, gelir dağılımının daha dengeli oluşması beklenebilir. Yine, kriz döneminde uygulanan politikalar ABD’de tüm dünya tarafından da yakın bir şekilde takip edilen 10 yıllık ABD tahvil faizlerinin hızlı bir şekilde gerilemesini ve mortgage kredi maliyetlerinin düşmesini sağlamıştır. Görece daha alt gelir grubunda bulunan 35 yaş altı genç nüfusun düşen faiz ortamında, kredi maliyetleri azalmaktadır. Daha alt gelir grupları lehine olan bu durumun eşitsizliği azaltıcı bir etkisinin muhtemel olmasına rağmen çalışmada bahsedildiği üzere yüksek gelir gruplarının finansal varlıklarındaki yüksek kazançlar diğer kazanımların etkilerini domine etmiş ve realitede, kriz döneminde ABD için Gini katsayı tam tersine yükselmiştir.

Şekil 28: ABD 10 Yıllık Tahvil Faiz Oranı



Kaynak: Trading Economics

## 5. Literatür

Domanski (2016), parasal genişleme programlarının faiz oranları ve hisse fiyatlarına etkisini incelemiş, düşen faiz oranları ve dolayısıyla artan bono fiyatlarının varlık eşitsizliğinde göz ardı edilebilir düzeyde düşük bir etkisinin olduğunu belirtmiştir. Buna karşın hisse senedi fiyatlarındaki artışın söz konusu eşitsizliğin yükselmesindeki ana faktör olduğunu vurgulamıştır. Son yıllarda görülen konut fiyatlarındaki düzelmeye ise bu negatif etkiyi küçük de olsa bir parça azalttığını belirtmiştir.

*“Yine de kriz sonrası ev fiyatlarının yükselmesi daha az gelire sahip bireyler için her ne kadar geliri arttırıcı bir etki yaratıyorsa da hisse senedindeki artış çok daha dominant bir role sahip olduğundan eşitsizlik artmaktadır.”*

Deutsche Bank (2016), yayınlamış olduğu raporda genişlemeci para politikalarının varlık fiyat enflasyonu yaratarak özellikle de hisse senedi fiyatları üzerinden gelir dağılımına yönelik direkt etkide bulunduğunu belirtmiştir.

*“Bununla birlikte ülkeler arasındaki etkileri farklılıklar göstermektedir. Örneğin ABD, Fransa ve İtalya’da 2000 ve 2014 yılları kıyaslandığında gelir dağılımı eşitsizliği artarken, Almanya ve İngiltere’de aynı seviyelerde kalmıştır. Bunun nedeni, bu ülkelerde hisse senedi yatırımı fazla olmayıp genişlemeci para politikaları, büyümeye yol açarak işsizliği azaltıp maaş gelirlerini arttırmış ve aynı zamanda borçlanma maliyetlerini aşağı çekerek orta sınıfa daha olumlu etkilemiştir.”*

Chen,Q vd. (2017), Ekim 2008-Haziran 2014 dönemini incelediği çalışmasında ABD’deki parasal genişlemenin yatırımcı güvenini arttırmada ve hisse senedi fiyatlarının yükselmesinde daha kilit bir rol oynadığını belirtmiş, ECB’nin attığı adımların ise hisse senedi piyasalarında görece daha az etki bıraktığını belirtmiştir.

*“ FED politikaları, Çin,Şili ve Malezya gibi birkaç ülke dışında diğer bütün borsalarda hisse fiyatlarını arttırıcı bir etki yaratmış olup ECB politikaları ise neredeyse bütün ülke borsalarında fiyatları düşürücü bir etkiye neden olmuştur. FED’in en büyük etkisi özellikle BRIC ülkelerinden Brezilya üzerinde gözlenmiş olup bu ülke diğerlerine göre FED’in para politikalarından daha fazla etkilenmiştir.”*

Alper,K vd. (2015), TCMB olarak Aralık 2002-Aralık 2014 dönemini inceledikleri çalışmalarında FED 'in aktif büyüklüğündeki %10'luk bir artışın Türkiye'deki bankacılık sektörünün dış borçlarını %3 oranında arttırdığını göstermişlerdir. Söz konusu oran, dünya bankacılık sektörü için %20 olarak hesaplanmıştır. Hanehalkı net varlıkları, toplam hanehalkı varlıklarından yükümlülüklerin çıkartılması ile hesaplanmakta olup yükümlülükler ev ve diğer tüketici kredilerinden oluşmaktadır. Özellikle kriz sonrası tüketici kredilerinde yıllık %40'ları aşan kredi büyüme oranları görülmesine rağmen bankaların dış borçlanma yerine kaynak olarak yurtiçi mevduatları kullanmış oldukları görülmektedir. Nitekim 2000'li yılların başında mevduatın krediye dönüşüm oranları %40'larde iken kriz 2014-2015 yıllarında %100'ü aşmıştır.

Dış ticaret tarafında ise Arslan ve Wijnbergen (1993), TL'deki değer kaybının ülkenin ihracatı üzerinde büyütücü bir etki yarattığını belirtmiş, Kale(2001) ise uzun dönemde TL'deki değer azalışının dış ticareti düzelmeye yardımcı olduğunu ifade etmiştir.

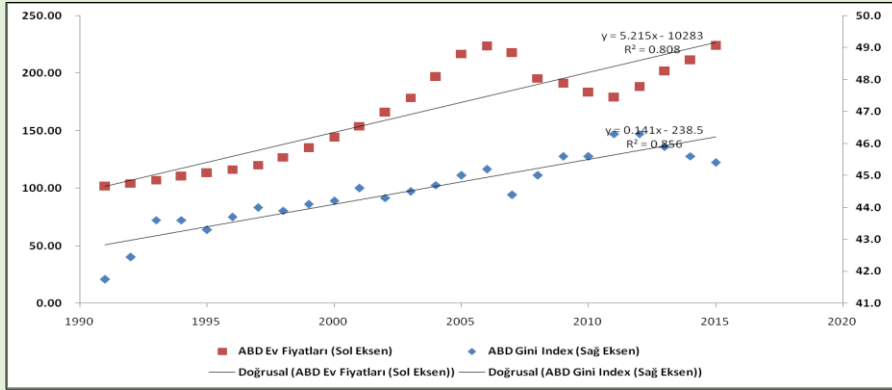
## 6. Veri Seti ve Metodoloji

1.Bölüm: Bu çalışmada ilk olarak gelir dağılımı eşitsizliği üzerinde etki sahibi olabilecek temel faktörler ABD için incelenecektir.

Konut Fiyatları: Alt gelir gruplarında ev sahipliği oranı diğer finansal varlıklara göre daha yüksek olduğu için ve bu gelir grubunda aslan payın konut olduğu dikkate alındığında konut fiyatlarındaki artışın gelir dağılımı eşitsizliğini azaltarak Gini katsayısını olumlu etkileyip etkilemediği araştırılmıştır. OECD'de ABD için uzun dönemli yeterli veri bulunmadığından U.S. Bureau of the Census tarafından yayımlanan 1991-2015 yıllarına ait brüt Gini endeksi ve US Federal Housing Finance Agency tarafından yayımlanan 1991-2015 yılları arası konut fiyatları verileri kullanılmıştır.

Tabloda görüleceği üzere konut fiyatlarında 1990-2006 yılları arasında sert bir yükseliş olmuş Gini katsayısı buna rağmen yükselmiştir. 2006-2011 yılları arasında konut piyasasında yaşanan sert düşüşe rağmen gelir dağılımı bozulmaya devam etmiştir.2011 sonrasında ise ABD'de ev fiyatları tekrar yükselişe geçerken bu kez Gini katsayısı 1990-2006 yıllarında yapmış olduğu hareketin zıttı yönünde bir davranış göstererek azalmıştır.2006'dan sonra ise farklı yönlerde doğru ayrışma yaşanmıştır. Nitekim gözlem sayısı az olmakla birlikte 1991-2015 verileri ile birim kökün görülmediği ikinci farkları alınarak yapılan ekonometrik analizde ev fiyatlarından Gini katsayısına doğru herhangi bir nedensellik olmadığı görülmüştür.

Şekil 29: ABD Konut Fiyatları vs. Gini Katsayısı



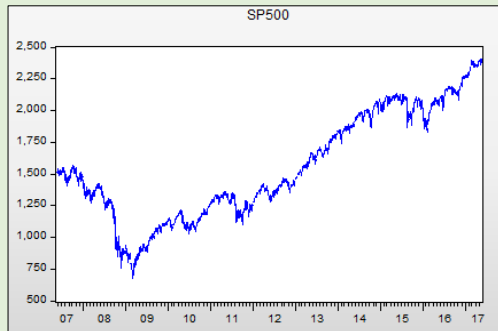
Şekil 30: Granger Nedensellik Analizi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 05/30/17 Time: 04:35			
Sample: 1991 2015			
Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DIF2_USHP does not Granger Cause DIF2_USGINI	22	2.54640	0.1270

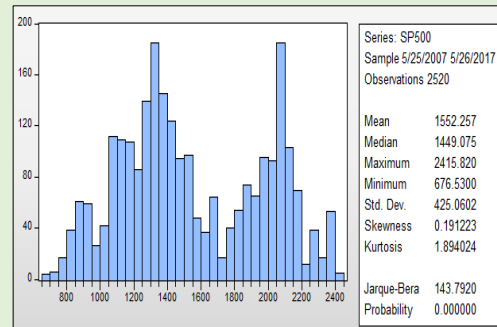
Yine de verilere kırılmasız şekilde uzun dönemli bakıldığında her iki verinin uzun dönemli trendinin aynı doğrultuda ve yükselişte olduğu görülmektedir. Bu veriler ışığında konut fiyatlarındaki artışın, 2001-2005 yılları arasındaki düşük faiz ortamından kaynaklı ucuz finansman maliyetlerine rağmen özellikle anapara borçlanma maliyetlerini arttırması nedeniyle düşük gelirli hanehalklarının gelirlerinden taksitlere ayırdığı pay artmakta, bu durum da alt gelir gruplarındaki varlık birikiminin negatif olmasına yani yükümlülüklerin varlıklardan fazla olmasına neden olmaktadır. Nitekim ABD’de en alt %20’lik gelir grubunda ortalama varlık miktarı 2013 sonu verilerine göre -17.800 USD’dir.(US Census Bureau)

Hisse Senedi : ABD hisse senetlerinin performansını görebilmek için S&P 500 endeksinin Mayıs-2007 / Mayıs-2017 verileri alınmış olup grafikler grafiği ve tanımlayıcı istatistikleri aşağıda verilmiştir.

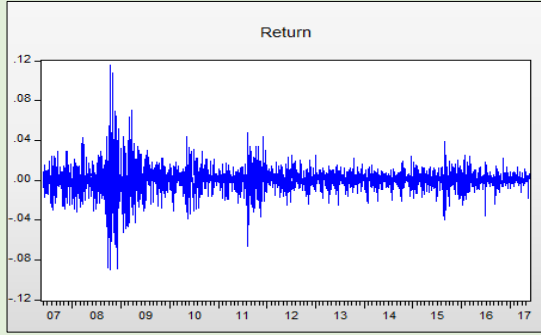
Şekil 31: S&P 500 Endeksi



Şekil 32: Tanımlayıcı İstatistikler



Şekil 33: Günlük Getiriler



Grafikler göstermektedir ki, küresel krizle mücadele kapsamında uygulanan genişlemeci para politikaları ABD’de tahvil faizlerini düşürerek yatırımcıların risk iştahını arttırmış ve ABD borsasında çok ciddi yükselişler yaşanarak tarihi zirvelere ulaşmasına önemli katkı yapmış ve dünyada azalırken ABD ‘de yeni milyonerler yaratarak ülkede gelir dağılımı eşitsizliğini artırıcı yönde etkiye bulunmuştur (şekil-34).

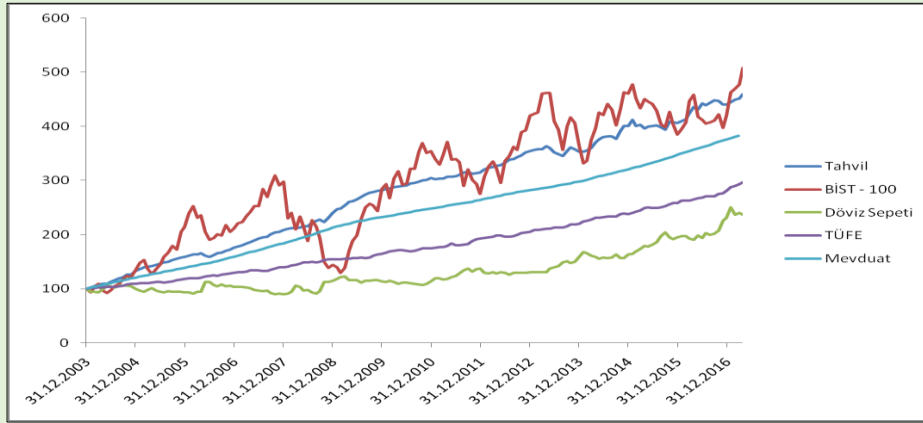
Getirilerdeki oynaklığın özellikle FED tarafından açıklanan genişleme paketlerinin olduğu dönemlerde yaşanması da dikkati çeken bir diğer faktördür. S&P 500 endeksi, QE1 (Quantitative Easing) döneminde %42 , QE2’de %24, Operation Twist’te %20 , QE3’de ise %16 yükselmiştir. Her yükselişten sonra bu dönemde sırasıyla %11, %14, %6’ lık düzeltme hareketi yani satış gelse de bu düşüşler sınırlı kalmıştır.

Şekil 34: Milyoner Sayısı

Main gains	Adults (thousand) with wealth above USD 1 million		
	Country	2014	2015
United States	14,753	15,656	903
China	1,181	1,333	152
United Kingdom	2,296	2,364	68
Hong Kong SAR	101	107	6
World	36,122	33,717	-2,405

2. Bölüm: Türkiye özelinde hanehalkı varlık dağılımı incelenmiş olup bunun için mevduat, tahvil, hisse senedi ve döviz sepeti getirileri 31.12.2003 itibariyle 100’e endekslenmiş ve yatırım araçları bazında 2004-2017 getiri performansı aşağıda verilmiştir. Mevduat için TCMB 1 aylık mevduat faiz oranları bileşik faiz ile ilerletilmiştir. Hisse senedi getirileri için BIST-100 endeksi, döviz sepeti için TCMB USD&EUR döviz alış kurları kullanılmıştır. Tahvil için ise kamu borçlanma araçları fonlarının getirileri dikkate alınmıştır.

Şekil 35: Türkiye’de Yatırım Araçlarının Performansları



Bir sonraki aşamada TCMB’den Türkiye hanehalkı varlık dağılımı alınmıştır.

Şekil 36: Hanehalkı Varlık Dağılımı - Türkiye

	03.16		03.17		Yüzde Değişim	Değişime Katkı (Puan)
	Milyar TL	Yüzde Pay	Milyar TL	Yüzde Pay		
<b>Toplam Varlıklar</b>	917.3	100	1056.1	100	15.1	15.1
<b>TL Tasarruf Mevduatı</b>	438.1	47.8	487.0	46.1	11.2	5.3
<b>YP Tasarruf Mevduatı</b>	278.9	30.4	322.9	30.6	15.8	4.8
- (Milyar ABD Doları)	97.2		88.8		-8.6	
<b>Kıymetli M. Deposu</b>	9.4	1.0	17.4	1.6	84.7	0.9
- (Milyar ABD Doları)	3.3		4.8		45.8	
<b>Tahvil ve Bonolar</b>	20.2	2.2	17.0	1.6	-15.9	-0.4
- Kamu	6.2	0.7	6.4	0.6	3.7	0.0
- Özel Sektör	14.1	1.5	10.6	1.0	-24.4	-0.4
<b>Yatırım Fonları</b>	84.1	9.2	102.9	9.7	22.3	2.0
Emeklilik Yat. Fon.	51.6	5.6	64.6	6.1	25.3	1.4
Diğer Yat. Fon.	32.5	3.5	38.2	3.6	17.6	0.6
<b>Hisse Senedi</b>	45.9	5.0	50.9	4.8	10.9	0.5
<b>Repo</b>	0.4	0.0	0.7	0.1	51.4	0.0
<b>Dolaşımdaki Para</b>	40.2	4.4	57.3	5.4	42.6	1.9

Not: Mart-2017 döneminde dolaşımdaki para, 2016-III Finansal Hesaplar İstatistikleri'nde 2016-Ç3 itibarıyla hanehalkının elinde bulunan pay ilerleyen dönemde sabit kabul edilerek hesaplanmıştır.

Kaynak: TCMB, SPK, MKK (Son Veri: 03.17)

Tüm yatırım fonlarının payı, toplam hanehalkı varlıkları arasında yaklaşık %10'a ulaşmış olup bu fonların kendi içindeki varlık dağılımları da hanehalkı getirileri için önemlidir. Görüldüğü üzere emeklilik yatırım fonlarında tahvil (DİBS) yatırımı daha yüksek olup buna karşılık yatırım fonlarında hisse senedi daha fazladır.

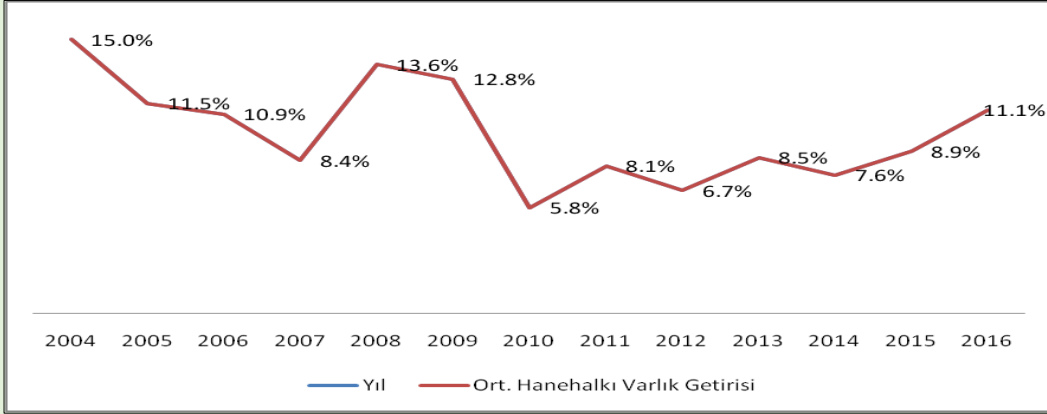
Şekil 37: EYF ve Yatırım Fonları Varlık Dağılımı - Türkiye

Fon Tipi	Net Varlık Değeri (TL)	Ortaklık Payı (%)	Ters Repo (%)	Borsa Para Piyasası (%)	Özel Sektör Borçlanma Aracı (%)	DİBS (%)	Kamu Dış Borçlanma Araçları (%)	Yabancı Menkul Kıymet (%)	Devlet Tahvil (%)	Diğer (%)
<b>Yatırım Fonları</b>										
<b>Toplam</b>	37.300.990.837	24,66	7,90	3,28	23,82	17,25	3,48	3,93	0,00	11,54
<b>Emeklilik Yatırım Fonları</b>										
<b>Toplam</b>	47.766.933.635	19,68	6,99	1,81	8,31	37,52	8,88	3,98	0,00	13,23

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu

Emeklilik ve yatırım fonlarındaki bu varlıkları da 4 ana yatırım aracına dağıttıktan sonra 2004-2016 yılları arasında ortalama hanehalkı getirileri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

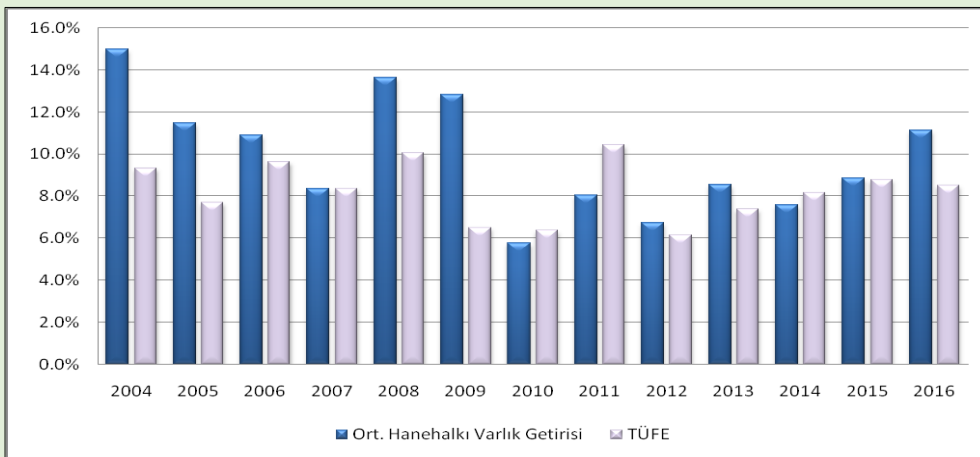
Şekil 38: Yıllık Hanehalkı Ortalama Varlık Getirileri - Türkiye



Görüldüğü üzere krizin başladığı 2008 yılında BIST-100 endeksinde %52'lik bir düşüş yaşanmasına rağmen hanehalkı finansal varlık getirisi %13,6 olarak gerçekleşmiştir. Bu pozitif performansın temel nedeni olarak 2008'deki krizin etkisi ile döviz kurlarında yaşanan yükseliş gösterilebilir. Dolayısıyla kurlardaki yükseliş Türkiye'deki hanehalkının varlıklarında artış etkisi yaratmakta olup 2009'dan itibaren küresel piyasalarda yaşanan likidite bolluğu 2009 yılında Borsa İstanbul'un %97 yükselmesini sağlamakla birlikte döviz kurlarında TL'ye karşı yaşanan gerileme, hanehalkı ortalama getiri oranının %12,8'de kalmasına neden olmuştur. Ek parasal genişlemelerin devam ettiği 2010-2014 yıllarında ise daha dar bir bantta hareket eden hanehalkı ortalama getirisi, kurlarda görülen yükselişin etkisi ile son birkaç yıldır tekrar artış trendine girmiştir.

Yukarıda verilen getiriler brüt olup TÜFE ile karşılaştırılmış getiriler aşağıda sunulmuştur. 12 yılın performansı incelendiğinde hanehalklarının 2010, 2011, 2014 yıllarında enflasyondan daha az bir getiri elde ettiği görülmekte olup 2007 ve 2015 yıllarında enflasyon ile aynı seviyede getiri söz konusudur. Diğer kalan 8 yılda ise getirilerin enflasyonda yüksek olduğu görülmektedir.

Şekil 39: Hanehalkı Ortalama Varlık Getirileri ve TÜFE



Dünyada örnekleri olmakla beraber ülkemizde gelir grupları bazında hane halklarının varlık dağılımları istatistiki olarak yayınlanmadığı için bu hesaplamaları %20'lik 5 ayrı gelir grubu için de detaylandırmak mümkün olamamıştır. Söz konusu verinin önümüzdeki dönemlerden itibaren yayımlanmaya başlaması hane halklarının gelir dağılımı ile ilgili daha sağlıklı sonuçlar üretilmesine yardımcı olacaktır.

3. Bölüm: Son olarak, büyük merkez bankalarının genişletici para politikaları sonrasında kendi para birimleri değerlendirilen gelişmekte olan ülkelerdeki dış ticaret performansı analiz edilmiş olup bunun için Türkiye'nin dış ticaret açığı ve USD-TL arasındaki ilişki incelenmiştir. Bunun için ABD'de parasal genişleme programının başladığı ve bitti tarihler olan Ocak-2009 ile Aralık-2014 tarihleri arasındaki aylık veriler kullanılmıştır. Değişkenler arasında uzun dönemde bir eşbütünlük ilişkisi olup olmadığını görmek amacıyla Johansen (1988) eşbütünlük analizi yapılmış, iz istatistiği değerleri şekil-45'de sunulmuştur. %5 güven aralığında Türkiye'nin dış ticaret açığı ile USD-TL kuru arasında bir eşbütünlük olduğu görülmektedir.

**Şekil-40: Johansen Eşbütünlük Analizi**

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.227750	17.97288	15.49471	0.0207
At most 1	0.002028	0.140081	3.841466	0.7082

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

İncelenen değişkenler arasında kısa dönemde bir nedensellik ilişkisi olup olmadığını görmek amacıyla, Granger (1987) nedensellik testi yapılmış ve elde edilen bulgular şekil-46'da verilmiştir. Şekil-41 incelendiğinde, birim kökten arındırılmış döviz kuru ile dış ticaret açığı verileri arasında tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, döviz kuru olarak alınan dolar satış kuru, dış ticaret açığının %1 anlamlılık seviyesinde nedenseldir ve dış ticaret açığında meydana gelen değişimleri açıklamada önemli bir faktördür. Söz konusu ilişki logaritmaları alınmış, USD-TL kurları ile ağırlıklandırılmış dış ticaret açığı grafiği ile de şekil-42'de açıkça görülmektedir.

**Şekil-41: Granger Nedensellik Analizi**

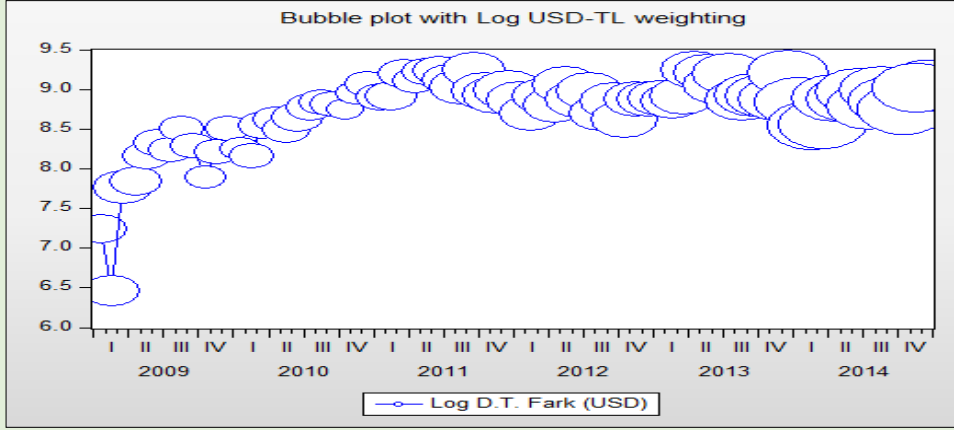
Dependent variable: LOGDTF			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LOGUSDTL	226.5282	2	0.0000
All	226.5282	2	0.0000

Dependent variable: LOGUSDTL			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LOGDTF	2.616875	2	0.2702
All	2.616875	2	0.2702



Şekil-42: USD-TL Kuru ile Ağırlıklandırılmış Dış Ticaret Açığı



## 7. Sonuç ve Genel Değerlendirme

Dünyanın önde gelen merkez bankalarının ekonomilerindeki durgunluğu azaltmak için uygulamış oldukları parasal genişleme programları, gelişmekte olan ülkelerin para birimlerini değerli kılarak ithalatı cazip hale getirmiş ve bu durum genel olarak söz konusu ülkelerdeki dış ticaret açığını arttırmıştır. Türkiye de benzer şekilde bu durumdan özellikle 2012 yılı sonuna kadar negatif etkilenmiş, 2013 yılından itibaren FED'in parasal genişlemeyi azaltacağı söylemi sonrası USD-TL'deki yükseliş ile beraber ülkenin dış ticaret açığında kısmi toparlanma görülmüştür. Kısa vadede kur, dış ticaret açığımız üzerinde etkili olmakla beraber uzun vadede ise özellikle ihracat piyasasındaki yapısal dönüşümlere daha fazla odaklanılması halinde kurun belirleyiciliğinin azalması mümkün olabilecektir.

Para politika yapıcıları enflasyon ve aktarım mekanizmaları üzerinde dolaylı etkiye sahip olduğu için gelir dağılımı ile de yakından ilgilenmektedir. Son küresel krizde gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan genişleyici para politikaları, sermaye piyasaları kanalıyla gelir dağılımını farklı boyutlarda etkilemektedir. Likidite bolluğu risk iştahını büyütmede, risk prim seviyesini düşürerek hisse senedi fiyatlarında yükseliş potansiyelini arttırmakta ve bu durum hisse senetlerine ilgiyi artırarak varlık fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır.

Ülkeler arasındaki finansal varlık kompozisyonlarındaki farklılıkların da etkisi ile aşırı genişlemeci para politikaları, likidite bolluğu ve varlık balonları yaratarak hane halkı gelirleri arasında asimetrik farklılıklara neden olmuştur. Özellikle ABD makro verilerinde görülen iyileşme sonrasında FED'in 4 trilyon USD'ye ulaşan bilanço genişletme programına son vermesi ile birlikte hanehalkı varlıklarında halen yükseliş görülmekle birlikte büyüme oranı artık ivme kaybetmeye başlamıştır. Diğer bir ifade ile geleneksel olmayan aşırı genişlemeci para politikalarında sona gelmiş olup bu durumun varlık fiyatlarında yaratmış olduğu pozitif etki artık azalmaya başlamıştır.

Kriz süresince daha dengeli varlık portföyüne sahip olan ülkeler varlık balonları üzerinden gelir dağılımında bozucu bir etki yaşamamış olup para politikalarında normalleşmeye dönülmesi ile birlikte risk iştahı yüksek olan ülkelerde daha dengeli bir gelir dağılımının önümüzdeki

dönemlerde görülmesi muhtemel olacaktır. Türkiye özelinde ise ülkemizde hanehalkı varlık kompozisyonunda sabit getirili yatırım araçlarının büyük bir payı olması nedeniyle gelir dağılımı eşitsizliği, varlık fiyatlarından kaynaklanan servet etkisinden ziyade istihdam piyasası, büyüme gibi makro verilerdeki gelişmeler tarafından şekillenecektir.

#### Kaynakça:

- Allianz (2016), *Allianz Global Wealth Report-2016*
- Alper,K, Altunok,F, Çapacıoğlu,T. (2016), *ABD Merkez Bankası (FED) Politikaları ve Bankacılık Sektörü Dış Borçlanması*. TCMB Ekonomi Notları, 2015-14, pp.1-13
- Arslan, İ. and Wijnbergen, S. (1993). *Export Incentives, Exchange Rate Policy and Export Growth in Turkey*, The Review of Economics and Statistics, Vol. 75, No. 1, pp. 128-133.
- Atkinson, A., Piketty, T. and Saez, E. (2011), *Top Incomes in the Long Run of History*, Journal of Economic Literature, 49 (1), pp. 3–71.
- BBC World Service (2008), *Widespread Unease about Economy and Globalization: Global Poll*. pp. 2
- Borio,C and Zabai,A. (2016), *Unconventional monetary policies: a re-appraisal”*, *BIS Working Papers*. vol.570
- Bouyon,S. (2015), *Recent trends in EU home ownership*. ECRI Commentary , vol.15
- Can, G. ve Gündoğdu,M,K. (2016), *Türkiye’de Hanehalkının Finansal Varlık Açığı*. Bilgi Notu, T.İş Bankası, pp.1-4
- Chen,Q., Lombardi,M., Ross,A. and Zhu,F. (2017), *Global impact of US and euro area unconventional monetary policies: a comparison*. BIS Working Papers, vol.610, pp.1-44
- Corrado Gini (1913), *Variabilita e Mutabilita*, Journal of the Royal Statistical Society, Vol. 76, No. 3, February,1913, pp. 326-327.
- Credit Suisse (2015), *Global Wealth Report-2015*
- Domanski, D., M. Scatigna, and A. Zabai (2016), *Wealth Inequality and Monetary Policy*. BIS Quarterly Review (March)
- Galor, O. (2009), *Inequality and Economic Development: The Modern Perspective*. Edward Elgar Publishing Ltd.
- Granger, C. (1969), *Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods*. Econometrica, 37(3), pp.424-438.
- <http://news.cornell.edu/stories/2013/03/wealth-imbalance-lack-structure-drive-economic-crisis> (07.05.2017 tarihinde erişildi.)
- <https://data.oecd.org/inequality/poverty-rate.htm> (17.04.2017 tarihinde erişildi.)
- <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=IDD> (17.04.2017 tarihinde erişildi.)
- <https://www.chartbookofeconomicinequality.com/inequality-by-country/usa/>(07.04.2017 tarihinde erişildi.)
- <https://www.fhfa.gov/DataTools/Downloads/pages/house-price-index-datasets.aspx>(09.05.2017 tarihinde erişildi.)
- <https://www.theguardian.com/money/2015/oct/13/half-world-wealth-in-hands-population-inequality-report> (02.04.2017 tarihinde erişildi.)
- <https://tradingeconomics.com/united-states/indicators> (15.04.2017 tarihinde erişildi.)
- Johansen S. (1991). Estimation and Hypothesis Testing of Cointegrating Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models. Econometrica. 59, pp. 1551-1580.
- İşcan,İ.H. (2015), *2008 Küresel Sistemik Finansal Krizinde FED ve ECB’nin Para Politikaları*. EY International Congress on Economics II
- Kaldor, N. (1957), *A Model of Economic Growth*, *The Economic Journal*. vol. 67 (268)
- Kale, P. (2001). *Turkey’s Trade Balance In The Short And The Long Run: Error Correction Modeling And Cointegration*, *The International Trade Journal*, Volume XV, No. 1, pp. 27-56.
- Kumhof,M, Lebarz,C, Ranci ere,R, Richter,A and Throckmorton,N (2012). *Income Inequality and Current Account Imbalances*. IMF Working Paper, WP/12/08
- Mirrlees, J. (1971), *An exploration in the theory of optimum income taxation*. Review of Economic Studies, Vol. 38( 2)

- Norris,E, Kochhar,K, Ricka,F, Suphaphiphat,N and Tsounta,E (2015), *Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective*. IMF Discussion Note, pp.1-39
- OECD (2016), *Income Inequality Remains High In the Face of Weak Recovery*". Income Inequality Update
- Peters, H, Wolwahsen,M (2016), *Rising income inequality: do not draw the obvious conclusions*. EU Monitor. Deutsche Bank Research, pp.1-14
- Research and Statistic Department (2016), *Flow of Funds- Overview of Japan, the United States and the Euro Area, Bank of Japan*, pp.1-4
- Rodrik, D. (1999), *Where Did All the Growth Go? External Shocks, Social Conflict, and Growth Collapses*. Journal of Economic Growth, vol. 4(4)
- Silvia,J (2017), *Three Rising Pressure Points for Investors*. Interest Rate Weekly, Wells Fargo Securities
- Spiegel, M. M. (2006), *Did Quantitative Easing by the Bank of Japan 'Work ?* Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2006-28, Oct. 20.
- Tahsin, E. (2014), *The Gini Illusion of Turkey,An Approach to Inequalities on the Basis of the Palma Ratio*. Ekonomik Yaklaşım, vol.24(89), 73-109
- TÜİK (2015), *Gelir ve Yaşam Koşulları Araştırması, 2015*
- TÜİK (2015), *Hanehalkı Tüketim Harcaması, 2015*
- WTO (2015), *International Trade Stastictics, 2015*