

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 2000'Lİ YILLAR SONRASINDA PARA POLİTİKASI VE GELİR DAĞILIMI İLİŞKİSİ

Cem Mehmet BAYDUR

Prof. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi

Bora SÜSLÜ

Prof. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, Kalecki/Post-Keynesyen bakış açısı ile gelir ve yatırım arasındaki sürece bağlı kalınarak, merkez bankası para politikasının gelir dağılımını ne yöne etkilediğini bulmaktır. Makale Kalecki/Post-Keynesyen gelir dağılımı modelini banka-kredi sistemi ile bir araya getirmektedir. Çalışmada kredi, gelir dağılımı ve para politikası arasındaki ilişki Türkiye ekonomisi açısından ampirik olarak araştırılmış ve faiz politika aracının, sermaye birikimi ve fiyatlar üzerinde bir etkisinin olup olmadığı, dolayısıyla gelir dağılımına etki edip etmediği sorusuna cevap aranmıştır. 2006 yılında yatırımların milli gelire oranı üç aylık bazda ortalama %5'lerde iken 2010 yılından sonra bu ortalama %10,5'e çıkmış, kârların milli gelirden aldığı pay da %30'lardan %50'lere yükselmiştir. TCMB'nin para politikası aracı ile doğrudan gelir dağılımına etki edemediği, sadece faiz politikası vasıtasıyla reel sektör ile finansal sektör arasında kârların dağılımını etkilediği sonucuna ulaşılmış, para politikası ile toplam talebi ve dolayısıyla gelir dağılımını etkileme gücü açısından doğal faiz ile TCMB'nin gecelik faizi arasında anlamlı bir ilişki olmadığı saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Post-Keynesyen, Gelir Dağılımı, TCMB Para Politikası.

Jel Kodları: E4, E5, D3.

THE RELATIONSHIP BETWEEN MONETARY POLICY AND INCOME DISTRIBUTION IN THE TURKISH ECONOMY AFTER THE 2000s.

Cem Mehmet BAYDUR

Prof. Dr., Muğla Sıtkı Koçman University

Bora SÜSLÜ

Prof. Dr., Muğla Sıtkı Koçman University

ABSTRACT

The purpose of this study is to find out how the central bank monetary policy affects income distribution, in keeping with the Kalecki / Post Keynesian point of view and the process between income and investment. The article brings together the Kalecki / Post Keynesian income distribution model with the bank credit system. The relationship between credit, income distribution and monetary policy have been investigated in terms of Turkish economy and an answer has been sought to determine whether the interest rate policy instrument has an effect on capital accumulation and prices, therefore it has an impact on income distribution. The average national investment rate for the quarter was 5% in 2006, while after 2010 the same rate was 10.5%, when the share of profits in the national income increased from 30% to 50%. Result of the study, the CBRT can not influence the income distribution directly through the monetary policy tool, only the interest rate policy has affected the distribution of profits between the real sector and the financial sector and there is no significant relationship between natural interest and the overnight rate of the Central Bank of the Republic of Turkey in terms of monetary policy and the power to influence income distribution due to aggregate demand.

Keywords: Post-Keynesian, Distribution Model, CBRT Monetary Policy.

Jel Codes: E4, E5, D3.

GİRİŞ

Çağdaş ekonomilerinin temel amacı yaratılan gelirin istikrarlı olarak sürdürülmesini ve bu gelirin adaletli bir biçimde dağılımını sağlayacak yolları bulmaktır. Günümüzde bu amaçlara merkez bankasının faiz politikası ile ulaşılmaya çalışılmaktadır. Ancak, faiz enstrümanı piyasa mekanizmasına ve yarattığı çıktıya dolaylı yoldan müdahale anlamına geldiği veya faizin çıktıyı etkileme gücü sınırlı olduğu için, bu politikanın gelir ve refahın tekrar dağılımına yol açtığı söylenebilir.

Bu açıdan 2000'li yıllarda Türkiye'de örtük ve açık enflasyon hedeflemesi ile birlikte kullanılan faiz politika aracının sermaye birikimi ve fiyatlar üzerinde bir etkisinin olup olmadığı, dolayısıyla da gelir dağılımını etkileyip etkilemediği çalışmanın temel sorusudur.

Faiz ve bölüşüm ilişkilerini Keynes'e göre incelediğimizde, sermayenin getirisi karşısında uzun vadeli faizlerdeki dalgalanmalar temel konjonktür nedeni olarak altı çizilmiştir. Günümüzde yatırım hacmini sağlayabilmenin karşısındaki en önemli problem sermaye piyasalarının kararsızlığıdır (Keynes, 1936). Keynes'e göre sermaye kararsız iken faiz doğru olamayan katı bir fiyat haline gelir. Çağdaş ekonomilerdeki sürekli değişiklikler nedeniyle uğraşılması en güç unsuru -bugüne kadar ve gelecekte böyle olacaktır- malları ellerinde bulunduranların tümü tarafından kabul edilecek asgari faiz oranıdır. Sermayeyi likit olarak elde bulunduranların onu arz edecek net kazançta gelmeden önce işlem masrafları, vergiler, risk ve belirsizliğin karşılığını hesaplayarak kazançtan düşmeleri gerekir. (Keynes, 1936). Sermayenin etkinliği gelecekle beraber değerlendirildiğinde gelir dağılımının sermaye açısından sıkıntısı ortaya çıkmaktadır.

Keynes'in düşüncelerin baz alarak, faiz kontrolünden servetin yeniden dağılımına kadar radikal politika önerilerini teknoloji dikkate alarak inceleyen Post Keynesyen literatürü Sraffa ile başlatmak hatalı olmayacaktır. Fiyatları kapitalist ve işçiler arasındaki çekişmeye bağlayan Sraffa karları ve faizi dışsal olarak almıştır (Sraffa, 1960). Post Keynesyen analiz stratejik karar vericiler olan firmalara ve firma hedeflerinin fiyatlama davranışları, yatırım ve tasarruf seviyeleri ile bunların gelir dağılımı, büyüme düzeyi üzerindeki sonuçlarına odaklanır. Bu açıdan, Post Keynesyen analizde para politikasına pek fazla bir rol biçilmez (Davidson 1992).

Yatırım ve teknolojik gelişim ile karlar arasındaki ilişki sürecini parasal enstrümanlar ile doğrudan etkileme güçleri olmadığını dikkate aldığımızda, faiz bir bölüşüm fiyatına veya yatırım sürecine dönüşmekte yada efektif talep ve teknolojik gelişmeye tabi olan bir fiyat olarak karşımıza çıkmaktadır (Webster, 1999). Minsky'e göre faizdeki gelişmeler nakit akımının doğasını

değiştirmekte, bu değişim ile ortaya çıkan krizler yatırım, kar ve gelir dağılımlarını belirlemektedir. Sistemde para arzı ve faizler içsel olarak belirlenmektedir. Dolayısıyla hem finans hem de sermaye piyasaları arasındaki ilişiler konjonktürel bir yapıya sahiptir olmaktadır.

Kapitalist ekonominin finansal istikrarsızlık teorisinin temel önermesi, kapitalist piyasa mekanizmasının istikrarlı bir fiyat-tam istihdam dengesine yol açmaması anlamında kusurlu olmasıdır. Modern kapitalizm kalbinde yatırım finans bir bütün olarak ele alındığında fiyatlandırma davranışları finansman sürecinden bağımsız değildir. Başka bir deyişle, modern kapitalist sistem, farklı şekillerde aralarında çoklu ara yüzleri olan bir finansal ilişkiler ağına (varlıklar ve borçlar) dayanmaktadır. Bu ilişkiler, borçlu firmadan son alacaklıya kadar farklı biçimlerde ve aracılık seviyelerinde olabilir. Bu karmaşık sermaye yapısı, sadece gelecekteki nakit akışlarının tahmininde değil, aynı zamanda yükümlülüklerin üstlenildiği koşullarda ve gelecekteki her bir ekonomik birimin varlık ve yükümlülüklerinin piyasa fiyatlandırmasında beklentilerin düzeyini güçlendirir. Modern bankacılık sistemi yatırımların ihtiyaç duyacağı krediyi yaratırken, bu kredilerin geri ödenmesi için gerekli olan fiyatları da üretici sektörler sağlar. Buradaki fiyat kredi döngüsü içseldir, denge kadar dengesizlikte üretir (Minsky, 2015)

Bu noktada modern finansal sistemde merkez bankalarının tartışmalı rolleri ortaya çıkmaktadır. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde bilhassa fiyat istikrarı hedefinin izlenmeye başlandığı dönemden itibaren gelir dağılımı gözle görülür biçimde bozulmaktadır. Hem Stiglitz (2012) hem de Piketty'nin (2014) çalışmalarında ortaya koyduğu gibi, merkez bankalarının faiz mekanizması ile piyasa karar alma sürecine müdahalesi istikrarlı ekonomik büyümeden ziyade finansal sermaye ile finansal olmayan sermaye birikimi arasındaki uyumun bozulmasına neden olmuştur.

Bu doğrultuda çalışmanın amacı, para politikasının gelir dağılımı üzerindeki etkisini dinamik fayda maksimizasyonu çerçevesinde incelemek ve faiz enstrümanının gelir dağılımına nasıl bir etkisi olduğunu bulmaktır. Makalede ilk olarak para politikası ile gelir dağılımı arasındaki ilişki ortaya konulacak, sonrasında çalışmanın modeli olan Kalecki/Post-Keynesyen bakış açısı ile gelir, yatırım ve finansman arasındaki süreç belirlenecektir. Daha sonra ortaya konulan model çerçevesinde Türkiye ekonomisinde para politikasının yatırım ve finansman sürecine olan etkisi ile bağlantılı gelir dağılımı incelenecektir.

1- Kalecki Çerçevesinde Kar/Yatırım ve Kapitalistlerin Gelirden Aldıkları Pay

Kapitalist bir ekonomide Kalecki/Post-Keynesyen bakış açısı ile gelir, yatırım ve finansman arasındaki süreç ortaya konulurken bir yandan da para politikasının yatırım ve finansman sürecine olan etkisi ile bağlantılı olan gelir dağılımı incelenmiştir^{1,2}. Kalecki büyüme ve gelir dağılımı modeli kar, tasarruf ve yatırım üzerine odaklanır. Bu açıdan gelir dağılımı kapitalistlerin maliyetlerine bağlıdır (Dutt, 1984). İster eksik kapasite olsun isterse tam kapasite olsun maliyetler fiyatların ve karların belirlenmesinde temel rol oynar (Halevi&Kriesler,2016). Kapitalistler harcadıklarını kazanır. P vergi sonrası toplam kârları, I yatırımı, C kapitalistlerin gelirini gösterebilir. Vergi sonrası kârlar yatırım ve tüketim harcamalarının toplamına eşittir.

$$P=I+C$$

(1)

Tüketim harcamaları gelirin bir fonksiyonu olarak aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$C_t = qP_{t-1}$$

(2)

$$P_t = I_t + qP_{t-1}$$

(3)

(3) nolu denklem birinci dereceden basit bir fark denklemidir. Kâr ile yatırım arasındaki ilişki uzun dönem denge varsayımı $P_t = P_{t-1} = P$ ve $I_t = I_0$ ile gösterildiğinde aşağıdaki denkleme ulaşılır:

$$P = \frac{1}{1-q} I_0$$

(4)

(4) nolu denklemin her iki tarafı milli gelire (Y) bölünürse, kârların milli gelirdeki payının yatırımların milli gelirdeki payına bağlı olduğu görülür (Kalecki, 1969):

$$P/Y = \frac{1}{1-q} (I_0/Y)$$

(5)

(5) nolu denklemdeki I_0 , yatırım harcamalarının kapsadığı yatırım mallarını ifade eder. Bu açıdan basit mallar gibi alınıp satılmaz. Dolayısıyla yatırım, finansman sürecinden ayrı düşünülemez.

¹ Çalışmada dönemlerarası model olarak Kalecki/Post-Keynesyen bakış açısının kullanılması, Euler eşitliğinin veya Keynes-Ramsey Kuralı ile faizin harcamaları zaman içinde transfer etme gücünü gelir ve geliri yaratma sürecini makro açıdan dikkate almadan belirlemesinden kaynaklanmaktadır.

² Standart Kalecki modellerinde üretim fonksiyonu işgücü içermesine rağmen çalışmada faiz ve sermaye ilişkisi üzerinde durulacağı için emek piyasası modele dahil edilmemiştir.

2.1. Yatırım-Finans ve Gelir Dağılımı

Yatırım süreci sermaye ve finans piyasaları ile beraber düşünülmelidir. Yatırımın getirisine göre belirlenen talep fiyatı, tek başına efektif yatırımı belirlemez. Efektif bir yatırım, finansman gerektirir. Yatırım kararı iki aşamalıdır. Bunlar; talep-arz fiyatlarının belirlenmesi ve yatırım finansmanıdır. Sermaye varlıklarının alıp satıldığı borsalarda hisse senetlerinin değerlendirilmesi yatırımın talep fiyatını belirler. İşgücü, ücretler, faiz oranları, yatırımda kullanılacak teknik girdiler ve bunların tamamına yapılan harcamalar toplamı da yatırımın arz fiyatını belirler. Yatırım kararı başladıktan sonra sürekli sermaye malları için harcama yapılacağından, sermaye mallarının üretiminin teknik koşulları yine arz fiyatını etkiler. Yatırım malı üreticileri nihai alıcının ödeme garantisi olmadan yatırım malını üretimine girmezler. Bu garanti süreci yatırım finansman sürecidir, dolayısıyla yatırım sürecine bankalar ve finansal firmalar da (değerleme ile) dâhil olmaktadır.

Firma yatırım için iç ve dış finans kaynaklarını kullanır. Yatırım finans kaynakları üçe ayrılabilir. Birincisi, bir iç finansman kaynağı olan nakit ve buna muadil menkul değerlerdir. Bir yatırımın gelecekte elde edeceği nakit ve/veya nakit akım beklentisi ne kadar yüksek ise yatırımın ikinci kaynağı olan kâr veya dağıtılmayan kârlar bir diğer iç finans kaynağı olarak ortaya çıkacaktır. Yatırım finansmanının üçüncü kaynağı ise dış kaynaklardır. Dış kaynak ya bankalardan borçlanılarak, ya da tahvil veya hisse senedi çıkarılarak temin edilir.

Firmalar ellerindeki iç kaynakları kullanarak yatırım yapabilir ya da dağıtılmayan kârlar ile veya eldeki varlıkları satarak yatırımlarını finanse edebilir. Bir şirket eldeki varlıkların fiyatları çok yüksek olmadıkça bunları elden çıkarmak suretiyle yatırım yapmak istemez. Dağıtılmayan kârlar ile bütün yatırım harcamalarının finansmanı da mümkün değildir. Firmalar kazançlarını maksimize etmek için belli oranlarda kaldıraç kullanır, yani borçlanmaya gider (Baldemir ve Süslü, 2008). Dolayısıyla sermaye varlıklarının arz fiyatının finansman süreci hem kısa hem de uzun vadeli faiz değişimlerinden etkilenir hale gelecektir. Kısa dönem faiz oranları yatırım harcamalarının zaman içindeki dağılımına bağlı olarak artar. Firmalar yatırımları tamamlanuncaya kadar finansmana ihtiyaç duyar. Bu durum banka rezervlerinin içsel ve dışsal olarak tüketilmesine, merkez bankalarının faiz ve rezerv politikaları ile beraber kısa dönem faizlerin etkilenmesine neden olur. Kısa dönemli faizlerdeki değişiklikler yatırım mallarının arz fiyatını artırırken, talep fiyatını da olumsuz etkiler. Eğer kısa vadeli faiz oranları uzun vadeli tahvil benzeri varlıkların fiyatlarını etkiliyorsa, uzun vadeli tahvil faizlerindeki

artış da yatırımların arz fiyatını artırır. Bu da yatırımları etkiler. Dolayısıyla yatırım finansal piyasalardan bağımsız değildir.

Yatırım finansal bir yükümlülük doğurur. Bu durum, firmaların bilançolarının ve gelir tablolarının yükümlülük yapısını değiştirir. Yatırımın finansmanı için nakit akımı önemlidir. Özellikle uzun vadeli sermaye yatırımlarının kısa vadeli varlıklarla finanse edildiği durumda yatırımlar sürekli borçlanma ihtiyacı gerektirir. Bu nedenle firmalar mümkün olduğu kadar yükümlülüklerinin yarattığı borç ödemelerine uygun bir nakit akışına sahip olmak isterler. Sürekli borçlanma ve nakit girişi yatırım için önemli hale gelir. Gerçekleşen veya beklenen nakit akımları bütün ödeme yükümlülüklerini karşılayabiliyorsa güvenli finansman, eğer finansman gerçekleşmiyorsa spekülâtif ya da ponzi finansman firmanın karşısına çıkacaktır.

Güvenli finansman piyasa koşullarından daha az etkilenirken, spekülâtif ve ponzi finansman piyasa koşullarına karşı hassastır. Spekülâtif finansmanda bazı dönemlerde firmalar yükümlülüklerini karşılayacak kadar nakit üretemezler. Ama yatırım sürecine bir bütün olarak bakıldığında yatırımın nakit girişi yatırımın arz fiyatını aşar. Spekülâtif finansman uzun vadeli yatırımların kısa vadeli fonlarla finanse edilmesidir. Ponzi finansmanda ise firmaların borç yükleri yeni borçlanma ihtiyacından dolayı artar. Çünkü hem firmalar yeterli nakit üretemez hem de spekülâtif finansmana sahip firmalar faizdeki artışlara bağlı olarak ponzi finansmana yönelirler. Bu nedenle, firmanın nakit akımlarını mal ve faktör piyasaları kadar finansal piyasalardaki faizi değişimleri etkilediğinden, yatırım düzeyi de etkilenir (Tokucu, 2012).

Yatırımların belirlenmesinde sermaye varlıklarının gelir yaratma gücü ve finansal araçların büyüklüğü önemli değişkenler haline gelir. Finansal kurumlar ve bankacılık sisteminin finansman imkânı, kâr arayışındaki bankaların portföy getirilerinin belirlediği kısıtlar içindedir. Finansal sistemden kaynaklı para ve likit varlık artışları, fiyatları da hızla artırarak firmaların bankalara başvurularını azaltır. Enflasyon firmaların, hane halkının ve finansal kurumların yerine getiremeyecekleri yükümlülükler yaratır. Bu da gelir dağılımını kapitalistler lehine değiştirir.

Bir firma açısından yatırımların beklenen nakit akımlarının ($EC=P$) kapitalize edilerek finanse edildiği ($K(EC)=Pk$) ve firmanın bütün finansal gücünü yatırıma yönlendirmediği, bir kısmını da nakit tuttuğunu varsayarak firmanın makro bilançosu ortaya konulabilir:

$$Pk+aKK(EC)=K(EC)+ \text{Hisse senedi} \quad (6)$$

Denklem (6)'da Pk değişkeni sermaye varlıklarının fiyatını ifade etmektedir. Makro açıdan $i=1\dots n$ firma varsa;

$$\begin{aligned} \sum_i^n (Pk + aKK(EC))_i = \\ \sum_i^n (K(EC) + \text{Hisse senedi})_i = \text{Banka İşletme ve Sanai Kredi Büyüklüğü} \quad (7) \\ \Delta \sum_i^n (Pk + aKK(EC))_i = \end{aligned}$$

$$\sum_i^n \text{Yatırımı} = \Delta \text{Banka İşletme ve Sanai Kredi Büyüklüğü} \quad (8)$$

(7) nolu denklemde yer alan aktif taraf ya da finansal sistemde bulunan kredilerdeki değişme cari yatırım düzeyini belirler. Eğer sektörel bilanço büyüklüğündeki değişimleri veya banka kredi hacmindeki değişmeyi (tüketici kredileri hariç) dikkate alırsak (5) nolu denklemdeki yatırım düzeyi, dolayısıyla kapitalistlerin gelirden aldıkları paylar (5') denklem yardımıyla tanımlanabilir.

$$\frac{P}{Y} = \frac{1}{1-q} (I_0 = \Delta \text{Banka İşletme ve Sanai Kredi Büyüklüğü}) / Y \quad (5')$$

Bununla birlikte para otoritesinin faizlerinin bilançolar üzerindeki etkisi vasıtasıyla kapitalistler ya da firmalar arasındaki gelir çekişmesi veya bütün kapitalistlerin gelirden aldıkları paydaki değişme hesaplanabilir.

$$\begin{aligned} \Delta \text{Banka İşletme ve Sanai Kredi Büyüklüğü} &= \Delta \text{Para Politikası Araçları} (\Delta \text{PPA}) \\ &< \\ &> \end{aligned} \quad (9)$$

Para otoritesi ΔPPA 'yı sıkılaştırdığında, örneğin faiz artışlarına rağmen, sektör veya firma bilançolarının artış hızı değişmiyorsa, finansal olan ve olmayan kapitalistler arasındaki paylaşım finansal sektör lehine dönebilir: $\Delta \text{Banka İşletme ve Sanai Kredi Büyüklüğü} > \Delta \text{PPA}$. Eğer faiz artarken bilanço artış hızı düşüyor veya bilançolar küçülüyorsa değişimin bütün firmaların aleyhine olduğu söylenebilir (Yılmaz ve Süslü, 2016).

Kapitalistlerin beklentileri ile fiyatların deflasyonist veya enflasyonist olması arasında çok sıkı bir ilişki vardır. Jackson ve Victor (2015)'e göre Post Keynesyen iktisat açısından fiyatlardaki artış bir yatırım-tasarruf dengesizliğidir. Bu dengesizlik finansal dengesizliklerle ilişki olduğu için, bununla beraber kapitalistlerin kârlılığını ve gelirden aldıkları payı arttıran bir makroekonomik gelişme olduğu için buna hem neden hem sonuç olarak bakılması gerekmektedir.

Ekonomideki toplam kâr, kapitalistlerin yatırım harcamalarına ve dolayısıyla bu harcamaların finansmanına bağlıdır. Yatırım ve finans ekonomik analize girdiğinde, yatırım ve tasarruf ilişkisi, sermaye ve tasarruf piyasalarındaki karışık ilişkiler ağı ile belirlenir (Baydur, 2015). Yatırım ve tasarruf değişkenlerine planlanan düzeyde birbiri ile pek uyumlu olmayan değişkenler olarak bakılabilir. Gelirin yatırım ve tüketim mallarıyla bölüşümünün, gelirin tasarruf ve tüketim harcamalarıyla bölüşümü ile aynı olması gerekmez. Aksi takdirde ekonomilerde planlanan düzeyde yatırımlar ve tasarruflar eşit olsaydı ne kâr ne de fiyat değişmesi olurdu.

Fiyatlardaki değişme enerji fiziğindeki parçacıklara benzer, farklı enerji düzeyleri farklı parçacık ve maddeler yaratır. Fiyat ve fiyat artışları da kapitalistler/firmalar için çok önemlidir. Fiyat sisteminin yatırımlara ve girişimcilere birikim/kaynak yaratması, sermaye varlıkları için yeterince yüksek fiyatlar yaratmasına bağlıdır. Bu açıdan bakıldığında fiyatlar sadece bir kaynak dağıtım aracı değildir. Fiyatlar kârları taşıyan parçacıklardır. Fiyatlar ekonomide öyle nakit akımları (gelirler) yaratmalıdır ki girişimci/firma veya kapitalisti onaylasın, doğrulasın. Hem reel sektör hem de finansal sektör açısından kapitalist ekonominin iyileşmesi için aynı zamanda gelecekteki yatırım ve kredi koşulları hakkında da olumlu bir beklenti olması gerekir. Böylece fiyatları artan bir ekonominin iyi işlemesi için gerekli yatırım-kredi yaratım süreci daha rahat gerçekleşir (Minsky, 2013).

Kredilerin merkez bankaları tarafından kontrol edilebileceği hipotezi tartışmalıdır. Para, merkez bankasından ziyade finansal sistemin yatırım harcamalarını finanse ederken ortaya çıkan tahvil gibi bir araçtır. Ekonomide paranın ne olduğu ekonominin işleyişine, kurumlara bağlı olarak şekillenmekte, bu süreçte birçok para yaratılmaktadır. Para arzına, talebe duyarlı içsel bir ekonomik değişken olarak bakılırsa, $\Delta \text{Banka İşletme ve Sanai Kredi Büyüklüğü} > \Delta \text{PPA}$ eşitsizliğinin geçerli olacağı, yani merkez bankalarının faiz politikasının para, kredi ve gelir dağılımı üzerinde bir etkisinin olmayacağı görülmektedir.

2- Para Politikasının Gelir Dağılımı Üzerine Etkisi

Para politikası gelir dağıtım sürecini iki yoldan etkiler: Gelir kompozisyonu ve sermaye çeşitlilięi³. Gelir kompozisyonu toplam gelir içerisinde işgücü ve sermaye gelirin nispi ağırlığını ifade ederken, sermaye çeşitliliği ise finansal varlıkların getiri oranlarını etkilemesidir.

Post Keynesyen analizde para gelecekle ilgili belirsizliklerin hafifletilebileceği ve para söz konusu sözleşme düzenlemelerinin yerine getirilmesine olanak sağlayan araçları temsil eder. Sözleşmeden doğan davranış, içsel organizasyon değişimi, kurumsal gelişim ve para ve finansal yenilik, belirsiz bir ortamın getirdiği kısıtlamaların azaltılmasını sağlar. Bununla birlikte Post Keynesyen bakış açısı ile, toplam talep koşulları gelir dağılımını belirleyen en önemli unsurdur. Ücret/kar oranı ise toplam talep gelir dağılımını belirler. Günümüz temel problemi ekonomik büyüme olmadan faiz mekanizması ile ücret/kar oranının tekrar belirlenmesidir. Durağan durumda sermayedeki amortisman karını etkileyen temel değişken merkez bankalarının

³ Merkez bankasının para politikası asimetrik faiz koridoru ve değerli kağıt alım satımına dayanmaktadır.

politikaları haline gelmektedir (Rosenbaum, 2015; Lovoie,2014). Bu durum hem büyüme olmadan amortisman karındaki artışa hemde ücret/kar oranında eşitsizliğe neden olmaktadır.

Merkez bankası faiz politikası ile hane halkının dönemler arası marjinal ikame oranı ve sermayenin marjinal getiri oranına göre faizi ayarlayarak hem nispi geliri hem de sermaye kompozisyonunu etkiler. Faiz politikası bankaların rezervlerini doğrudan kontrol etmeye dayandığından, bankacılık sistemi klasik bankacılık faaliyetlerinden uzaklaşarak rezerv taleplerinin finansal enstrümanlara dayandırılmasına neden olmuştur. Bilhassa faiz oranının büyüme oranından büyük olduğu durumda, finansal piyasaların hem re-finansman maliyetini hem de yeniden yatırım koşullarını etkileyerek gelirin yeniden dağıtımına doğrudan etki etmeleri sermayenin kompozisyonunun değişmesine neden olmuştur. Öyle ki firmalar reel sermaye stoku artışına neden olacak uzun vadeli kâr yatırımları yerine yüksek fakat riskli kısa vadeli finansal yatırımlara yönelmişlerdir.

Faiz politikası, bilhassa faiz koridor sistemi, aynı zamanda döviz kurunun belirli bir oran etrafında dalgalanmasını garanti altına aldığından, hem finansal kesimin hem de reel kesimin dışarıdan borçlanma sürecinin artmasına, kaldıraç oranlarının yükselmesine, sermaye birikim sürecinin dışarıya kanalize olmasına neden olmaktadır. Bu durum ise ikili bir yapı ortaya koyarak sermayenin etkin dağılmamasına neden olacaktır.

Fiyatların sabit olduğu bir durumda gelirin yeniden dağıtım rolünü varlık fiyatları üstlenmiştir. Faizin bu şekilde kullanılması, bilhassa yüksek gelir grubundaki varlık sahiplerinin gelirlerinin erimemesi konusunda garanti verir. Bu durum, gelir yaratım sürecinin reel sektörden finansal sektöre kaymasına, böylece finansal piyasaların reel ekonominin yerine geçmesine ve krediye son derece bağımlı bir sistem yaratmasına neden olur. Reel sektörün azalan üretimi nedeniyle açığa çıkan işgücü ya hizmet sektörüne kanalize olacak ya da işsiz kalacaktır. Her iki durumda da ücretler düşecek ve gelir dağılımının bozulmasına neden olacaktır⁴. Merkez bankalarının izlediği yüksek faiz ve kredi politikası bu durumun daha da kötüleşmesine neden olacaktır.

Nitekim Duarte ve Schnabl (2017) çalışmalarında 3 gelişmiş ülkenin (Almanya, Japonya ve ABD) merkez bankalarının faiz politikalarının gelir dağılımındaki rolünü ortaya koymuşlardır. Yazarlara göre, merkez bankalarının toplam varlık alım politikaları kredi hacmini artırarak daha riskli

⁴ Stiglitz (2015) çalışmasında, gelir dağılımının, verimlilik artışından ücretli ve sermayedarın aldığı pay oranları olarak hesaplanması gerektiğini vurgulamaktadır. Buna göre, verimlilik artışı ücret artışının üzerinde seyrediyorsa sermayedarın payı artmış, dolayısıyla gelir dağılımı bozulmuş demektir.

yatırımların ortaya çıkmasına neden olmakta, riskli yatırımların finansal piyasalarda değerlendirilmesi riski hem reel sektörde hem de finansal sektörde yaygınlaştırmakta, ancak bu durumda finansal piyasalardaki gelir reel sektörün kâr marjlarından daha fazla olmakta ve böylece gelirin reel sektörden finansal sektöre kaymasına neden olmaktadır.

Bu durum, aynı zamanda marjinal etkinliği düşük yatırım projelerinin hayata geçmesine, buna karşın kâr paylarının, dağıtılmamış kârların ve faiz ödemelerinin artmasına yol açmaktadır. Böylelikle ekonomik süreç katma değeri yüksek üretimden daha emek yoğun üretime geçmekte, fakat reel ücret gelirlerinin düşmesiyle yatırım-tasarruf süreci istikrarsızlaşmaktadır. Hein'e (2018) göre bunun temel nedeni, finansallaşma ile birlikte hem sermayedarın hem de rantıye sınıfının artan gelirlerinin garanti altına alınmasıdır. [Furceri vd. \(2017\)](#), 32 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için yaptıkları çalışmalarında, faiz oranlarındaki beklenilmeyen artışın kısa vadede eşitsizliği (eşitsizliği Gini katsayısının standart sapması olarak almışlardır) ortalama %1.25, orta vadede ise %2.25 artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Bu durum, Cairo ve Sims'in (2017) çalışmalarında ortaya koyduğu gibi, finansal piyasalardaki istikrarsızlığı gelir dağılımı bozukluğunun bir nedeni olarak karşımıza çıkarmaktadır.

Bununla birlikte, Türkiye gibi ülkelerde fiyat istikrarı, bilhassa daraltıcı para politikası, sermaye hareketleri vasıtasıyla borç bazlı talep artışı ile reel gelir açığına neden olarak tüketimi artırmakta, dış ticaret açığına neden olmaktadır. İzlenen politika neticesinde ekonomik yapı temelden bozulduğu için, makro ihtiyatı tedbir araçları altında dahi reel gelir açığı ve dış ticaret dengesizliği düzelmemektedir. Dolayısıyla kapalı bir ekonomide toplam talebi azaltan faiz, Türkiye gibi dışa açık küçük bir ülke söz konusu olduğunda, toplam talebi artıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Nitekim Dişbudak ve Süslü (2007) çalışmalarında Türkiye ekonomisindeki büyümenin kısa vadede gelir dağılımını bozucu etkiye sahip olduğunu ortaya koymuşlardır.

Fiyat istikrarı ile birlikte finansal piyasanın da istikrarının sağlanması finansal piyasaların getirilerinin ücretlerden çok daha fazla artmasına neden olmuş, reel gelirdeki azalma ile birlikte finansal sermayenin büyümesi kredili tüketimi artırmıştır. Dolayısıyla fiyat istikrarı hem tasarruf-tüketim yapısının hem de gelir dağılımının bozulmasına yol açmıştır. Casiraghi vd. (2016) çalışmalarında 2008 öncesi para politikasının, özelde de faizin kaldıraç etkisinin değerli kağıtların nominal değerlerini artırdığını ve bunun sonucunda ortaya çıkan kriz sonrasında izlenen geleneksel olmayan politikaların geliri yine ücretli kesimden sermaye gelir gruplarına transfer ettiğini vurgulamışlardır.

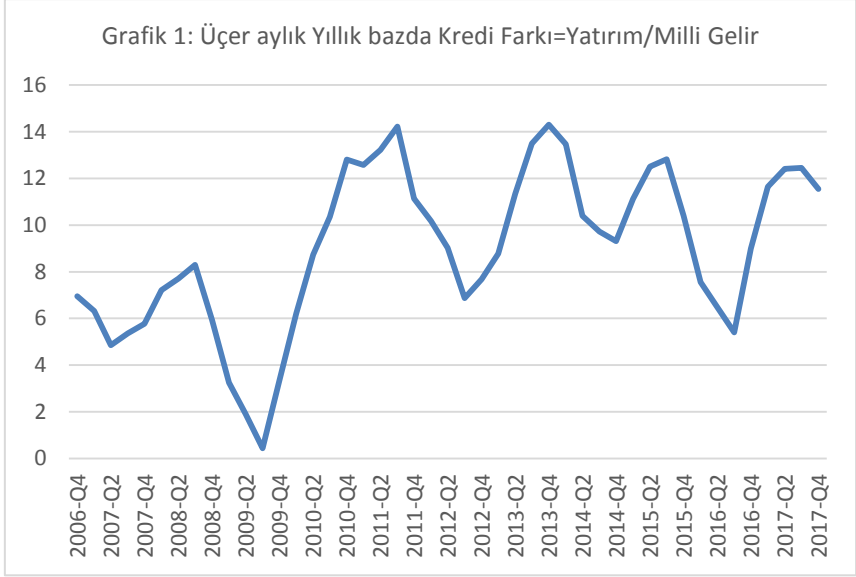
Para politikasındaki değişikliklerin gelir dağılımı üzerindeki etkisi, yaratılan gelirden işgücü ve sermayedarın ne kadar pay aldığına ve (yeniden

dağıtım politikalarını belirleyen) kurumsal yapıya göre ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Casiraghi vd. (2016) çalışmalarında, [Furceri](#) vd. (2017) çalışmasından farklı olarak, geleneksel olmayan para politikalarının dağıtım kanalları üzerine etkisini incelemiştir. Bilhassa 2008 krizi sonrası merkez bankalarının varlık alım programları ve değerli kâğıt swap'ına dayanan açık piyasa işlemleri piyasaları daha da finansallaştırarak gelirin sermaye grupları lehine tekrar dağıtılmasına neden olmuştur. 2008 öncesi para politikasının ve özelde faizin kaldıraç etkisinin değerli kâğıtların nominal değerlerini bu şekilde artırması, ardından ortaya çıkan küresel kriz sonrasında izlenen geleneksel olmayan politikalar geliri tekrar ücretli kesimden sermaye gelir gruplarına transfer etmiştir.

3- Türkiye'de Gelir Dağılımı ve Para Politikası

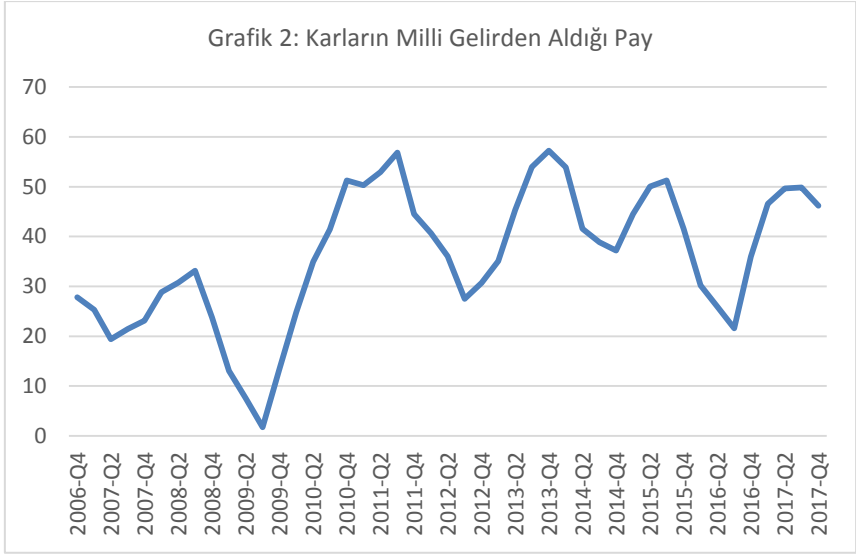
Yukarıda belirtildiği gibi, yatırımlar firmalar için finansal yükümlülük doğurur. Firmaların içsel kaynakları yanında özellikle dışsal kaynakları dikkate alındığında, kredilerin gelişimi ve kârların (kapatlist kesimin) gelirden aldığı payı yorumlamak için (5') nolu denklem rahatlıkla kullanılabilir. Bunun için Türkiye'deki kredi gelişimi üçer aylık bazda yıllık değişimler olarak alınmıştır. Bu değişimin tamamı yatırıma eşit olmasa bile, tüketicilerin harcamaları fiyatları yükselterek yatırım gelirlerini ve yeni kredi süreçlerini desteklediğinden, yatırım kredisi gibi kabul edilmiştir. Grafik 1'de görüldüğü üzere, açık enflasyon hedeflemesinin başladığı 2006 yılından itibaren üç aylık bazda yatırımların milli gelire oranı ortalama %5'lerde iken, 2010 yılından itibaren hızlı yükselişle bu oran ortalama %10,5 olarak gerçekleşmiştir⁵.

⁵ Grafiklerdeki veriler TCMB veri dağıtım sitesinden alınmıştır.

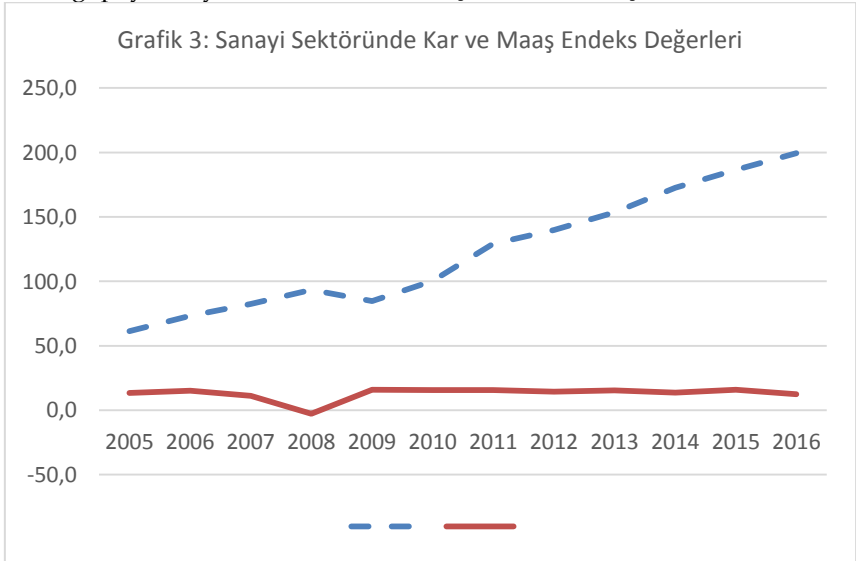


Kaleckiye modele göre kapitalistler harcadıklarından daha fazla kazanacaklardır. Bu açıdan kârların milli gelirdeki payını bulmak istediğimizde (5') nolu denklemdeki çarpan ile yatırımların milli gelire oranını çarpmak gerekir. Türkiye'de 2005-2017 döneminde tüketim harcamalarının milli gelire oranı ortalama %76 ve ortalama çarpan büyüklüğü de 4,16'dır⁶. Toplam kârların milli gelire oranı ortalama olarak, Grafik 1'deki veriler ile 4.16~4 çarpılarak rahatlıkla bulunabilir.

⁶ Bu oran harcamalar yönünden milli gelir serisi kullanılarak yazarlar tarafından hesaplanmıştır.



Grafik 2’de görüldüğü üzere, kârların milli gelir içindeki payı %30’larda iken bu pay 2017’de milli gelirin % 50’sine ulaşmıştır. Bu hesaplamamanın sonucunun, toplumun gelir açısından en yukarıdaki %20’lik diliminin aldığı pay ile uyumlu olması dikkat çeken bir sonuçtur⁷.



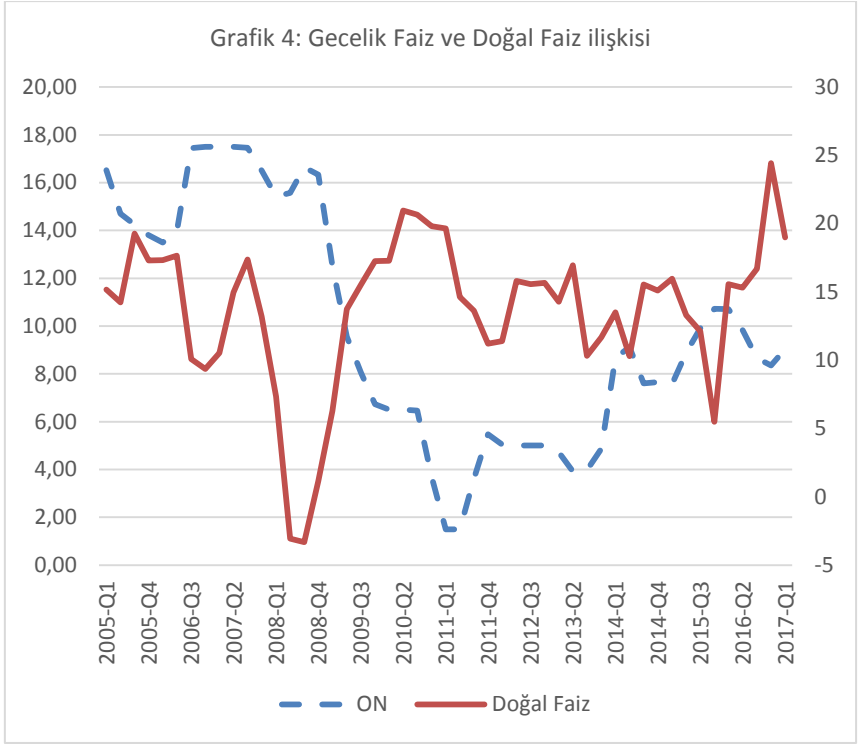
⁷ Daha detaylı bilgi için bakınız, “Regional Human Development Report 2016, The Case Study on Income and Social Inequalities in Turkey”

Yukarıda ortaya konan bu çıkarsama Grafik 3 ile de kanıtlanmaktadır. Finansallaşma beraberinde varlık getirilerini artırırken sabit ücretlinin reel gelirini düşürmüştür. Sanayi sektöründe ücret endeksi pek değişmezken ciro endeksindeki artış yukarıda yer alan Grafik 2'nin farklı bir görüntüsü olarak yorumlanabilir.

Bu makalede ekonomideki para miktarının içsel olduğu, merkez bankalarının bu süreç üzerindeki etkisinin çok sınırlı olduğu savunulmaktadır. İktisat literatürde, veri teknoloji altında, doğal faiz oranı reel ve finansal sektörün kâr oranının farklı bir yüzüdür. Kârlar artarken faiz de artar. Walsh (2010) çalışmasına dayanarak doğal faizi büyüme artı enflasyon olarak alabiliriz. Temel para politikası önermesi cari faizin doğal faizi etkileyebildiği kabulüne dayanır: Merkez bankası para politikası ile hem reel hem de finansal sektörün kârlarını faiz enstrümanı ile yönlendirebilmektedir⁸. Bunun için gecelik faizler enstrüman aracı olarak alınmıştır.

Taylor Kuralı'na göre hem reel sektörün hem de finansal sektörün aldığı yatırım ve tüketim kararlarında büyüme ve fiyatlama davranışlarının egemen olduğu doğal faiz etkin rol üstlenmektedir. Teorinin test edilebilmesi adına 2005-2017 dönemi için Türkiye'deki faizlerin gelişimi Grafik 4'te verilmiştir.

⁸ Daha detaylı bilgi için Baydur, Süslü ve Bekmez, (2005).



Grafik 4'te, yukarıda belirtildiği gibi, enflasyon artı büyüme oranının doğal faiz olduğu varsayımı ile, merkez bankasının faiz enstrümanı ile doğal faiz arasındaki ilişki ortaya konulmuştur. 2009 yılına kadar merkez bankasının faiz enstrümanının doğal faizi takip ettiği görülürken, bilhassa 2010 sonrası merkez bankası para politikasının doğal faizi etkileyemediği veya iki serinin ayrıştığı anlaşılmaktadır.

Tablo 1: Gecelik Faiz ve Doğal Faiz Korelasyon Sonuçları

Gecelik Faiz	Doğal Faiz
1.000000	-3.301666
Doğal Faiz	Gecelik Faiz
1.000000	-0.302877

Tablo 1’de gösterilen korelasyon sonucuna göre iki değişken birbirini negatif etkilediğinden anlamsız bir ilişki vardır. Aynı sonuca grafikten vasıtasıyla da ulaşılmaktadır. 2009 yılına kadar uluslararası sermaye hareketlerine bağlı olarak doğal faiz azalırken, 2010 sonrası uluslararası finansal piyasalardaki istikrarsızlıkla beraber doğal faiz azalma göstermiştir.

Yukarıda belirtildiği gibi, bu durumdaki en büyük etken, 2008 finansal krizi ile birlikte finansal piyasaların istikrarsızlaşmasıdır. Merkez bankasının para politikası aracı ile doğrudan gelir dağılımına etki edemediği, en fazla reel sektörle finansal sektör arasında kârların dağılımını etkilediği söylenebilir. Tablo 2’de görüldüğü gibi, Merkez bankasının gecelik faizleri ile bankacılık sektörünün kârları arasındaki %15’lik pozitif yönlü korelasyon da bu ilişkiyi ifade etmektedir.

Tablo 2: Banka Karları ve Gecelik Faiz Korelasyon Sonuçları

Banka Karları	Gecelik Faiz
1.000000	0.155312
Gecelik Faiz	Banka Karları
1.000000	0.155312

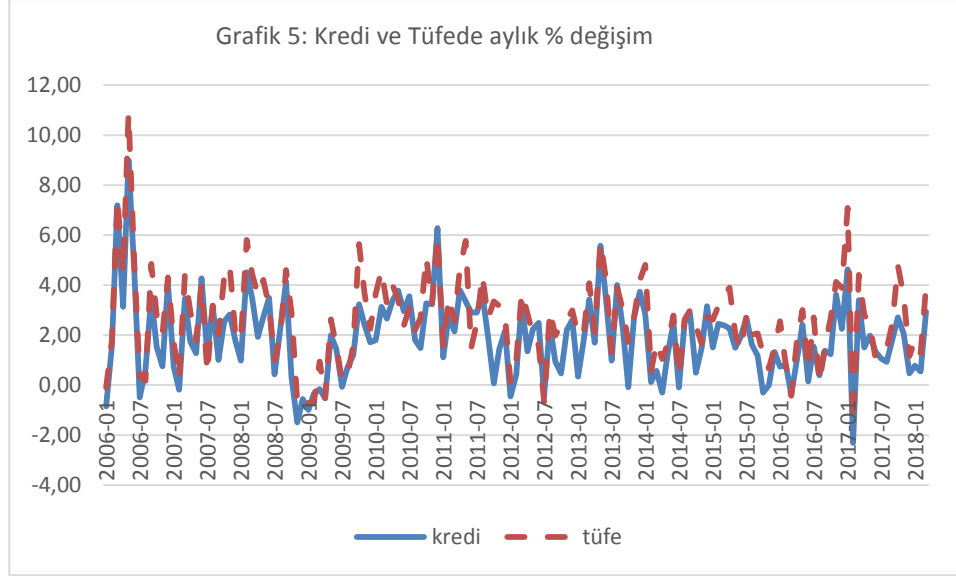
Dolayısıyla firmaların kârlarını, yatırım beklentilerini ve en önemlisi de kaynak dağılımını etkileyen merkez bankası politikaları değil finansal piyasaların istikrarlı olup olmadığıdır, beklentilere uygun bir şekilde kredi elde edilip edilemediğidir.

Fiyatlar açısından da ilginç bir saptama yapılabilir. Türkiye ekonomisinde enflasyon beklentisi fiyatlamada davranışlarını yapısal olarak etkilemiştir. Firmalar fiyatlarını sık sık değiştirmekte, böylece kâr marjlarından taviz vermemekte, kredi ve finans koşullarına uygun bir fiyatlamada yapmaktadırlar⁹.

Grafik 5’te ekonomideki kredi ve fiyatların birbiriyle uyumlu bir şekilde hareketi resmedilmektedir. Bu uyum, ekonomik faaliyet düzeyine göre para yaratıldığı şeklinde yorumlanabilir. Reel sektör finansal piyasalardan

⁹ Süslü ve Yılmaz (2018)’in çalışmalarına göre Türkiye ekonomisinde ortalama fiyat değişim sıklığı 1.4 aydır. Bu Türkiye ekonomisinde fiyatların esnek olduğu anlamına gelmektedir.

kaynak buldukça kârını artırmış, bu hem reel sektörün hem de finansal sektörün yaratılan servetten daha fazla pay almasına neden olmuştur.



SONUÇ

Bu çalışmanın amacı, Kalecki/Post-Keynesyen bir bakış açısı ile gelir ve yatırım arasındaki sürece bağlı kalınarak, merkez bankasının para politikasının gelir dağılımını ne yönde etkilediğini bulmaktır.

Ortaya konulan modele göre, ekonomideki gelir dağılımı yatırım düzeyine bağlıdır. Yatırım düzeyinde sermaye ve finans piyasalarının işleyişi önemlidir. Özellikle sabit sermaye mallarının üretimi için etkin işleyen finansal piyasalara ihtiyaç vardır. Firmalara kredi verilmesi ile para miktarındaki artış, yatırım veya sermaye varlıklarına olan efektif talebi, fiyatları ve firmalar ile kapitalistlerin gelirden aldığı payı artırır. Kredilerdeki net değışmenin milli gelire oranına bakıldığında, 2010 yılından önceki dönemde üç aylık bazda yatırımların milli gelire oranı ortalama %5'lerde iken 2010 yılından itibaren bu oran ortalama %10,5 seviyesine yükselmiştir. Bu yükselmeye bağlı olarak, kapitalistlerin gelirden aldığı pay %30'larda iken bu pay 2017'de milli gelirin %50'sine ulaşmıştır.

Para politikası ile toplam talebi, dolayısıyla da gelir dağılımını etkileme gücü açısından doğal faiz ile TCMB'nin gecelik faizi arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu ilişkinin yanında, kredilerdeki değışimin zaman serisi ile tüketici fiyat serisinin birbiriyle bütünleşik oluşu dikkate alındığında, ekonomideki para miktarının içsel olduğu ve gelir dağılımını etkilemediği

önermesinin geçerli olduğu söylenebilir. Para politikasının, bankacılık sektörünün kararları ile TCMB'nin faizi arasındaki pozitif korelasyona dayanarak, finansal olan sermaye ile sanayi arasındaki gelir dağılımını etkilediğini söyleyebiliriz.

Sonuç olarak, piyasa ekonomisinde gelir dağılımı, kapitalistlerin beklentilerine ve finansal imkânlarına bağlıdır. Tuhaftr ki, kapitalistler/firmalar kredi ve finansmanı bulabildikleri sürece kendi beklentilerini doğrulayabilmektedirler. Kapitalizmde gelir dağılımı, kapitalistin yatırım ve finansman bulabilmesinin bir fonksiyonu olarak para otoritesine değil yine kapitalistin kendisine bağlıdır. TCMB'nin izlediği para politikaları finansal piyasalarda istikrarsızlık yaratarak, doğrudan olmasa bile, dolaylı yoldan gelir dağılımına etki edebilmektedir. Finansal piyasalardaki istikrarsızlıkla birlikte gelir dağılımının sabit gelirli ve ücretli kesimden diğer kesimlere geçişi artmaktadır.

KAYNAKÇA

- Baldemir, E., ve Süslü, B. (2008), Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modigliani-Miller Teoremi, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 259-268.
- Baydur, C. M., Suslu, B. ve Bekmez, B. (2005), [Monetary Policy Analysis for Turkey in a Game Theoretical Perspective](#), *Istanbul Stock Exchange Review*, 29(8), 39-64
- Baydur, C.M. (2015), Keynes'e Göre Tanımlanmış Bölüşüm İlişkileri Altında Yeni Phillips Eğrisi ve Para Politikasının Sınırları, *Bankacılar Dergisi*, 26(93), 82-105.
- Cairo, I., Sims, J. (2017), Income Inequality, Financial Crises and Monetary Policy. https://editorialexpress.com/cgi-in/conference/download.cgi?db_name=SED2017&paper_id=1433, adresinden ve (04.04,2017) erişildi.
- Casiraghi, M, Gaiotti, E., Rodano, L. ve Secchi, A. (2016), A Reverse Robin Hood"? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households. *Banca D'Italia Working Paper: 1077*, 07. 03.2017 tarihinde http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2016/2016-1077/en_tema_1077.pdf adresinden erişildi.
- Davidson, P. (1992), Reforming the World's Money, *Journal of Post Keynesian Economics*, 15 (2), 153–80.
- Dişbudak C., Süslü, B. (2007), Türkiye'de Kişisel Gelir Dağılımını Belirleyen Makroekonomik Faktörler, *Ekonomik Yaklaşım*, 18 (65), 1-23

- Duarte, P., Schnabl, G. (2017), Monetary Policy, Inequality and Political Instability. *CESIFO Working Paper no 6734*, (Ocak, 2018) tarihinde http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp6734.pdf adresinden erişildi.
- Dutt, A.K. (1984), "Stagnation, Income Distribution and Monopoly, Power". *Cambridge Journal of Economics*, 8(1), 25-40.
- Furceri, D., Loungani, P. ve Zdziencilka, A. (2016), The Effects of Monetary Policy Shock on Inequality. *IMF Working Paper WP/16/245*, (Aralık 2017) <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16245.pdf> adresinden erişildi.
- Halevi J., Peter K. (2016), Kalecki, Classical Economics and the Surplus Approach, *Post-Keynesian Essays From Down Under Volume I: Essays On Keynes*, ed. Joseph Halevi, G. C. Harcourt, Peter Kriesler, J. W. Nevile içinde *Harrod And Kalecki Theory And Policy In An Historical Context*, , USA: Palgrave Macmillan
- Hein, E. (2018), Inequality and growth: Marxian and post-Keynesian/ Kaleckian perspectives on distribution and growth regimes before and after the Great Recession. *Working Paper, Institute for International Political Economy*, No. 96/2018, (16.03.2018) tarihinde <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/175322/1/1013865596.pdf> adresinden erişildi.
- Kalecki, M. (1989), *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*, England: Unviversity Cambridge Press.
- Keynes, J.M. (1936), *Genel Teori*, Çev: A. Baltacıgil, Minnetoğlu Yayınları, İstanbul 1980
- Lavoie, Marc (2014), *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. USA: Edward Elgar Publishing
- Minsky, P.M. (2013), *İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı*, (O. Esen, çev.), Ankara: Efil Yayınları.
- Piketty, T. (2014), *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Rosenbaum, Eckehard. (2015), "Zero Growth and Structural Change in a Post Keynesian Growth Model, *Journal of Post Keynesian Economics*, (37) 4, 623-647.
- Sawyer, M. (1994), Post-Keynesian analysis and industrial economics, Ed. M. Sawyer İçinde *Unemployment, Imperfect Competition and Macroeconomics: Essay in the Post-Keynesian tradition*, Aldershot, UK and Brookfield, US: Edward Elgar

- Sraffa P. (1960), *Malların Mallarla Üretimi*, (Çev: Ümit Şenesen), Yordam Kitap, İstanbul.
- Stiglitz, J. E. (2012), *The price of inequality, USA: Allen Lane Penguin Group*.
- Stiglitz, J. E. (2015), New Theretical perspective on The Distrubution of Oncome and Wealth Among Individuals: part 1. The Wealth Residual. *NBER Working Paper*, No. 21189.
- Süslü, B., Yılmaz, E. (2018), Why do prices change more frequently in Turkey? Alternative Approach. *4th International Conference on Applied Theory, Macro and Empirical Finance*, 2-3 Nisan, Yunanistan
- Tokucu, E. (2012), Hyman Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Çerçevesinde Finansal Krizler Ve Çözüm Önerileri. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 67(2), 189-212
- UNDP, (2016), Regional Human Development Report 2016, The Case Study on Income and Social Inequalities in Turkey. (09.04.2018) tarihinde http://www.tr.undp.org/content/dam/turkey/Turkey_Country_income_and_social_inequalities. adresinden erişildi.
- Jackson, Tim and Peter A. Victor (2015), "Does Credit Create a 'Growth Imperative'? A Quasi-Stationary Economy with Interest-Bearing Debt", *Ecological Economics* (120), 32-48.
- Walsh, C. (2010), *Monetary Theory and Policy*, Cambridge Massachusetts: The MIT Press.
- Webster, Elizabeth. (1999), "-Techological progress and efektifiv demand: A kaleckian perspective"-, ed. Peter Kriesler, Claudio Sardoni, içinde *Keynes, Post Keynesianims and Political Economy*, vo.13, London: Routledge.
- Yılmaz E., Süslü B. (2016), Turkish Non-Core Bank Liabilities, *South-Eastern Europe Journal of Economics*, Vol 14(1)

