

**FİNANS TEORİSİ KAPSAMINDA PARA ARZI BİLEŞENLERİ ÜZERİNE BİR İNCELEME:  
TCMB ÖRNEĞİ**

**Mehmet Hasan EKEN**

Prof. Dr., Kırklareli Üniversitesi, UBYO Bankacılık ve Finans Bölümü, Lüleburgaz, Kırklareli  
mehmethasan.eken@klu.edu.tr

**Süleyman KALE**

Doç. Dr., Kırklareli Üniversitesi, UBYO Bankacılık ve Finans Bölümü, Lüleburgaz, Kırklareli  
suleymankale@klu.edu.tr

**Özet**

**Amaç:** Bu çalışmada fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik para arzının kontrolü sürecinde TCMB tarafından kullanılan para arzı tanımları ve para arzına dâhil edilen kalemler incelenip, para arzı tanımı finans teorisi bakış açısıyla incelenecektir.

**Yöntem:** Literatür ışığında para arzı tanım ve bileşenleri kavramsal olarak ele alınıp analiz edilmektedir.

**Bulgular:** Merkez bankaları para arzını kontrol ederek esas görevleri olan paranın satın alma gücünü koruma faaliyetlerini yerine getirmektedirler. Finans piyasalarının gelişmesine ve derinleşmesine paralel olarak, süreç içerisinde para arzı tanımları da farklılık gösterebilmektedir. Bu değişikliklerin kuşkusuz para politikaları üzerinde de etkiler oluşturmuştur. Bu çalışmada TCMB para arzı tanımları esas alınarak para arzı bileşenlerinin finans teorisi açısından bir analizi yapılmıştır. Bu analiz esas olarak para arzı bileşenlerinin paranın özellikleri esas alınarak puanlanması şeklinde gerçekleştirilmiştir. Bu çalışma ile yapılan en önemli katkı paranın özelliklerinden biri olan homojenlik özelliğini, risksizlik kavramı ile puanlamaya dahil ederek finans teorisi açısından para arzı bileşenlerine farklı bir bakış açısı getirmek olmuştur.

**Anahtar kelimeler:** Para Arzı, Merkez Bankası, Enflasyon

**AN ANALYSIS OF MONEY SUPPLY COMPONENTS CONSIDERING FINANCIAL THEORY: CBRT CASE**

**Abstract**

**Objectives:** This study analyzes different money supply aggregates defined by CBRT in the light of financial theory, and their components with the objective to achieve and maintain price stability.

**Methods:** In the light of literature analysis, definition and components of different money supplies are handled and discussed based on theoretical framework.

**Results:** Central banks main goal is to achieve and maintain price stability by controlling money supply. In parallel to development and deepening of financial markets, definition and content of money supply aggregates may change. These changes certainly effect, also, the way monetary policies applied. This study discusses the components of money supplies based on financial theory by scoring money supply components based on assigning different weights according to properties of money. Main contribution of this study is associating homogeneity of money together with risk perspective of monetary components.

**Keywords:** Money Supply, Central Bank, Inflation

## Giriş

Merkez bankaları para arzını kontrol ederek esas görevleri olan paranın satın alma gücünü koruma faaliyetlerini yerine getirmektedirler. Nitekim Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) internet sayfasında yer alan "Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır" ifadesi ile fiyat istikrarının korunmasının temel amaç olduğu açık bir şekilde kamuoyuna ilan edilmektedir. Elbette fiyat istikrarının sağlanması sadece ve sadece para politikaları ile ulaşılan bir amaç değildir. Kuşkusuz maliye politikalarının da bu amaca ulaşılması ya da ulaşılmaması üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Bu çalışmada fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik para arzının kontrolü sürecinde TCMB tarafından kullanılan para arzı tanımları ve para arzına dâhil edilen kalemler incelenip para arzı tanımı finans teorisi bakış açısıyla incelenecektir.

### 1. Paranın Tanımı

Günümüzde kullanılan çağdaş para türüne ulaşınca kadar insanlık tarihi boyunca takas (bir malın başka bir mal ile değişimi) işlemlerinden başka çok farklı materyal para olarak kullanılmıştır. Artan ticaret ve takas işleminin pratik zorlukları nedeniyle ortak bir değişim birimine ihtiyaç duyulmuştur. Çatal-bıçak gibi mutfak araçlarının minyatürlerinin Çin'de değişim aracı olarak yani para olarak M.Ö. 1100 civarlarında kullanıldığı için ilk para türü olduğuna işaret edilmektedir (Beattie, 2015). Günümüzde kullanılan metal para türüne benzer ilk paranın ise M.Ö. VII. yy civarlarında Batı Anadolu'da bulunan Lidya uygarlığı tarafından geliştirildiği belirtilmektedir (Davies, 2002). Kuşkusuz bu dönemde değişim aracı olarak kullanılan metal paraların değeri içerdiği altın ve/veya gümüş miktarına göre değişiyordu.

Bugün kullandığımız kâğıt paraların ilk örnekleri bankalar tarafından çıkarılan ve üzerinde yazılı miktarda metal parayı ödemeyi taahhüt eden bankaların notlarından oluşmaktaydı. Bunun ilk örneklerinin İngiltere'de ortaya çıktığı görülmektedir (Smith, 1936). Hızla artan ticaret ile Avrupa ve Amerika'da da bu tür para hızla yayılmıştır. Bu ilk kâğıt para (banka notları) türü özellikle belli miktarda altın ya da gümüşü ödemeyi taahhüt etmesi nedeniyle, günümüzde kullanılan ve değerini ait olduğu devletin iktisadi ve siyasi gücünden alan fiat para ya da modern para türlerinden farklıydı. Günümüzde kullanılan para türleri de aslında ilk zamanlarda altına dayalı para olarak oluşturulduysa da Bretton-Woods sisteminin yıkılmasından sonra Dünya üzerinde farklı ülkelerde kullanılan para birimleri, değerini sadece ve sadece onu çıkaran devletin iktisadi ve siyasi gücünden almaktadır.

Kısa para tarihine ilişkin bilgilerden sonra para, devletler tarafından hükümlerle gücüne dayanılarak basılan ve ait olduğu ülke içinde halk tarafından değişim aracı olarak kullanılan kâğıt ve metal varlıktır. Bu para türlerinin değerleri, üzerinde yazılı olan değerdir ve altın ya da başka bir değerli madene bağlı değildir. Bu para türünün fazla basılması değerini azaltırken, kıtlığı ise değerini arttırabilmektedir. Bu paraların uluslararası ticarete kullanılma kabiliyetleri ise diğer ülkelerin bu para birimlerine verdikleri değer ve dolayısıyla bu para birimlerine yönelik talepleriyle doğru orantılıdır. Talep edilen bir para birimi, diğer para birimlerine karşı değer kazanırken, talep edilmeyen para birimleri ise sürekli değer kaybetmektedirler.

Kuşkusuz talep edilen ve edilmeyen bütün fiat para birimleri, zaman içerisinde gerçek varlıklara (gıda ürünleri, enerji ürünleri, sanayi ürünleri, değerli metaller vs.) karşı devamlı değer kaybetmektedirler. Bu değer kaybı da herkesin malumu olan enflasyon olarak tanımlanmaktadır. Bu nedenle bu para birimlerini çıkaran merkez bankaları, basıp piyasaya verdikleri paranın değerini korumayı temel görevleri olarak addetmektedirler.

### 2. Paranın Özellikleri ve Fonksiyonları

#### 2.1. Paranın Özellikleri

İnsanoğlunun iktisadi tarihi süreci içerisinde para ya da değişim aracı olarak kullandığı farklı varlıklardan edindiği deneyimler sonucunda, günümüzde para olarak kullanılacak varlıkların sahip olması gereken özellikler ortaya çıkmıştır. Bu özellikler Davies (2002) tarafından aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.

- Tanınırlık, bilinirlik ve kabul görme (Cognizability)
- Kullanılabilirlik (Utility)

- Bölünebilirlik (Divisibility)
- Taşınabilirlik (Portability)
- Yapısını ve değerini koruyabilirlik ya da tahrip edilememe (Indestructibility)
- Yeknesaklık (Homogeneity)

Günümüzde bir nesnenin para olarak kullanılması için yukarıda sıralanan özelliklerinin tamamını esas olarak taşıması gereklidir. Birinci özellik günümüzde kullanılan paraların tamamında bulunmaktadır. İstisnasız olarak piyasalarda dolaşan paralar onu çıkaran devletin gücünü arkasına alması nedeniyle kendi ülkesinde tanınıp kabul edilmektedir. Ancak diğer ülkeler tarafından kabul edilmesi, konvertibl olmasına bağlıdır. Şüphe yok ki bir paranın bu özelliğini sürdürebilmesi onu çıkaran ülkenin iktisadi ve siyasi gücüne bağlıdır. Ancak enflasyon nedeniyle değerini yitiren paralar, diğer özellikleri taşıyor olmaları halinde hala para olarak kullanılabilirler. Mamafih bir ülke iktisadi açıdan zayıflarsa ve bu nedenle parası sürekli değer kaybederse, o ülke süreç içerisinde değer kaybeden parasını yeni bir para birimi ile değiştirmek zorunda kalacaktır. Türkiye’de TL’den YTL’ye geçiş ve sonrasında yeniden TL’ye dönüş gibi.

Tabii bir paranın kullanılması elbette o para biriminin tanınırlığı, bilinirliği ve kullanım kolaylığı ile doğru orantılıdır. Elbette kullanım kolaylığı da o paranın kolaylıkla bölünebilirliği ve taşınabilirliği ile bağlantılıdır. Bölünebilirlik neredeyse bütün para birimlerinin en önemli özelliklerindedir. Bu sayede en küçük değere sahip bir ürünün (mesela bir iğne) yanı sıra yüksek değere sahip bir ürüne (mesela lüks bir otomobil ya da lüks bir kotra) ilişkin ödeme de kolaylıkla yapılabilir. Tabii taşınabilirlik aynı zamanda günümüzde elektronik ortamda transfer edilebilirliği de kapsamalıdır ki böylece para her ortamda rahatlıkla kullanılıp her türlü işlem için uygun hale gelsin.

Enflasyon dışında, bir paranın değerini yitirmesi günümüzde neredeyse imkânsızdır. Zira eskiyen ve yıpranan para onu çıkaran merkez bankası tarafından toplanıp periyodik olarak yenileriyle değiştirilmektedir. Öte yandan bankaların yarattığı kaydi paranın yıpranması ise söz konusu bile değildir. Ancak bu tür kaydi paranın taşıdığı kredi riski (onu yaratan bankanın batma riski) bu paranın bütünüyle yok olma riskini elbette canlı tutmaktadır. Bu konu finans teorisi kapsamında ileriki bölümlerde daha detaylı bir şekilde ele alınacaktır.

Yeknesaklık özelliği paranın görünüm, değer koruma, transfer edilme, tanınırlık, kabul görme özelliklerinin o paranın bütün kupür, miktar ve türleri için (metal ya da kâğıt) aynı ve değişmez olmasına işaret etmektedir. Finans teorisi kapsamında paranın yeknesaklık özelliğine risklilik durumunun da dâhil edilmesi gerekmektedir. Bu konu da ileriki bölümlerde detaylı olarak ele alınacaktır.

## **2.2. Paranın Fonksiyonları**

Ticaretin takas ile etkin bir şekilde yapılamayacağı gerçeğini dayatmasıyla geliştirilen para, ilk olarak bir değişim aracı olarak kullanılmıştır. İlk paralar altın ve gümüş olması nedeniyle aynı zamanda değer biriktirme ya da yatırım ve tasarruf aracı olma özelliklerini de taşımaktaydılar. Ekonomide bulunan bütün mal ve hizmetlerin kullanılan para birimi cinsinden belirlenmesi de ticareti kolaylaştırmaktaydı.

Ticaretten sonra paranın devlet tarafından da kabul edilip, hatta basılıp piyasaya sunulması, paranın bir muhasebe ve vergi toplama aracı olarak kullanılmasına da imkân tanımıştır. Öte yandan zaman içerisinde altına dayalı paralardan vazgeçilip fiat para türüne geçilmesiyle beraber değerinin korunması için para aynı zamanda bir ekonomi ve politika aracı olarak da kullanılmaya başlanmıştır. Yani günümüzde kullanılan para politikası araçlarıyla, fiat paranın değeri korunmaya çalışılırken, fiat paralar üzerinden alınan/verilen faiz ile ekonominin bütün unsurları da etkilenmektedir. Sözelimi sıkı para politikası dönemlerinde artan faiz oranları, firmaların finansman maliyetlerini arttırırken, gevşek para politikası dönemlerinde ise daha rahat finansman bulunurken maliyeti de oldukça düşüktür.

Günümüzde fiat para olarak tanımlanan ve değerini onu çıkaran devletin iktisadi ve siyasi gücünden alan paranın fonksiyonları Fama (1980) tarafından da ifade edildiği gibi aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Değişim aracı olması
- Muhasebe ve ölçü birimi olması
- Yatırım ve tasarruf aracı olması
- Ekonomi politikalarının aracı olması

Bir ülke yeni bir parayı çıkarıp piyasaya sunmak istediği zaman bunu rahatlıkla parayı bankalara mevduat şeklinde depo ederek yapabilecektir. Bu paranın bankalardan piyasaya çıkışı için gereken talep ise ilk etapta yasalarla oluşturulabilecektir. Paranın yasal ve resmi tek para birimi olması gibi bir yasal destek paranın piyasada ve halk arasında hızla yayılmasına ve kabul görmesine olanak sağlayacaktır. Ancak bunun sürekliliği ise paranın değerini muhafaza etmesine bağlıdır. Zira değerini yitiren bir para talep edilmez ve Gresham Yasası gereği herkes tarafından terk edilecektir. Dolayısıyla paranın değerini koruması onu çıkarıp piyasaya sunan merkez bankalarının esas görevlerini oluşturmaktadır. Bu TCMB için de geçerlidir.

### 3. TCMB Para Arzı Tanımları

Şu ana kadar tartıştığımız para türü sadece ve sadece merkez bankaları tarafından basılıp piyasaya sunulan paralar olarak ifade edildi. Bankacılık sisteminde oluşan mevduat, kredi olarak piyasaya aktarıldığında bu para bankacılık sistemine yeniden mevduat olarak geri dönmektedir. Bu sürecin tekrarı sonucu ortaya çıkan ve kaydi para olarak ifade edilen para dolaşıma sunulan para ile büyük benzerlik taşımakla beraber aralarında farklılıklar da bulunmaktadır. Mevduatın vadesiz olması onun dolaşımdaki paraya olan benzerliğini arttırırken vadeli olması ise benzerliğini azaltmaktadır. Öte yandan aşağıda TCMB tanımlamaları kapsamında para arzına dâhil edilen para piyasası araçları, fonlar ve ihraç edilen menkul kıymetlerin fiat para ile kaydi paraya benzerlikleri ve farklılıklarının fiyat istikrarını korumayı hedefleyen TCMB'nin hedeflerini, hesaplamalarını ve politikalarını önemli ölçüde etkileyebilecektir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından yapılan para arzına ilişkin tanımlamalar TCMB internet sayfasından alınan 2007/01 tarihli düzenleme ile aşağıda gösterildiği şekilde ifade edilmektedir. Bu düzenleme ile daha önce para arzı tanımında yer almayan para piyasası araçları da hesaplama ve tanımlamalara dâhil edilmiştir.

2007 Ocak ayında yapılan düzenleme ile parasal sektör tanımı Merkez Bankası ve mevduat bankalarına ilave olarak kalkınma ve yatırım bankaları, katılım bankaları ve B tipi likit fonları (para piyasası fonları) kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Bu çerçevede aşağıdaki tanımlamalar para arzı için kullanılmaktadır.

$M1 = \text{Dolaşımdaki Para} + \text{Vadesiz Mevduat (TL, YP)}$

$M2 = M1 + \text{Vadeli Mevduat (TL, YP)}$

$M3 = M2 + \text{Repo} + \text{Para Piyasası Fonları}$

Yukarıda gösterilen tanımlamalar 2011/05 tarihli düzenleme ile M3 para arzı tanımına;

Bankalarca yurtiçinde Türk Lirası üzerinden ihraç edilen ve orijinal vadeleri 2 yıla kadar olan tahvil ve bonolar eklenmiş, bu ihraçlardan, yurtiçi bankaların portföyünde tutulanlar ile yurtdışı yerleşiklerin mülkiyetindekiler düşülmüştür. Böylelikle, M3 para arzı aşağıdaki şekilde yeniden tanımlanmıştır:

$M3 = M2 + \text{Repo} + \text{Para Piyasası Fonları} + \text{İhraç Edilen Menkul Kıymetler}$

Burada sorulması gereken en önemli iki soru şudur: TCMB fiyat istikrarını korumak için hangi para arzını kontrol etmeli? Bunu kontrol ederken hangi politika araçlarını kullanmalıdır?

### 4. Para Arzı Bileşenlerinin Finans Teorisi Kapsamında Analizi

Kuşkusuz ekonomiye yeteri kadar para (kâğıt ve madeni para ya da dolaşımdaki para) aktarılması ekonominin sağlıklı bir şekilde işlemesi için gereklidir. Yeterli likiditenin olmaması ekonominin işleyişinin sekteye uğramasına neden olabileceği gibi yetersiz likidite nedeniyle ödeme sistemi de bozulabilecektir. Öte yandan ekonomiye aktarılan dolaşımdaki para miktarının aşırı fazlalığı da paranın değerinin düşmesine diğer bir deyişle enflasyona neden olabilecektir. Aşağıdaki tabloda Aralık 2005 ve Aralık 2017 döneminde para

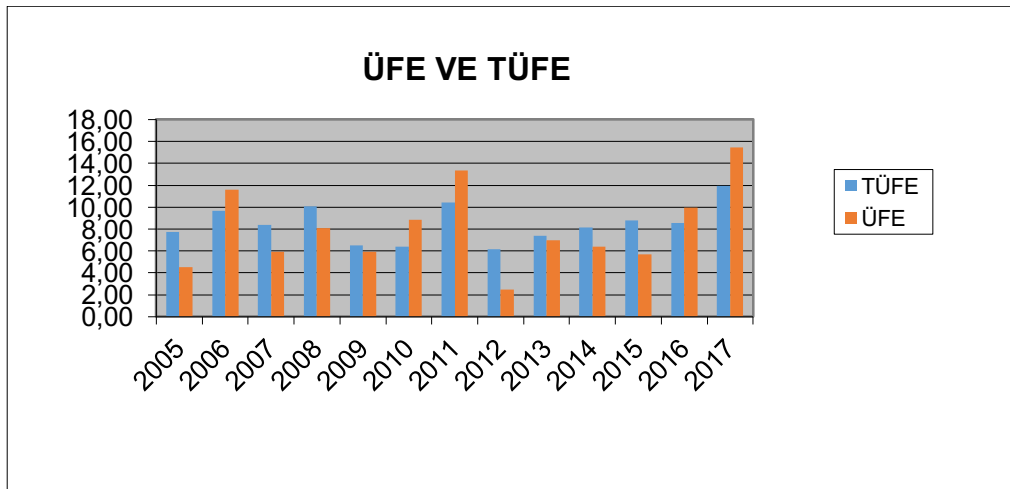
arzındaki gelişmeler rakamsal olarak gösterilmektedir. Bu süre zarfında M1 7.4 kat artarken M2 ve M3 ise sırasıyla 7.2 ve 6.8 kat artmıştır. Aynı dönemde Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla (GSYİH) ise cari fiyatlarla 4.6 kat artmıştır. Yani bu süre zarfında her üç para arzındaki artış oranı da GSYH'nin artışından fazla olmuştur. Kuşkusuz bu durum enflasyon artışına katkı sağlamıştır.

**Tablo 1: Para Arzı ve GSYİH Verileri**

| Tarih   | M1          | M2            | M3            | GSYİH         | M1/<br>GSYİH | M2/<br>GSYİH | M3/<br>GSYİH |
|---------|-------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 2005-12 | 61,991,241  | 238,801,378   | 261,306,415   | 673,699,231   | 0.09         | 0.35         | 0.39         |
| 2006-12 | 71,770,962  | 297,734,743   | 319,366,193   | 789,224,674   | 0.09         | 0.38         | 0.4          |
| 2007-12 | 76,350,721  | 344,376,752   | 368,220,168   | 880,459,480   | 0.09         | 0.39         | 0.42         |
| 2008-12 | 85,476,230  | 436,380,326   | 459,142,846   | 994,787,367   | 0.09         | 0.44         | 0.46         |
| 2009-12 | 107,346,558 | 493,060,975   | 519,002,577   | 999,188,991   | 0.11         | 0.49         | 0.52         |
| 2010-12 | 135,190,567 | 587,261,177   | 615,442,858   | 1,160,011,599 | 0.12         | 0.51         | 0.53         |
| 2011-12 | 161,212,850 | 674,409,579   | 708,766,693   | 1,394,484,145 | 0.12         | 0.48         | 0.51         |
| 2012-12 | 179,934,552 | 743,043,393   | 783,455,098   | 1,569,675,738 | 0.11         | 0.47         | 0.5          |
| 2013-12 | 229,370,150 | 908,004,749   | 948,671,068   | 1,809,722,023 | 0.13         | 0.5          | 0.52         |
| 2014-12 | 258,293,541 | 1,015,896,401 | 1,060,143,197 | 2,044,468,949 | 0.13         | 0.5          | 0.52         |
| 2015-12 | 311,646,928 | 1,189,494,063 | 1,232,282,897 | 2,338,647,494 | 0.13         | 0.51         | 0.53         |
| 2016-12 | 382,725,295 | 1,406,871,437 | 1,452,354,898 | 2,608,525,749 | 0.15         | 0.54         | 0.56         |
| 2017-12 | 450,620,427 | 1,628,019,067 | 1,686,380,035 | 3,104,906,706 | 0.15         | 0.52         | 0.54         |
| Artış   | 2.27        | 6.82          | 6.45          | 4.61          | 1.58         | 1.48         | 1.4          |

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

Aynı dönemde M1/GSYİH oranı 1.6 kat artarak %9'dan %15 seviyesine yükselirken M2/GSYİH oranı %35 düzeyinden %52 seviyesine yükselmiş ve M3/GSYİH oranı da %39 düzeyinden %54 düzeyine yükselmiştir. Bu iki oranda da sırasıyla 1.5 kat ve 1.4 kat düzeyinde artışlar gerçekleşmiştir. Para arzının milli gelire oranındaki bu gözle görülür artışın, aynı dönemdeki global likidite artışının yanı sıra iç dinamiklerden de etkilendiği muhakkaktır. İster iç ister dış kaynaklı olsun, para arzının milli gelire oranındaki artışların enflasyon üzerinde önemli etkileri olduğu açıktır. Zira aynı dönemde ÜFE ve TÜFE oranlarında da aşağıdaki grafikte de gösterildiği gibi belirgin artışlar görülmektedir. 2005 yılında %4.5 olan ÜFE 2017 yılında %15.5'e yükselirken, aynı dönemde TÜFE de %7.7'den %11.9'a çıkmıştır.

**Grafik 1: ÜFE ve TÜFE**

Kaynak: www.tuik.gov.tr

Esas olarak, fiyat istikrarını sağlamaya dönük TCMB para politikaları, para arzını kontrol etme üzerine kuruludur. Ancak burada M1, M2 ve M3 içerisinde yer alan ve dolaşıma sunulan paranın ekonomi içerisindeki

kullanımı neticesinde oluşan kaydi para ve diğer para arzı bileşenlerinin gerçekte dolaşıma sunulan paraya ne kadar benzemekte olduğu veya ne kadar benzemediği para politikasının etkileri açısından önemlidir. Şöyle ki dolaşıma verilen paraya benzemeyen bir para arzı bileşenini kontrol etmenin fiyat istikrarını sağlama amacına ne kadar faydalı olacağı belirsizdir. Bu vesileyle takip eden kısımlarda para arzının bileşenleri detaylı bir şekilde analiz edilerek dolaşımdaki paraya benzerlikleri ve farklılıkları, finans teorisi açısından tartışılacaktır.

#### 4.1. M1 = Dolaşımdaki Para + Vadesiz Mevduat (TL, YP)

TCMB M1 para arzını tanımlarken bu kısmın başlığında verilen formülü kullanmaktadır. Dolaşıma sunulan paradan (TCMB tarafından basılan kâğıt para ve darphane tarafından basılan madeni para) bankaların kasasında tutulan miktar düşüldükten sonra bulunan tutara TCMB aşağıdaki tabloda da gösterildiği gibi Bankalar Dışındaki Para ismini vermektedir. Bu tutara bankacılık sisteminin sahip olduğu vadesiz mevduat (TL ve Yabancı Para) eklendikten sonra bulunan tutara da M1 denilmektedir.

**Tablo 2:** M1 Bileşenleri

| Tarih   | M1          | Bankalar Dışındaki Para | Vadesiz Mevduat TL | Vadesiz Mevduat YP |
|---------|-------------|-------------------------|--------------------|--------------------|
| 2005-12 | 61.991.241  | 18.193.450              | 25.275.958         | 18.521.832         |
| 2006-12 | 71.770.962  | 24.439.416              | 24.522.090         | 22.809.455         |
| 2007-12 | 76.350.721  | 25.008.370              | 29.725.334         | 21.617.017         |
| 2008-12 | 85.476.230  | 29.271.922              | 33.062.653         | 23.141.654         |
| 2009-12 | 107.346.558 | 34.233.281              | 44.691.869         | 28.421.408         |
| 2010-12 | 135.190.567 | 44.346.900              | 59.558.427         | 31.285.240         |
| 2011-12 | 161.212.850 | 49.505.735              | 65.369.352         | 46.337.763         |
| 2012-12 | 179.934.552 | 53.069.688              | 73.827.984         | 53.036.879         |
| 2013-12 | 229.370.150 | 66.225.434              | 99.658.753         | 63.485.964         |
| 2014-12 | 258.293.541 | 75.393.478              | 110.112.915        | 72.787.148         |
| 2015-12 | 311.646.928 | 91.851.928              | 125.256.713        | 94.538.288         |
| 2016-12 | 382.725.295 | 111.277.230             | 158.817.606        | 112.630.460        |
| 2017-12 | 450.620.427 | 118.492.020             | 178.930.616        | 153.197.791        |

**Kaynak:** www.tcmb.gov.tr

Tablo 2’de görüldüğü gibi Aralık 2005-Aralık 2017 döneminde Bankalar Dışındaki Para tutarı 6.5 kat artmıştır. Aynı dönemde vadesiz TL ve vadesiz YP mevduatı da yani bankalar tarafından yaratılan kaydi para da sırasıyla 7.08 kat ve 8.27 kat artmıştır. Bu dönemde bankaların yarattığı kaydi para miktarının dolaşımdaki paradan daha fazla artmış olmasının, zorunlu karşılıkların düşüklüğünden kaynaklandığı düşünülmektedir. Yabancı para cinsinden vadesiz mevduatın çok daha fazla artmasının ise kur yükselişi korkusundan kaynaklanmış olduğu düşünülmektedir.

M1 içerisinde yer alan vadesiz mevduatın dolaşımdaki paraya ne kadar benzediği sorusu farklı açılardan irdelenebilir. İlk olarak dolaşımdaki para ile vadesiz mevduatın risk ve getiri açısından ele alınması gereklidir.

TCMB tarafından piyasaya emisyon yoluyla sunulan paranın [1] esas olarak hiçbir getirisi bulunmamaktadır. Finans teorisi açısından eğer getiri yoksa riskin de olmaması lazımdır. Bu çerçevede herhangi bir vatandaş eline aldığı kâğıt parayı ne kadar yıpranmış olursa olsun yenisiyle her zaman değiştirebilecektir. Yani finans teorisine uygun olarak kasada ya da yastık altında saklanan, cepte taşınan paranın riski de getirisi de bulunmamaktadır. Ancak kasada, yastık altında ve cepte bulunan paranın çalınması riski her zaman bulunmamaktadır. Bu nedenle makul insanlar ve firmalar günlük likidite ihtiyaçları için yeterli olduğunu düşündükleri parayı vadesiz mevduat olarak bankalarda tutmayı tercih edeceklerdir. Peki, aynı yorumu vadesiz mevduat için yapabilir miyiz?

**Tablo 3:** Mevduat ve Katılım Bankalarının Yarattığı Kaydi Para Miktarı: Vadesiz Mevduat

| Tarih   | Vadesiz Mevduat TL | Mevduat Bankaları | Katılım Bankaları | Vadesiz Mevduat YP | Mevduat Bankaları <sup>2</sup> | Katılım Bankaları <sup>3</sup> |
|---------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| 2005-12 | 25.275.958         | 24.222.857        | 964.545           | 18.521.832         | 17.532.926                     | 915.726                        |
| 2006-12 | 24.522.090         | 23.359.598        | 1.059.691         | 22.809.455         | 21.438.844                     | 1.282.466                      |
| 2007-12 | 29.725.334         | 28.112.689        | 1.513.204         | 21.617.017         | 20.319.056                     | 1.214.763                      |
| 2008-12 | 33.062.653         | 31.032.704        | 1.896.558         | 23.141.654         | 21.646.691                     | 1.419.191                      |
| 2009-12 | 44.691.869         | 41.556.852        | 3.073.446         | 28.421.408         | 26.481.832                     | 1.860.816                      |
| 2010-12 | 59.558.427         | 55.272.281        | 4.154.425         | 31.285.240         | 29.087.294                     | 2.153.824                      |
| 2011-12 | 65.369.351         | 60.444.906        | 4.872.642         | 46.337.763         | 41.480.994                     | 4.818.198                      |
| 2012-12 | 73.827.984         | 68.597.410        | 5.181.889         | 53.036.879         | 47.961.009                     | 5.051.921                      |
| 2013-12 | 99.658.753         | 91.021.055        | 8.527.974         | 63.485.964         | 57.626.535                     | 5.845.615                      |
| 2014-12 | 110.112.915        | 100.896.505       | 8.961.578         | 72.787.148         | 66.193.852                     | 5.952.261                      |
| 2015-12 | 125.256.713        | 114.949.734       | 9.955.127         | 94.538.288         | 85.212.747                     | 8.213.402                      |
| 2016-12 | 158.817.606        | 146.021.502       | 12.338.619        | 112.630.460        | 102.653.455                    | 8.650.394                      |
| 2017-12 | 178.930.617        | 164.307.958       | 14.182.847        | 153.197.791        | 136.612.937                    | 14.923.358                     |

**Kaynak:** www.tcmb.gov.tr

Vadesiz mevduat esas olarak mevduat bankaları tarafından gerçek ve tüzel kişiler adına emanete alınan paralar ile açılan ve talep edildiğinde geri ödenen bir tür finansal varlıktır. Diğer bir deyişle bankalar tarafından çıkarılan vadesiz, sıfır getirili ve nama bir tahvildir. Vadesinin olmaması getirisinin sıfır ya da sıfıra yakın olmasını gerektirmektedir. Dönem dönem vadesiz mevduata sınırlı da olsa faiz ödenmekle beraber özellikle faizin düşük olduğu zamanlarda bankalar tarafından vadesiz mevduata faiz verilmemektedir. Bu nedenle vadesiz mevduatın getirisi sıfırdır [2]. Peki, riski de sıfır mıdır?

Vadesiz mevduat bankalar tarafından emanete alındığından geri ödenmesi riski bankaların mali bünyelerinin sağlığına bağlıdır. Vadesiz mevduat sahipleri bankaya ortak değil alacaklı oldukları için bankaların iflası durumunda öncelikli olarak alacaklarını almaktadırlar. Ancak bir bankanın iflası söz konusu olduğunda o bankanın diğer yükümlülüklerinin yanı sıra vadesiz mevduatını geri ödeme yükümlülüğünü de yerine getirmekte zorlanacaktır. Ancak tasarruf mevduatının belli bir tutara kadar sigortalanması, geri ödenmeme riskini sadece tasarruf mevduatı için sigorta kapsamı kadar ortadan kaldırmaktadır. Bu risk tüzel kişilerin vadesiz mevduatı için de devam etmektedir.

Günümüzde bankalar vadesiz mevduat olarak topladıkları paraları kısa vadeli yatırım fonlarına gecelik olarak yatırarak ya da gecelik repo yaparak mevduat sahiplerine küçük de olsa bir getiri sağlamaktadır. Gecelik olarak yatırım fonlarına yatırılan para, artık vadesiz mevduat hesabı değildir. Banka o gece iflas ederse bu para vadesiz para olarak mı yoksa fon olarak mı değerlendirileceği tartışılmalıdır. Mevduat niteliğini yitiren bu fonlar orijin olarak tasarruf mevduatı olsa dahi artık sigorta kapsamında olmayacaktır. TCMB'nin bu paraları M1 içerisine mi yoksa M3 içerisine mi dâhil ettiği hakkında da bir bilgi bulunmamaktadır.

Öte yandan yabancı para cinsinden açılan vadesiz mevduat kur riskine tabidir. Kurun dalgalanması bu tür mevduatın yerel para cinsinden değerini de dalgalandıracığından, yüksek bir risk taşıdığı söylenebilir.

Diğer taraftan bankacılık sektörünün sıkı düzenlemelere tabi olması, bankaların batma riskini bütünüyle ortadan kaldırmasa da, önemli ölçüde azaltmaktadır. Buna rağmen batan bankaların devletler tarafından vergi ödeyenlerin (halkın) parasıyla kurtarılmaları gerçeği de bu riskin dikkate alınmayabileceğine olanak vermektedir.

Tablo'3'ten de görülebileceği gibi, katılım bankalarının vadesiz mevduatının (özel cari hesaplarının) toplam vadesiz mevduat içerisindeki payı 2005 yılında TL ve YP için sırasıyla %3.8 ve %4.9 iken, aynı oranlar 2017 yılında sırasıyla %7.9 ve %9.8 olmuştur. Yani katılım bankalarının TCMB tanımıyla M1 para arzına katkısı analiz döneminde iki kattan fazla artmıştır.

Katılım Bankalarının vadesiz mevduatı bulunmamaktadır. Bunun yerine Özel Cari Hesaplar bulunmaktadır. Bu hesaplar için vadesiz mevduat için yapılan aynı yorumları yapmak imkânsızdır. Şöyle ki vadesiz mevduat sahipleri mevduat bankalarından alacaklı hale gelirken özel cari hesap sahipleri ise katılım bankalarına bir bakıma ortak olmaktadır. Yani fonlarını geri alabilmeleri katılım bankalarının o fonlarla veya başka fonlarla yaptıkları ticaretin karlı bir şekilde sonuçlanmasına bağlıdır. Eğer bu işlemlerden katılım bankası zarar ederse bu zarar özel cari hesap sahiplerine de yansıtılacaktır. Yani bu fonlar önemli bir risk taşımaktadırlar. Bu nedenle vadesiz mevduatın aksine özel cari hesaplar dolaşımdaki paraya benzememektedir.

Kuşkusuz bahsedilen risk, yabancı para cinsinden açılmış olan özel cari hesaplar için daha da yüksek olacaktır.

#### 4.2. M2 = M1 + Vadeli Mevduat (TL, YP)

M1 para arzına, yerel ve yabancı para cinsinden vadeli mevduatın eklenmesiyle ulaşılan para arzına M2 denilmektedir.

Vadesiz mevduatlar vade kısıtlaması olmaksızın ve istenildiğinde geri alınabilecek şekilde bankalara emanet olarak verilen paralar iken, vadeli mevduatlar belli bir vade ve/veya ihbar sonunda geri alınmak üzere bankalara belli bir ivaz karşılığı emanet edilen paralardır. Vadesiz mevduat, dolaşımdaki paraya daha yakın olması nedeniyle M1'e dâhil edilirken, vadeli mevduat dolaşımdaki paraya olan benzerliğinin azalması nedeniyle M2'ye dâhil edilmektedir. Bankacılık kanunu gereği vadesi dolmamış mevduatın sahiplerine ödenmesi bankaların seçimindedir. Diğer bir ifadeyle bankalar istemedikleri sürece vadesi dolmamış mevduatı sahiplerine ödememe hakkına sahiptirler. Kuşkusuz ekonomin sıkıntıda olmadığı zamanlarda bankalar vadesi dolmamış mevduatı sahiplerine ödemekte isteksiz davranmazlar. O güne kadar işlemiş faizi ödemeyerek anaparayı sahiplerine öderler. Bu yönüyle vadeli mevduatın vadesiz mevduattan hiçbir farkı bulunmamaktadır. Ancak ekonomin krize girdiği zamanlarda bankalar vadesi dolmamış mevduatı ödemezler. Böyle durumlarda vadeli mevduat dolaşımdaki paradan oldukça farklı bir yapıya bürünmektedir.

Öte yandan vadeli mevduat hesaplarının açıldığı gün sadece anapara olarak yatırılan para, vade sonunda faiz tutarı kadar artmaktadır. Yani miktarı artmaktadır. Oysa dolaşımdaki paranın getirisi olmadığından miktarı her daim sabittir. Bu farkın da TCMB tarafından dikkate alınıp alınmadığı konusu muğlaktır.

Vadeli mevduat risk taşımakta ve getirisi bulunmaktadır. Bu nedenle vade sonunda ya anapara artı faiz olarak sahibine geri ödenecek, ya da eğer banka batmışsa ödenip ödenmemesi bütünüyle mevduat sigortası tutarına (tasarruf mevduatı için) ve tasfiye sonucuna bağlı olacaktır. Kuşkusuz yabancı para cinsinden olan vadeli mevduat bir de kur riskine maruz kalacaktır. Yani vadeli mevduat, dolaşımdaki paradan ve vadesiz mevduattan farklıdır. TCMB'de bunu dikkate alıp M2 para arzına dâhil etmiştir.

**Tablo 4:** M2 Bileşenleri

| Tarih   | M2            | M1          | Vadeli Mevduat TL | Vadeli Mevduat YP |
|---------|---------------|-------------|-------------------|-------------------|
| 2005-12 | 238.801.378   | 61.991.241  | 116.132.632       | 60.677.505        |
| 2006-12 | 297.734.743   | 71.770.962  | 143.304.459       | 82.659.322        |
| 2007-12 | 344.376.752   | 76.350.721  | 179.843.987       | 88.182.044        |
| 2008-12 | 436.380.326   | 85.476.230  | 238.699.280       | 112.204.816       |
| 2009-12 | 493.060.975   | 107.346.558 | 266.796.432       | 118.917.985       |
| 2010-12 | 587.261.177   | 135.190.567 | 330.309.770       | 121.760.840       |
| 2011-12 | 674.409.579   | 161.212.850 | 359.709.384       | 153.487.345       |
| 2012-12 | 743.043.393   | 179.934.552 | 400.831.434       | 162.277.407       |
| 2013-12 | 908.004.749   | 229.370.150 | 457.160.343       | 221.474.256       |
| 2014-12 | 1.015.896.401 | 258.293.541 | 507.227.405       | 250.375.455       |
| 2015-12 | 1.189.494.063 | 311.646.928 | 540.165.955       | 337.681.180       |
| 2016-12 | 1.406.871.437 | 382.725.295 | 629.385.105       | 394.761.037       |
| 2017-12 | 1.628.019.067 | 450.620.427 | 706.523.500       | 470.875.140       |

**Kaynak:** www.tcmb.gov.tr



Katılım bankalarında açılan katılma hesapları için ise durum çok farklıdır. Şöyle ki vadeli mevduat sahibi her ne kadar istediği zaman parasını bankadan almasına da vadesi dolduğunda bankanın iflas etmemiş olması halinde anapara ve faizini alacaklı sıfatıyla bankanın o dönemde kar veya zarar etmiş olmasına bağlı olmaksızın tahsil edecektir. Ancak bu durum katılma hesabı sahibi için geçerli değildir. Zira katılma hesabı sahibi alacaklı değil ortaktır. Bu durumda eğer katılma hesabı sahibinin bankası o dönem zarar etmişse, hesabı sahibi anaparasının bir kısmını veya tamamını dahi kaybedebilecektir [3].

Bu durumda katılma hesapları finans teorisi çerçevesinde vadeli mevduattan önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Yani deyim yerindeyse katılma hesabı vadeli mevduattan daha risklidir ve bu nedenle beklenen getirisi de daha yüksek olmalıdır. Haliyle TCMB tarafından katılma hesaplarının vadeli mevduat ile eşdeğerde görülüp aynı kategori para arzına yani M2 içerisine alınmış olması finans teorisi kapsamında sorgulanmayı hak etmektedir.

Tablo 5'ten de görülebileceği gibi 2005 yılında katılım bankalarının vadeli mevduatı TL ve YP mevduat için sırasıyla toplam mevduatın %2.9 ve %4.6'sı iken bu oranlar 2017 yılında sırasıyla %5.7 ve %5.8 olmuştur. Yani katılma hesabı yaratarak katılım bankalarının M2 para arzına katkısı da analiz dönemi boyunca sürekli yükselerek artmıştır.

İflas dışında vadesi sonunda faiz tutarı kadar artarak sahibine ödenen vadeli mevduat ile vadesi sonunda sahibine ne kadar ödeneceği belli olmayan katılma hesaplarının farklı olduğu ortada iken bu hesapların aynı kategori para arzına dâhil edilmeleri fiyat istikrarını korumak için para arzını kontrol eden merkez bankasının elini zayıflatabilecektir. Her bir bankanın temerrüt riski ile her bir katılım bankasının portföy yönetim performansı birbirinden farklı olduğundan bunların finans piyasalarına sundukları ürünleri de (vadeli mevduat ve katılma hesapları) bundan etkilenerek farklılaşacaktır.

**Tablo 5:** Bankaların Yarattığı Kaydi Para: Vadeli Mevduat

| Tarih   | Vadeli Mevduat TL | Mevduat Bankaları | Katılım Bankaları | Vadeli Mevduat YP | Mevduat Bankaları2 | Katılım Bankaları2 |
|---------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| 2005-12 | 116.132.632       | 112.729.093       | 3.403.539         | 60.677.505        | 57.899.437         | 2.778.068          |
| 2006-12 | 143.304.459       | 139.213.202       | 4.091.257         | 82.659.322        | 78.278.009         | 4.381.313          |
| 2007-12 | 179.843.987       | 173.631.761       | 6.212.226         | 88.182.044        | 82.707.494         | 5.474.550          |
| 2008-12 | 238.699.280       | 229.727.870       | 8.971.410         | 112.204.816       | 105.946.956        | 6.257.860          |
| 2009-12 | 266.796.432       | 253.096.586       | 13.699.846        | 118.917.985       | 111.296.980        | 7.621.005          |
| 2010-12 | 330.309.770       | 312.479.765       | 17.830.005        | 121.760.840       | 113.199.209        | 8.561.631          |
| 2011-12 | 359.709.384       | 340.867.697       | 18.841.687        | 153.487.345       | 143.550.995        | 9.936.350          |
| 2012-12 | 400.831.434       | 377.852.174       | 22.979.260        | 162.277.407       | 148.855.596        | 13.421.811         |
| 2013-12 | 457.160.343       | 429.500.956       | 27.659.387        | 221.474.256       | 204.831.606        | 16.642.650         |
| 2014-12 | 507.227.405       | 477.850.514       | 29.376.891        | 250.375.455       | 232.484.431        | 17.891.024         |
| 2015-12 | 540.165.955       | 510.502.234       | 29.663.721        | 337.681.180       | 316.333.424        | 21.347.756         |
| 2016-12 | 629.385.105       | 595.146.737       | 34.238.368        | 394.761.037       | 374.583.521        | 20.177.516         |
| 2017-12 | 706.523.500       | 665.909.506       | 40.613.994        | 470.875.140       | 443.724.962        | 27.150.178         |

**Kaynak:** www.tcmb.gov.tr

#### 4.3. M3 = M2 + Repo + Para Piyasası Fonları + İhraç Edilen Menkul Kıymetler

En geniş para arzı tanımı olarak TCMB tarafından belirlenen para arzı M3 olarak görülmektedir. M3 para arzı M2 para arzına repo, para piyasası fonları ve ihraç edilen menkul kıymetlerin eklenmesiyle bulunmaktadır. M3 içerisinde yer alan repo ve para piyasası fonları, getiri sağlanması amacıyla bankalar tarafından yatırımcılara kısa vadeli olarak satılmaktadır. 2005 repo oransal olarak M3 içerisinde %1 düzeyinde iken 2017 yılında bu oran %0,3 düzeyine gerilemiştir. Öte yandan para piyasası fonları 2005 yılında M3'ün %7.7'si iken bu oran 2017 yılında %0,8'e gerilemiştir. Öte yandan 2005 yılında bulunmayan ihraç edilen menkul

kıymetler ilk defa 2010 yılında M3 içerisinde görülmeye başlamıştır. 2010 yılında M3 içerisindeki payı %0,2 olan bu kalem 2017 yılında %2.3 düzeyine ulaşmıştır.

2017 yılı itibariyle M3 içerisindeki payı toplam %3.5 olan repo, para piyasası fonları ve ihraç edilen menkul kıymetler oldukça düşük bir paya sahip görünmektedir. Dolayısıyla para politikası uygulamalarına etkileri de oldukça sınırlı olacaktır.

Paranın homojenlik özelliği çerçevesinde M3 bileşenlerine risksizlik açısından bakıldığında herhangi bir homojenlikten söz etmek mümkün değildir. Zira her kurumun ve her ürünün taşıdığı riskler burada belirgin bir şekilde farklılaşmaktadır.

**Tablo 6: M3 Bileşenleri**

| Yıl  | M1          | M2            | M3            | Repo İşl. S. Fonlar | TCMB    | Mevduat Bankaları | K. ve Yat. Bank. | Para Piy. Fonları | İhraç Ed. MK | Mevd. Bank.2 | K. ve Yat. Bank.2 |
|------|-------------|---------------|---------------|---------------------|---------|-------------------|------------------|-------------------|--------------|--------------|-------------------|
| 2005 | 61,991,241  | 238,801,378   | 261,306,415   | 2,514,739           | 0       | 2,487,852         | 26,887           | 19,990,298        |              |              |                   |
| 2006 | 71,770,962  | 297,734,743   | 319,366,193   | 2,815,350           | 0       | 2,770,621         | 44,729           | 18,816,101        |              |              |                   |
| 2007 | 76,350,721  | 344,376,752   | 368,220,168   | 3,189,292           | 0       | 2,920,328         | 268,964          | 20,654,124        |              |              |                   |
| 2008 | 85,476,230  | 436,380,326   | 459,142,846   | 2,898,959           | 0       | 2,839,073         | 59,886           | 19,863,561        |              |              |                   |
| 2009 | 107,346,558 | 493,060,975   | 519,002,577   | 3,551,623           | 632,500 | 2,736,019         | 183,104          | 22,389,979        |              |              |                   |
| 2010 | 135,190,567 | 587,261,177   | 615,442,858   | 3,881,864           | 0       | 3,740,953         | 140,911          | 23,187,206        | 1,112,614    | 768,646      | 343,968           |
| 2011 | 161,212,850 | 674,409,579   | 708,766,693   | 3,558,622           | 0       | 3,309,191         | 249,431          | 20,460,590        | 10,337,902   | 9,565,453    | 772,449           |
| 2012 | 179,934,552 | 743,043,393   | 783,455,098   | 4,765,647           | 892,000 | 3,348,965         | 524,682          | 17,153,718        | 18,492,329   | 17,327,267   | 1,165,062         |
| 2013 | 229,370,150 | 908,004,749   | 948,671,068   | 5,877,765           | 0       | 5,769,604         | 108,161          | 10,256,661        | 24,531,889   | 22,753,617   | 1,778,272         |
| 2014 | 258,293,541 | 1,015,896,401 | 1,060,143,197 | 5,441,536           | 0       | 5,368,772         | 72,764           | 12,336,284        | 26,468,971   | 23,505,673   | 2,963,297         |
| 2015 | 311,646,928 | 1,189,494,063 | 1,232,282,897 | 3,330,122           | 0       | 2,980,258         | 349,864          | 12,079,088        | 27,379,618   | 24,734,280   | 2,645,338         |
| 2016 | 382,725,295 | 1,406,871,437 | 1,452,354,898 | 6,596,022           | 0       | 6,220,293         | 375,729          | 12,634,902        | 26,252,537   | 23,251,611   | 3,000,926         |
| 2017 | 450,620,427 | 1,628,019,067 | 1,686,380,035 | 5,621,584           | 0       | 4,963,756         | 657,828          | 13,875,478        | 38,863,906   | 35,980,407   | 2,883,499         |

**Kaynak:** www.tcmb.gov.tr

Son olarak risk taşıyan mevduatın, reponun, fonların ve ihraç edilen menkul kıymetlerin getirisi de bulunmaktadır. Para arzı hesaplamasına dâhil edilen bu kalemler üzerinden sağlanan getiri sonucu oluşan para fazlalığı para arzını sürekli olarak arttırmaktadır. TCMB tarafında ise ancak periyodik olarak para arzı tanımlamalarına dâhil edilmektedir. Getiri sonucu oluşan para arzı artışı miktarı her ne kadar tam olarak bilinmese de getiri nedeniyle oluşan para arzı fazlalığının enflasyona katkısının ne olduğu araştırılması gereken bir konudur.

##### 5. Para Arzı Bileşenlerinin Karşılaştırılması

Aşağıda Tablo 7’de para arzı içerisinde yer alan parametreler, paranın özellikleri dikkate alınarak karşılaştırılmaktadır. Tablo 7, Eken ve Baloğlu (2017) tarafından kullanılan tablonun uyarlanması sonucu türetilmiştir. Bu tabloda fiat paranın, paranın bütün özelliklerini taşıdığı varsayılarak puanı 100 olarak belirlenmiş ve paranın özellikleri arasında dağıtılmıştır. Tablonun birinci sütununda yazılı olan paranın özelliklerinin para arzı bileşenleri tarafından ne kadar karşılandığını gösteren puanların, paranın özellikleri arasında dağılımı bütünüyle tarafımızdan belirlenmiştir.

Bu puanlamayı yaparken esas olarak paranın talep edilme nedenleri dikkate alınmıştır. Bir ekonomide paranın esas olarak ödeme aracılığı nedeniyle yani işlem güdüsüyle talep edildiği düşünülerek en fazla puan (50 puan) ödeme aracı olma özelliğine verilmiştir. Hesap birimi olma özelliğinin, işlem güdüsüyle talebin bir parçası olduğu düşünülerek 10 puan verilmiş ve böylece işlem güdüsüyle talep için verilen toplam puan 60 olarak belirlenmiştir. Yatırım ya da ihtiyat güdüsüyle talebin, ikinci en yüksek talep nedeni olduğu düşünülerek değer biriktirme özelliğine 20 puan verilmiştir. Paranın spekülasyon güdüsüyle talep edilmesi de bu 20 puanın bir parçası olarak düşünülmektedir.

Kalan 20 puan ise paranın homojenliği özelliğine verilmiştir. Bu özellik esas olarak fiat para için tam olarak karşılanmaktadır. Risk unsuru göz önüne alınmadığında büyük ölçüde diğer para arzı bileşenleri için de

karşılanmaktadır. Ancak finans teorisi kapsamında para arzının bileşenlerine bakıldığında, farklı bankaların yarattığı kaydi paranın farklı risk ve getiri özelliklere sahip oldukları açıkça görülmektedir. Bu farklılık mevduattan, ihraç edilen menkul kıymetlere gidildikçe daha da belirginleşmektedir. Bu nedenle tablonun birinci sütununda yer alan paranın özellikleri arasına risksizlik kavramı dahil edilmiştir. Risk kavramı sadece temerrüt riskini değil aynı zamanda diğer finansal riskleri de yani likidite, faiz ve kur riskini de içermektedir.

Para arzı içerisinde yer alan bileşenlerin fiat para için belirlenen puan dağılımı kullanılarak ne kadar puan aldıkları Tablo 7'de gösterilmektedir. Tablo 7'de yer alan para arzı bileşenleri içerisinde fiat para dışında hiçbir para arzı bileşenine hesap birimi olma özelliği için puan verilmemiştir. Para arzı bileşenlerinin diğer özellikleri karşılama güçlerine göre yapılan puanlama sonucu fiat paraya en yakın para arzı bileşeni olarak vadesiz mevduat ve fiat paraya en uzak para arzı bileşeni olarak da ihraç edilen menkul kıymetler belirlenmiştir.

Vadesiz mevduat bir ölçü birimi olmadığı için ve az da olsa risk taşıdığından 100 üzerinden 88 puan alabilmiştir. İlk bakışta vadesiz mevduatın risksiz olduğu düşünülse de bankaların iflası halinde vadesiz mevduatın geri ödenme garantisi bulunmamaktadır. Mevduat sigortası tasarruf mevduatı ile sınırlı iken sigorta kapsamı da belli bir tutar ile kısıtlandığından, vadesiz mevduatın bütünüyle risksiz olmadığı düşünülmektedir.

**Tablo 7:** Para Arzı Bileşenlerinin Karşılaştırılması

| Paranın Özellikleri                   | Fiat Para  | Vadesiz Mevduat | Özel Cari Hesap | Vadeli Mevduat | Katılma Hesabı | Repo      | Para Piyasası Fonları | İhraç Edilen Menk. |
|---------------------------------------|------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|-----------|-----------------------|--------------------|
| 1. Ödeme Aracı Olmak (50 Puan)        | 50         | 50              | 50              | 33             | 33             | 33        | 39                    | 23                 |
| 1.1. Kabul Görme (30 Puan)            | 30         | 30              | 30              | 21             | 21             | 21        | 19                    | 11                 |
| 1.1.1. Devletin Öd. (10 Puan)         | 10         | 10              | 10              | 8              | 8              | 8         | 8                     | 5                  |
| 1.1.2. Piyasalar Tarafından (10 Puan) | 10         | 10              | 10              | 8              | 8              | 8         | 6                     | 5                  |
| 1.1.3. E.Ticarette (10 Puan)          | 10         | 10              | 10              | 5              | 5              | 5         | 5                     | 1                  |
| 1.2. Değişim Aracı Olma (20 Puan)     | 20         | 20              | 20              | 12             | 12             | 12        | 20                    | 12                 |
| 1.2.1. Az Bulunma (5 Puan)            | 5          | 5               | 5               | 5              | 5              | 5         | 5                     | 5                  |
| 1.2.2. Sağlamlık (5 Puan)             | 5          | 5               | 5               | 5              | 5              | 5         | 5                     | 5                  |
| 1.2.3. Bölünebilirlik (5 Puan)        | 5          | 5               | 5               | 1              | 1              | 1         | 5                     | 1                  |
| 1.2.4. Taşınabilirlik (5 Puan)        | 5          | 5               | 5               | 1              | 1              | 1         | 5                     | 1                  |
| 2. Hesap Birimi Olma (10 Puan)        | 10         | 0               | 0               | 0              | 0              | 0         | 0                     | 0                  |
| 2.1. Muhasebe Ölçü Aracı (5 Puan)     | 5          | 0               | 0               | 0              | 0              | 0         | 0                     | 0                  |
| 2.2. Vergi Öd. Kullanım (5 Puan)      | 5          | 0               | 0               | 0              | 0              | 0         | 0                     | 0                  |
| 3. Değer Biriktirme (20 Puan)         | 20         | 20              | 20              | 20             | 20             | 20        | 20                    | 20                 |
| 3.1. Varlık Ol. Kabul Görme (10 Puan) | 10         | 10              | 10              | 10             | 10             | 10        | 10                    | 10                 |
| 3.2. Fiat Paraya Dönüşüm (10 Puan)    | 10         | 10              | 10              | 10             | 10             | 10        | 10                    | 10                 |
| 4. Risksizlik                         | 20         | 18              | 15              | 15             | 10             | 10        | 10                    | 5                  |
| <b>Toplam Puan</b>                    | <b>100</b> | <b>88</b>       | <b>85</b>       | <b>68</b>      | <b>63</b>      | <b>63</b> | <b>69</b>             | <b>48</b>          |

Özel cari hesaplar katılım bankaları tarafından müşterilerine sunulan ve vadesiz hesap muadili olduğu düşünülen bir üründür. Ancak katılım bankalarına yatırılan para bir alacaklılık hakkı değil de bir tür ortaklık hakkı verdiğinden riskliliği vadesiz hesaplardan yüksek olduğu düşünülerek puanı 85 olarak belirlenmiştir.

Vadeli mevduatın vadesiz mevduattan ayrıştığı en önemli özelliği risksizlik özelliğidir. Zira vade uzadıkça temerrüt riski olmasa dahi faiz ve likidite riski daha da belirginleşmektedir. Öte yandan yabancı para mevduat için kur riski de daha belirgin hale gelmektedir. Vadeli mevduata, ödeme aracı olma özelliğini yeterince karşılayamamasından dolayı da düşük puan verilmiştir.

Katılma hesapları katılım bankaları tarafından çıkarılan vadeli mevduat muadili ürünlerdir. Ancak esas olarak alacaklılık hakkı değil ortaklık hakkı verdiğinden vadeli mevduat muadili olmaması gerektiği düşünülmektedir. Bu nedenle daha riskli kategoride düşünüldüğünden daha az puan elde edebilmiştir.

Repo tanımı gereği kısa vadeli bir finansal ürün olduğundan ve mevduat olmadığından daha riskli olarak değerlendirilerek katılma hesapları ile aynı kategoride değerlendirilmiştir.

Para piyasası fonları likiditelerinin yüksekliği nedeniyle hem vadeli mevduattan ve hem de katılma hesaplarından daha yüksek bir skor elde etmiştir. Vadeli mevduat ve katılma hesaplarının aksine kolayca bölünüp hızlı bir şekilde nakde dönüşebildiğinden ödeme aracı olma özelliği de vadeli mevduat ve katılma hesaplarından daha yüksek bir puan almıştır.

Son olarak ihraç edilen menkul kıymetler en düşük puana sahip para arzı bileşeni olarak belirlenmiştir.

## 6. Sonuç

Enflasyon ile mücadele merkez bankalarının temel görevidir. TCMB'nin internet sayfasında da bu açıkça belirtilmektedir. Finans piyasaları geliştirilen yeni ürünler ve inovasyon ile sürekli ve hızla büyümekte ve karmaşık bir yapıya dönüşmektedir. Tabii bu gelişmeler merkez bankalarının para arzı tanımlarını etkilemektedir. Nitekim 2007 yılında ve 2011 yıllarında TCMB de para arzı tanımlarında değişikliklere gitmiştir. Bu değişikliklerin kuşkusuz para politikaları üzerinde de etkiler oluşturmuştur. Bu çalışmada TCMB para arzı tanımları esas alınarak para arzı bileşenlerinin finans teorisi açısından bir analizi yapılmıştır. Bu analiz esas olarak para arzı bileşenlerinin paranın özellikleri esas alınarak puanlanması şeklinde gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada yapılan en önemli katkı paranın özelliklerinden biri olan homojenlik özelliği risksizlik kavramı ile puanlamaya dahil edilerek finans teorisi açısından para arzı bileşenlerine farklı bir bakış getirmektir.

Bu çalışmada TCMB için bir para politikası önerisinde bulunulmaması en önemli eksikliklerdir. Ancak ileride yapılacak çalışmalarda Tablo 7'de yer alan puanlama (ki bu puanlama farklı bakış açılarıyla farklı şekillerde yapılabilecektir) esas alınarak her bir para arzı bileşeninin kontrolünün enflasyonu hangi seviyede düşürdüğü ekonometrik analizlerle belirlenebilecektir.

## Son Notlar

[1] TCMB tarafından emisyon yoluyla piyasaya sunulan kâğıt para esas olarak getirisiz, vadesiz ve hamiline yazılı ve devletin garantisi altında olan ve her türlü riskten arı bir tahvildir. Diğer paralara ve emtiaya dönüşüm değeri ise onu çıkaran devletin iktisadi ve siyasi gücüne bağlıdır.

[2] Vadesiz mevduat üzerinden alınan hesap işletim ücretinin alınmaması bir tür saklı getiri olarak düşünülmektedir. Hesap işletim ücretinin alınması ise vadesiz mevduat hesabının maliyetidir

[3] Türkiye'de bugüne kadar hiçbir banka zarar ettiği için katılma hesabı sahiplerinin anaparasını kesmedi denilebilir. Ancak bu var olan riski ortadan kaldırmaya yetmemektedir. Eğer yasal bir koruma gelirse, o zaman da vadeli mevduattan fark kalmaz ve faizsiz bankacılığa aykırılık olacaktır.

## Kaynakça

Beattie A. (2015). The History of Money: From Barter to Banknotes Retrieved From: [http://www.investopedia.com/articles/07/roots\\_of\\_money.asp](http://www.investopedia.com/articles/07/roots_of_money.asp).

Davies G. (2002). A History of Money from Ancient Times to the Present Day. University of Wales Press Cardiff.

Eken, M.H. and Baloğlu, E., (July 2017). Crypto Currencies and their Destinies in the Future. Journal of Finance & Banking Studies, 6(4), 1-11.

Fama, E. F. (1980). Banking In the Theory Of Finance. *Journal of Monetary Economics*, 6(1), 39-57.  
doi:[https://doi.org/10.1016/0304-3932\(80\)90017-3](https://doi.org/10.1016/0304-3932(80)90017-3)

[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

[www.tuik.gov.tr](http://www.tuik.gov.tr)

## AN ANALYSIS OF MONEY SUPPLY COMPONENTS CONSIDERING FINANCIAL THEORY: CBRT CASE

### Extended Abstract

**Introduction:** Central banks' main goal is to achieve and maintain price stability by controlling money supply. Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) also defined and clearly announced its goal by stating it on the home page of internet site as "The primary objective of the Bank is to achieve and maintain price stability". Of course, price stability objective cannot be achieved solely by monetary policies. Fiscal policies are also effective on the success of monetary goals. This study analyzes different money supply aggregates defined by CBRT in the light of financial theory, and their components with the objective to achieve and maintain price stability.

**Methodology:** In the light of literature analysis, definition and components of different money supplies are handled and discussed based on theoretical framework. First, definition, properties and functions money are explained. Then different components of money supply are discussed considering Central Bank of the Republic of Turkey approach and historical perspective. Next, components of money supplies are analyzed based on financial theory. At the end, money supply components (fiat money, time deposit, sight deposit, current accounts, participation accounts, repo, money market funds, security issues) are scored assuming functions and properties (serve as a medium of exchange, as a unit of account, as a store of value and risk) of money.

**Results:** Central banks main goal is to achieve and maintain price stability by controlling money supply. In parallel to development and deepening of financial markets, definition and content of money supply aggregates may change. These changes certainly effect, also, the way monetary policies applied. This study discusses the components of money supplies based on financial theory by scoring money supply components based on assigning different weights according to properties of money. Main contribution of this study is associating homogeneity of money together with risk perspective of monetary components.

In the scoring framework, fiat money got the top score of 100. , while securities issued got the worst. Sight deposit and current accounts seem to accomplish money functions with a close point to fiat money also.

**Conclusion and Discussion:** Main purpose of almost all central banks is to achieve price stability, increase employment rate, stabilizing the interest rates and markets, support government policies and long-term economic growth etc. The main goal of Central Bank of the Republic of Turkey is also to achieve price stability. Price stability is believed to be the key factor in assessing all other objectives. Monetary policy is the major tool in ensuring price stability, and monetary aggregates that Central Bank seek to target is money supply. However, there are different definition and content of monetary aggregates changing from liquid to illiquid that a central bank may target. The definition and content also changes from time to time. This study analyzes different components of money supply and discusses some deficiencies that they may result in targeting inflation. On the other hand, study suffer from not suggesting detailed monetary policies. It is recommended to econometrically deepen the analysis further for determining the most effective monetary aggregate.