

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

TÜRKİYE EKONOMİSİ'NDE YATIRIM
ALTERNATİFİ OLARAK ALTIN KULLANIMI
(İSTANBUL ALTIN BORSASI İŞLEMLERİNİN ANALİZİ)

İsmail YANIK

2502040096




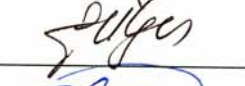

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Targan ÜNAL

İSTANBUL 2007

T.C
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜ
MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAYI

İKTİSAT Anabilim Dalında 2502040096 numaralı İSMAİL YANIK'IN hazırladığı "TÜRKİYE EKONOMİSİNDE YATIRIM ALTERNATİFİ OLARAK ALTIN KULLANIMI (İSTANBUL ALTIN BORSASI İŞLEMLERİNİN ANALİZİ)" konulu YÜKSEK LİSANS / DOKTORA TEZİ ile ilgili **Tez Savunma Sınavı**, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 35.Maddesi uyarınca 25.06.2007 PAZARTESİ günü saat: 15.00 de yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin**KABUL**...'ne* **OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA** karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI(*)	İMZA
PROF.DR.TARGAN ÜNAL	KABUL	
PROF.DR. ABDÜLKADİR MERCÜL	Kabul	
PROF.DR.EROL MANİSALI	KABUL	
PROF.DR.GÜLDEN ÜLGEN	Kabul	
PROF.DR.BURAK SALTOĞLU (B.Ü)	Kabul	

TÜRKİYE EKONOMİSİ'NDE YATIRIM ALTERNATİFİ OLARAK ALTIN KULLANIMI (İAB İŞLEMLERİNİN ANALİZİ)

İsmail Yanık

ÖZ

Türkiye kuyumculuk piyasasının altın talebi 2006 itibarıyla, hurda dahil, 300 tonu aşmış ve Avrupa'da birinci sıraya yerleşmiştir. Yatırım amaçlı resmi altın sikke (meskuk ve ziynet denilen Cumhuriyet Altınları) basımında Türkiye 62 tonluk üretimiyle açık ara dünya birincisidir. Fiziki altın talebindeki bu canlılık Türkiye'yi en önemli altın ithalatçılarından biri haline getirmiştir. Bu konuma gelmesinde diğer etkenlerin yanı sıra özellikle İstanbul Altın Borsası'nın (İAB) kurulması ve iyi bir performans göstererek altın arzındaki sorunları gidermesiyle fiyatlarda arz yönüyle bir süreklilik sağlaması etkili olmuştur. Bununla birlikte, altına olan geleneksel ilgiye rağmen, son on yılda diğer yatırım araçları ve bunlar üzerine yazılan türev sözleşmeler hızla çeşitlenip geliştiği halde benzer durum altın için gözlenmemiştir.

İAB bünyesinde yapılan işlemler son on yıl içinde önemli değişiklikler göstermiştir. TL/gram ağırlıklı başlayan işlemler giderek azalmış ve son yıllarda neredeyse işlemler tamamen ABD Doları ile yapılır hale gelmiştir. Ayrıca 1998-2001 yılları arasında ithalat miktarlarının oldukça üzerinde gerçekleşen işlem miktarları giderek ithal edilen altın miktarı ile aynı seviyelere inmiştir.

Tez kapsamında, İAB'de oluşan fiyatlar yurtdışı piyasa fiyatlarıyla karşılaştırılmıştır. İAB bünyesinde kurulan diğer piyasaların durumu incelenmiş ve İAB'nin gelişebileceği yönler tartışılmıştır. 1995-2006 döneminde altın ve İMKB30 getirilerindeki oynaklıklar zaman serileri ile mukayese edilerek açıklanmaya çalışılmış ve elde edilen sonuçlar incelenmiştir. Elde edilen bilgilerin portföy risk yönetimi süreçlerine katkıda bulunacağı değerlendirilmektedir.

**GOLD AS AN INVESTMENT ALTERNATIVE WITHIN
TURKISH ECONOMY
(ANALYSIS OF IGE TRANSACTIONS)**

İsmail Yanık

ABSTRACT

In 2006 Turkish gold demand reached the top place in Europe with 307 tons (including scrap). Turkey is also number one in gold investment demand with 62 tons coming from official coinage (Cumhuriyet coins). All of this robust physical demand makes Turkey a major gold importer. Besides other positive developments, establishment of Istanbul Gold Exchange (IGE) and its good performance on maintaining competitive and timely supply of gold to the market is the main reason. During the last ten years, investment instruments and their derivatives have developed, but similar products in gold related instruments have not been observed along with the traditional interest of Turkish people in physical gold.

IGE transaction types have changed dramatically in ten years. Initially TL/gm - gold transactions were more than USD/oz - gold transactions; starting 2003 and towards 2007, almost all transactions were realized with USD/oz. During the 1998-2001 period, the IGE transaction volume reached record high levels, dropping back to physical imports level following the 2001 crises.

In this thesis, the prices formed in the IGE are compared to international prices, the performance of the IGE markets -including the futures and the debt market- have been analyzed and their future have been questioned, the volatilities of gold and İMKB30 time series returns are compared and analyzed, with the results being discussed. It is expected that the results will contribute to the studies on risk management of portfolio investments.

ÖNSÖZ

Altının kimsenin borcu olmaması, bu metalin güzelliği ve kalıcılığının yanında en güvenilir yatırım ve değişim aracı olmasını sağlamış, ilk çağlardan günümüze dek parasal sistemde inişli çıkışlı yerini korumasını mümkün kılmıştır. Güncel yatırım imkânlarının olmadığı veya kısıtlandığı ülkelerde halk birikimini altınla korumuştur.

Anadolu toprağında yaşayan toplumlar da altınla hep içiçe olmuş, onu geleneksel süs ve takı eşyası olarak kullanırken küçük birikimlerini boyunlarında ve bileklerinde taşıyabilmişlerdir. Türkiye’de halkın elinde olduğu varsayılan altının miktarı kesin olarak bilinmemekle beraber, bu potansiyel sermayenin atılıktan kurtarılması gündeme gelmiştir. Bu amaçla Türkiye’de önemli bir altın madenciliği üretim kapasitesi veya arz edilir bir altın stoku olmamasına rağmen altın borsası kurulmuştur. İAB kurulur kurulmaz ülkeye giren altınının borsadan geçmesini sağlamıştır. Altın işlemlerine sağlanan vergi avantajları geçici olarak fiktif işlemler yaratmış olsa da, İAB sağladığı muntazam altın arzı ve rekabetçi fiyatlarla altın sektörünün hızla gelişmesine ve kayıt altına alınmasına yardımcı olmuştur. Bugüne gelindiğinde, Türkiye önemli bir işlenmemiş altın ithalatçısı ve yine önemli bir mücevher ihracatçısı durumundadır.

Bu çalışmada öncelikli olarak İAB işlem verileri detaylı olarak incelenerek piyasa mekanizmasının ve ekonomik gelişmelerin borsa işlemlerini nasıl etkiledikleri araştırılmıştır. İAB’nin kendi başına Türkiye’ye özgü altın fiyatları oluşturup oluşturmadığı, geçtiğimiz on senenin işlem fiyatları uluslararası fiyatlarla mukayese edilerek İAB’nin fiyat oluşumuna katma değeri araştırılmıştır.

Türkiye’de gittikçe çeşitlenen yatırım enstrümanları piyasasında, halkın geleneksel ilgisine rağmen altına bağlı yatırım enstrümanlarının gelişmemiş olması ilginçtir. Bu çalışmada altınla beraber İMKB30 getirilerinin volatiliteleri analiz edilerek

finans literatüründe bahsedilen altının portföy çeşitlendirici ve volatilité azaltıcı özelliği Türkiye özelinde araştırılmıştır.

Çalışmada kullanılan veriler doğrudan İAB Elektronik Bilgisayar Sisteminden günlük ham veriler olarak alınmış ve çalışma gereksinimine uygun gruplar haline getirilmiştir. Gün içinde homojen dağılım göstermeyen alım satım zamanları nedeniyle, analizler günlük ortalama işlem hacimleri ve ağırlıklı ortalama fiyat verileri kullanılarak yapılmıştır. Ayrıca tüm işlemler içinde %1'den az hacim tutan DEM ve AVRO karşılığı yapılan işlemler kapsam dışı bırakılmıştır.

Bu tezin hazırlanmasında beni yönlendiren Sayın Prof. Dr. Targan Ünal'a, Sayın Prof. Dr. Abdülkadir Mercül'e, Sayın Prof. Dr. Burak Saltoğlu'na ve Sayın Doç. Dr. Coşkun Küçüközmen'e, verilerin toplanmasındaki yardımlarından dolayı başta Sayın Saliha Ascensio olmak üzere yedi yıl yönetim kurulu üyesi olarak görev yaptığım İAB'nin tüm çalışanlarına, onbeş yıldır çalıştığım ve bu görev sırasında sayısız altın konferansları ve mesleki gezilere katılma fırsatı vererek altın bankacılığı konusunda bilgi ve uygulama imkânları sağlayan Türk Ekonomi Bankası'na, çalışmalarım sırasında yardım ve anlayış gösteren tüm arkadaşlarıma ve son olarak, yirmibeş sene sonra tekrarladığım tez çalışmalarıma gösterdiği sabır ve anlayışından dolayı değerli eşim Filiz Yanık'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER	v
TABLolar LİSTESİ.....	viii
KISALTMALAR	x
GİRİŞ	1
1. DÜNYADA ALTIN.....	4
1.1. Altın Üretimi ve Talebinin Tarihsel Gelişimi	7
1.1.1. Altının Eski Hikayesi	7
1.1.2. Altın Standardı Dönemi.....	11
1.2. Altın Fiyatlarının Zaman İçinde Değişimi.....	14
1.2.1. Bretton Woods Sistemi	16
1.2.2. Bretton Woods Sonrası Altın Fiyatları	19
1.3. Altının Kullanım ve Yatırım Aracı Olarak Yeri ve Önemi.....	25
1.3.1. Mücevher Olarak Altın Kullanımı	26
1.3.2. Rezerv Olarak Altın Kullanımı	28
1.3.3. Altın Para Basımı	29
1.3.4. Altının Elektronik Endüstrisinde Kullanımı.....	31
1.3.5. Altın Piyasasında Yatırım Amaçlı Talep	32
2. BİR ALTERNATİF YATIRIM ARACI OLARAK TÜRKİYE’DE ALTIN	35
2.1. Altın Arz ve Talebini Etkileyen Faktörler	36
2.1.1. T.C. Merkez Bankasının Altın Satışına Başlaması	38
2.1.2. İstanbul Altın Borsasının Kurulması	40
2.1.3. Hurda Altın Piyasası.....	45
2.1.4. Türkiye’deki Altın Madenlerinin Arzı.....	48

2.1.5. Altın Talebinin Mevsimsel Değişimi.....	50
2.1.6. Altın Arz ve Talebini Etkileyen Diğer Faktörler	52
2.2. Altının Yüksek ve Düşük Enflasyonlu Ortamlarda Kullanımı	53
2.3. Türkiye Altın ve Kuyumculuk Sektörü	56
3. VERİ ANALİZİ VE METODOLOJİ	61
3.1. Verinin Elde Edilmesi.....	62
3.1.1. Amaçlar	62
3.1.2. Verinin Kaynağı	62
3.1.3. Verinin Ön İncelemesi	64
4. İAB İŞLEMLERİNİN GENEL ANALİZİ	68
4.1. Külçe Altın Alım Satımı Yapan Tacirlerin İAB İşlemlerindeki Rolü.....	70
4.2. Altın Alım ve Satımında Tercih Edilen Ödeme Şekli	71
4.3. Bankalar Arasındaki İşlemler ve Kambiyo Gider Vergisinden Kaçınma...73	
4.3.1. Bankalar Arasındaki İşlem Hacmi Yarışının Nedenleri	75
4.3.2. Kambiyo Gider Vergisinden Kaçınma İşlemleri.....	75
4.4. Türk Lirasının ABD Doları Karşısındaki Değer Değişiminin Altın İşlemlerine Etkisi.....	77
4.5. İAB İşlemleri Üzerine Genel Değerlendirme.....	79
5. İAB ALTIN FİYATLARININ ULUSLARARASI FİYATLARLA KARŞILAŞTIRILMASI	81
5.1. İAB'nın Türkiye Altın Fiyatlarına Etkisi	81
5.1.1. 1995 Öncesi ve Sonrası Altın Fiyatlarının Seyri ve Gelişimi	81
5.1.2. İAB'de Altın Fiyatlarının Oluşması	82
5.1.3. Uluslararası (LBMA) Fiyatların Oluşması : London Fix.....	88
5.2. Türkiye'de Altın Fiyatları Dünya Fiyatları (LBMA) ile Entegre Hareket Ediyor mu?	89
5.2.1. Varsayımlar	90
5.2.2. İAB ve Londra Altın Fiyatlarının İlişkisi	92
6. İAB GETİRİ VOLATİLİTESİ İLE İMKB KARŞILAŞTIRMASI.....	95

6.1. Finansal Varlık Getirilerinin Özellikleri	95
6.1.1. Zaman İçinde Değişen Volatilite Yöntemleri	96
6.2. Ampirik Sonuçlar.....	98
6.3. Genel Bulgular.....	102
6.4. Sonuç ve Değerlendirme	106
7. İAB'İN GELECEĞİ.....	107
7.1. Bugünkü Durum	107
7.2. “Yastık Altı” Altın Stoğu.....	108
7.3. Altın Rafinerisi	109
7.4. Vadeli İşlemler.....	110
7.4.1. VOB Altın İşlemlerinin İAB'ye Etkisi.....	111
7.5. Ödünç Piyasası	112
7.6. Döviz ve Efektif Piyasaları	114
7.7. Yeni Ürünler	115
7.7.1. Borsada İşlem Gören Fonlar	115
7.7.2. B-Tipi Altın Fonları	117
7.8. Yeni Ürünlerin İAB'ye Faydaları.....	118
SONUÇLAR	119
KAYNAKÇA	125
EKLER.....	132
Ek:1	132
ÖZGEÇMİŞ.....	133

TABLolar LİSTESİ

Tablo I : Altın Para Basımında Kullandıkları Altın Miktarı	13
Tablo II : Dünya Altın Üretimini Bölgelere Göre Dağılımı (ton).....	22
Tablo III : Seçilmiş Bazı Ülkelerde Altın Üretim Maliyetleri (\$/ons)	23
Tablo IV : Ençok Altın Üreten 20 Ülke (ton)	24
Tablo V : Mücevher Tüketimi (Hurda dahil) (ton)	27
Tablo VI : Ülkelerin Resmi Altın Rezervleri.....	29
Tablo VII : Sikke Basımında Kullanılan Altın (hurda dahil) (ton).....	30
Tablo VIII : Elektronik Sektörü Altın Talebinin Ülkelere Göre Dağılımı (ton).....	32
Tablo IX : Bazı Ülkelerin Yatırım Amaçlı Altın Talebi (ton).....	34
Tablo X : Yurt İçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri.....	36
Tablo XI : Türkiye'ye Giren Resmi ve Gayri Resmi Altın Miktarı (ton).....	39
Tablo XII : İAB'de Tescil Edilen Altın Kredileri 2001 – 2006	45
Tablo XIII : Türkiye'de İşletilebilir Altın Rezervleri.....	49
Tablo XIV : Türkiye'de Altın Arz ve Talep Dengesi (ton).....	59
Tablo XV : 1995 – 2006 Arası İAB'de Gerçekleşen İşlemler	63
Tablo XVI : İAB Altın Günlük Getirilerinin İstatistikleri.....	99
Tablo XVII : İMKB30 Günlük Getirilerinin İstatistikleri.....	99
Tablo XVIII : İAB Günlük getirilerinin GARCH(1,1) Analizi	100
Tablo XIX : İMKB30 Günlük getirilerinin GARCH(1,1) Analizi.....	101
Tablo XX : VOB Vadeli İşlemler 2006-2007	111

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik I : Altın Fiyatları.....	18
Grafik II : Dünya Yerüstü Altın Rezervlerinin 2006 İtibariyle Dağılımı.....	37
Grafik III : TCMB (1980-1995) + İAB (1995-2006) Külçe Altın İthalatı	42
Grafik IV : Türkiye Hurda Altın Arzı 1987-2006 (ton/yıl)	47
Grafik V : Altın İthalatının Mevsimsel Değişimi (1990-2006) (ton).....	51
Grafik VI : 1974 – 2005 Altın Fiyatları ve Enflasyon	55
Grafik VII : Dolar Karşılığı Yapılan İşlemler.....	65
Grafik VIII : Yerli Para Karşılığı Yapılan İşlemler	66
Grafik IX : Haftalık İşlemlerin 3 aylık Hareketli Ortalaması.....	68
Grafik X : Aylık İşlemlerin 3 Aylık Hareketli Ortalaması	69
Grafik XI : Aylık Toplam İşlem Hacmi ve İthalat.....	74
Grafik XII : Türk Lirasının USD Karşısındaki Değeri (1995-2006).....	78
Grafik XIII : USD veya Yerli Para ile Yapılan İşlemlerin Karşılaştırılması	83
Grafik XIV : Kendinden Kendine İşlemler	86
Grafik XV : İAB ve Londra Fiyatları Günlük Karşılaştırma	91
Grafik XVI : İAB ve Londra Altın Fiyatları Karşılaştırma (1995- 2001 arası).....	92
Grafik XVII : İAB ve Londra Altın Fiyatları Karşılaştırma (2001-2006 arası)	93
Grafik XVIII : İAB ve Londra Altın Fiyatları Arasındaki Fark (spread %)	94
Grafik XIX : Günlük İAB Getirilerinin Dağılımı	98
Grafik XX : İAB Yüzdesel Getiri Grafiği.....	103
Grafik XXI : İMKB30 Yüzdesel Getiri Grafiği	104
Grafik XXII : İAB Altın Getiri Volatilite Grafiği.....	105
Grafik XXIII : İMKB Getiri Volatilite Grafiği.....	105
Grafik XXIV : Bankaların Altın Kredi – Mevduat - YD Altın Kredileri.....	113

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
A.M. FIX	: Sabah seansında tespit edilen
AVRO	: Avrupa Birliği Resmi Parası
BigF	: Borsada İşlem Gören Fon
BLOOMBERG	: Bloomberg Veri Servisi
DEM	: Alman Markı
DJ	: Dow Jones
DTH	: Döviz Tevdiat Hesabı
EFT	: Elektronik Fon Transferi
ETF	: Exchange Traded Fund (BigF)
FDI	: Foreign Direct Investment (Doğrudan Yabancı Yatırım)
FED	: Amerikan Merkez Bankası
GFMS	: Gold Fields Mineral Services Ltd
İAB	: İstanbul Altın Borsası
IMF	: International Monetary Fund
KDV	: Katma Değer Vergisi
KYD	: Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
LBMA	: London Bullion Markets Association
LONDON FIX	: Londra'da Tespit edilen (altın fiyatı)
MTA	: Maden Tetkik Arama Enstitüsü
P.M. FIX	: Öğleden sonraki seansta tespit edilen
REUTERS	: Reuters Veri ve Haber Servisi
S & P	: Standard and Poors' Derecelendirme Kuruluşu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
VOB	: Vadeli Opsiyon ve İşlem Borsası
WGC	: World Gold Council (Dünya Altın Konseyi)

GİRİŞ

Anadolu insanında asırlar önce elitlerde başlayan altın tutkusu zaman içinde giderek alt sınıflara doğru yayılarak devam etmiştir. Halk arasında nesiller boyu edinilen tecrübe ve alışkanlıkların sonucu olarak oluşan Türkiye altın talebi son yıllarda toplam dünya üretiminin yüzde onuna ulaşmıştır.

Özellikle son yirmi yılda döviz, hisse senedi, hazine bonosu ve yatırım fonlarına olan talep gelişirken buna paralel olarak altın talebi de artmıştır. 1984 yılına kadar kaçak olarak gelen altın 1984 ve 1995 yılları arasında T.C. Merkez Bankası tarafından ithal edilerek banka ve yetkili müesseselere satılmıştır. 1995 yılında İstanbul Altın Borsasının açılmasını takip eden yıllarda altın arzı kolaylaşmış ve fiyatları da, özellikle bankaların rekabetiyle dünya fiyatları ile sigorta ve taşıma farkı seviyesine inerek karaborsayı önlemiştir. İthalatın resmileşmesi, fiyatların uygun hale gelmesi ve işlenmiş altın ihracatının önündeki bürokratik engellerin kaldırılması ile altın ihracatı da hızla artmıştır. Böylelikle toplam ithalat yıllık 250 ton seviyesine ulaşmıştır. Bu miktarın yaklaşık yarısının işlenmemiş külçe altın ve mücevherat olarak doğrudan ihracat, bavul ticareti ve turistlere yurtiçi satışlar gibi çeşitli yollardan tekrar yurt dışına gittiği tahmin edilmektedir. Bugünkü fiyat ve rakamlarla (çift yönlü olarak) 10 milyar ABD Doları seviyesine ulaşan altın işlemleri hacmi, büyük ilgi uyandırmasına rağmen tüm işlemler, altının ithalatı, işlenmesi, ihracı, kullanımı ve saklanması gibi fiziki işlemler seviyesinde kalmıştır.

Bu çalışmada gelişen Türkiye ekonomisinde yatırım alternatiflerinin artmasına karşın altın sektörünün fiziki işlemler dışında başka alternatif yatırım aracı geliştirememiş olması göz önüne alınarak öncelikle altın getirisinin volatilitésinin diğer yatırım araçlarının getiri volatiliteleriyle olan ilişkisi üzerinde durulacaktır. İkinci olarak İAB'de oluşan yurtiçi fiyatların dünya altın fiyatlarıyla olan ilişkisi ve yurtiçi fiyatları

nelerin etkilediği araştırılacaktır. Gelişmekte olan Türkiye ekonomisinin kıt kaynaklarının bu ölçüde atıl sayılan fiziki altın yatırımlarına gitmesi ve bu yatırımların daha verimli ve ekonomik sayılan yatırım araçlarına yönlendirilmesi hayati önem taşımaktadır. Geleneksel olarak Türk yatırımcısının altına olan yakınlığı, altının çeyrek asır süren yüksek enflasyon ortamında bireylerin küçük tasarrufları için tek korunak olmasından gelmektedir.

Son dönemde para ve sermaye piyasalarında önemli gelişmeler yaşanmıştır. Öncelikle ilgili mevzuat basitleştirilerek yeniden yazılmış ve bireysel yatırımcılara yeni enstrümanlar sunulmuştur. Oluşturulan borsa ve piyasalar yabancı yatırımcılara da açılmıştır.

Bu gelişmeler Türk ekonomisinin hızla borçlanarak büyümesine imkân tanımıştır. Yanlış ekonomik tercihler ve popülist kararlar sonunda cari açık büyümüş ve devalüasyonlar kaçınılmaz olmuştur. Her dönemde önemli devalüasyonlar da ekonomik krizleri getirmiştir. Bu dönemlerde yatırım enstrümanlarının getirileri de yüksek değişkenlikler göstermiştir.

Kriz ortamlarında döviz fiyatları hızla yükselirken buna paralel olarak altın fiyatları daha az yükselmiş ve alışıl gelmiş altın ithalatı tersine dönerek altın yurtdışına çıkmış ve yurtiçinde standart külçe sıkıntısı çekilmiştir.

Altın haricinde diğer yatırım enstrümanlarının getiri davranışları birçok kez araştırma konusu olurken altın getirilerinin davranışı konusunun detaylı incelenmediği gözlemlenmiştir.

Türkiye'deki altın talebinin sadece Türkiye'nin makroekonomik parametrelerinin bir fonksiyonu olmadığı ve komşu ülkelerdeki siyasi olaylar ve ekonomik gelişmelerin de Türkiye altın talebini önemli ölçüde etkilediği açıktır. İAB'nin etkin ve verimli

çalışması neticesinde oluşan rekabetçi fiyatlarda güvenilir altın arzı İstanbul’u çift yönlü altın merkezi haline getirmiştir.

Bu çalışmada, *“Tüm bu gelişmelere rağmen İAB Türkiye’ye özgü kendi altın fiyatlarını oluşturabilmiş midir?”*, *“İstanbul’u altın merkezi yapma amacıyla kurulan İAB fiziki altın piyasasına ilave olarak kurulan vadeli işlemler ve ödünç piyasaları neden çalışmamıştır?”*, *“Altın getirilerinin volatiliteleri, İMKB30 getirilerine göre daha düşük müdür, bu yönüyle portföy yöneticilerine çeşitlendirici olarak tavsiye edilebilir mi?”* sorularına cevap aranmıştır.

Birinci bölümde altının eski çağlardan günümüze finansal piyasalardaki yeri, dünya üretimi ve kullanım yerleri incelenmiştir. Türkiye için altının önemi, son dönemde altın işlemlerinin kayıt altına alınma çabaları ve İAB’nin kurulması ile altının arz ve talebinde meydana gelen değişiklikler ve kuyumculuk sektörü ikinci bölümde verilmiştir. Üçüncü bölümde İAB işlem verilerinin detaylı analizi ve gruplama metodolojisi anlatılmıştır. İAB bünyesinde gerçekleşen işlemlerin genel analizi ve piyasada meydana gelen ekonomik olaylar karşısındaki davranışı dördüncü bölümde incelenmiştir. Beşinci bölümde ise İAB fiyatlarının uluslararası piyasalarda oluşan fiyatlar karşısındaki durumu birebir kıyaslama yöntemiyle günlük olarak incelenmiştir. Altıncı bölümde oniki senelik İAB işlem verilerinden elde edilen günlük altın getiri volatiliteleri, İMKB30 getirilerinin volatiliteleri ile kıyaslanarak, altın getirilerinin volatilitelerinin daha düşük olduğu ve yatırım portföyleri için genel volatiliteleri düşüren güvenilir bir portföy çeşitlendiricisi olabileceği iddiasıyla ilgili çalışmalar yer almaktadır. İAB’nin gelişebileceği yönler ve yeni ürünler yedinci bölümde incelenmiştir.

1. DÜNYADA ALTIN

“Altın kimsenin yükümlülüğü değildir ve batmaz (iflas etmez)”¹. Altının kimsenin yükümlülüğü yani borcu olmaması her devirde servet birikiminde, muhafazasında ve transferinde en önemli araç olmasını sağlamıştır ve yasaklandığı durumlarda bile tüm toplumlarda kabul görmüş, el altından değer taşımıştır. Bilinen tarih içinde insanlar 7000 yıldır altınla uğraşmaktadır. Altın için yalan söylemiştir, savaşmıştır, ölmüştür, öldürmüştür veya esir düşmüştür. Altın hep en iyinin, en değerlinin ve en güzelin sembolü olmuştur. Ölümsüzlüğü isteyen firavunların mumyalarının sandukalarını kaplayarak üç dört bin yıl öncesinin zenginlik ve ihtişamını dönemin sanatıyla birlikte günümüze kadar altın taşımıştır. Ege ve Akdeniz kıyılarında bulunan batıklardan çıkarılan ve daha dün basılmış gibi parlayan altın sikkeler yardımıyla binlerce yıl öncesinin gizemli ticaret yollarını öğrenmekteyiz ve dolayısıyla dönemin ticaret hayatı hakkında bilgi edinmekteyiz.

Sonsuzluğu isteyenler sıcağa, soğuğa, suya, aside ve korozyona yani zamana karşı dayanıklı olmasından dolayı altını kullanmıştır. Altın, en iyi iletken olması sebebiyle uzay endüstrisinde de yerini alırken astronotların güvenliğini sağlamıştır ve modern çağın iletişim ve bilgisayar teknolojilerinde de kullanılmıştır.

Enflasyonun yüksek olduğu veya krizlerle boğuşan ekonomilerde bireylerin tasarruflarını korumuştur.

İlkçağlarda dere yatakları veya benzer yerlerde bulunan parçalar dışında altın elde edilmesi ve üretimi hep çok zor olmuştur, altın işçileri günümüz modern teknikleriyle altın üretmeyi öğrenene kadar büyük zorluklar çekmişlerdir. Zor üretim şartları altın arzını hep sınırlı tutmuş ve onsekizinci yüzyıla gelinceye kadar üretilen

¹ Anglo-Sakson özdeyiş, “Gold is no one else’s liability and does not bankrupt.”

toplam altın miktarının bin tona bile ulaşmadığı tahmin edilmektedir. Binsekizyüzlere sonra üretim hızlanmıştır. Günümüzde dünyadaki toplam üretilmiş altın miktarının 140 bin tona ulaştığı hesaplanmaktadır². Daha önceleri üretim Güney Afrika ve Rusya'da yoğunlaşmıştı. Günümüz modern teknikleri maliyetleri hızla düşürmüş ve altın fiyatının yükselmesinin de etkisiyle üretici ülke sayısı artmış ve yıllık üretim 2500 ton seviyesine gelmiştir.

Altının tarihçesine baktığımızda, yasaklanarak, zorla, savaşla veya herhangi bir şekilde bulanların elinden alınan altın, firavun, kral, prens, padişah veya hükümetlerin hazinelerinde toplanmış buradan da beceriklilerin kasasına doğru yol almıştır. Gün gelmiş büyük topraklar altınla satın alınmış, gün gelmiş beceriksiz krallar veya padişahlar büyük servet sahiplerinden veya bankerlerden altınla borç almıştır. Altın bu seyahati sırasında tehlike ve refahı da beraberinde taşımıştır. Altınla ilgili el değiştirme işlemleri hep güvenli ortamlarda gelişmiştir. Eski çağda İpek Yolu üzerinde ticaret merkezi haline gelen Likya'nın kralı Krezus, krallığının hazinesini altınla doldurmuş ve tarihte bilinen ilk altın parayı bastırmıştır³.

Zaman içinde altın merkezleri uygun ortamı ve ticari dehanın yoğunluk kazandığı merkezleri takip etmiştir. Bunlar Bizans başşehri Konstantinopol, Osmanlı hükümlerliğini takip ederek İstanbul, Avrupa ve Doğu ticaretini ele geçiren Venediklilerin küçük ve güvenli merkezi Venedik, Kuzey Avrupa'nın gelişmesiyle Amsterdam, Amerikan ticaretinin ele geçirilmesi ve Fransız ihtilali sonucu elitlerin ve dolayısıyla servetin yerleşmesi sonucu Londra ve sonunda New York sırasıyla altın merkezi olmuşlardır.

Altın güvensiz ortamlardan, ağır vergilerden, komisyon oranlarından hep kaçmıştır. İthalat ve ihracatın serbest olduğu yere yönelmiştir. Avrupa'da uzun süren

² Antony Neuberger, **Gold Derivatives: The market impact**, Mayıs 2001 s.15.

³ Timoty Green, **The World of Gold**, London, Rosendale Press, 1993, s. 14.

savaşlar sonucu aranan güven ortamını ve doğal özelliklerini özenle hazırlanan bireysel serveti koruma yasalarıyla pekiştirerek bireysel servetlerin güvenle korunduğu yer haline gelen dünyanın kasası Zürih de bir altın merkezidir. Bugün New York, Londra ve Zürih'te bir gram bile altın üretecek altın madenleri yoktur ama hepsi birer altın merkezidirler. Buna karşı Güney Afrika yılda 500 ton, Rusya ise 250 ton altın üretirler, bu nerdeyse toplam dünya üretiminin üçte biridir ve maalesef ne Johannesburg ne de Moskova birer altın merkezidir, hatta her iki ülkede de halkın altın ticareti yapması bile yasaktır. Tüm altın ticaretinin yasaklandığı yerlerde olduğu gibi buralarda da halk arasında altın illegal ya da diğer bir deyişle kaçak yollardan el değiştirir. Altın ticareti polisiye tedbirlerle durdurulamaz ve bu ticareti din, dil, ırk, sınır gibi faktörler önleyemez. Bir kişi özel dikilmiş yelek ceplerinde 40-50 kilo altın taşıyabilir ve bu miktar günümüz fiyatlarıyla yaklaşık bir milyon dolarlık bir serveti ifade eder. Altın sınır tanımadan yer ve el değiştirir, yasaklamalar sadece altının bölgesel fiyatını değiştirebilir (genellikle arttırabilir).

Bankacılığın gelişmediği kırsal kesimdeki kişiler hasadın iyi geçtiği yıllarda elindeki parayı enflasyondan korumak için altın alır, kötü geçtiği zamanlarda da altınını bozdurarak ihtiyaçlarını karşılar. Türkiye, Hindistan ve Ortadoğu ülkeleri gibi bireysel servetlerin altınla korunabildiği, diğer yatırım enstrümanlarının gelişmediği ülkelerde fiziki altın talebi çok önemli miktarlara ulaşmıştır, buna Ortadoğu'nun geleneksel altın takı düşkünlüğünü de eklersek adeta tüm dünya altın üreticileri bu az gelişmiş veya gelişmekte olan bölgeye üretim yapmakta ve zaten kıt olan kaynaklar bu ekonomilerin bir zaafı olarak atıl yatırıma gitmektedir.

Gelişmiş ülkeler endüstriyel kullanım dışında takı amaçlı düşük ayarlı altın kullanmaktadır. Altın üreticilerinin büyük alıcı potansiyeli olacağına inandıkları Çin'in altın mücevher talebi ise hızla artmaktadır (2006'da 270 ton).

1.1. Altın Üretimi ve Talebinin Tarihsel Gelişimi

“Altın harika bir şeydir! Ona sahip olan tüm isteklerinin efendisi olur. Hatta ruhunu cennete bile taşıyabilir.” Kolomb’un Jamaika’dan mektubu, 1503⁴.

En az 7000 yıldır insanlığın tüm diğer metallere üstün tuttuğu altın dünya tarihinin bilinen bütün medeniyetlerinde kabul görmüştür.

Altının estetik özelliklerini bir tarafa bırakırsak tüm hükümlerinin altın peşinde olmasının nedenlerini belki şu şekilde özetleyebiliriz. Az bulunan bir metal olmasının yanında çok önemli fiziksel ve kimyasal özelliklere sahiptir. Diğer maddelerle reaksiyona girerek bozulması veya yok olması hemen hemen imkânsızdır. 1064 dereceye kadar erimez, özgül ağırlığı 19.32 gram/cm³’tür; saklanması ve taşınması kolaydır. En ilkel çağlarda bile kolayca şekillendirilmiştir. Çok ince tel veya levha haline getirilebilir.

İnsan derisinde alerji yapmaz. Bu yüzden yıllarca boyunda gerdanlık, kolda bileklik olarak taşınabilir. Yaygın olarak dişçilikte koruyucu veya estetik olarak kullanılmıştır. Kir ve pas tutmadığından kral sofralarında kullanılmıştır. Tarih boyunca bilinen en yaygın değer taşıma aracı olması nedeniyle para olarak da kullanılan altın en önemli yatırım ve değer saklama aracıdır. Son olarak en iyi iletken olarak uzay endüstrisinde ve diğer elektronik aletlerde yerini almıştır.

1.1.1. Altının Eski Hikayesi

Mücevher olarak altının kullanıldığını M.Ö.3000 yıllarında Mezopotamya havzasında yaşamış olan Sümerlerin kral mezarlarında yapılan kazılarda ele geçen ve günümüzde kullanılan takılara çok benzeyen buluntulardan anlıyoruz. Mısır’daki

⁴ Karl Marx, **Das Kapital**, Vol I, 1867.

firavun mezarlarında ele geçen ve halen Kahire Müzesi'nde sergilenen Tutankamun'un maskesindeki eşsiz işçilikten, altın işleme sanatının günümüzden beşbin yıl öncesinde bile çok ileri seviyelere ulaştığı anlaşılmaktadır. Mısırlılar altına şekil vermeyi ve başka metallerle karıştırarak değişik renk tonları ve metal sertlikleri elde etmeyi biliyorlardı. İlk altın para Lidya kralı Krezus tarafından bastırılmıştı (M.Ö.561-546) ve diğer gümüş ve bakır paralarla beraber Akdeniz limanlarında kullanılıyordu. Miken uygarlığı dışında yeterli altın arzı olmadığından altın para gümüş para kadar yaygın değildi. Yıllık bir veya iki tona ulaşmayan toplam altın üretimi çoğunlukla Afrika'da yapılıyordu ve türlü zorluklarla Akdeniz kıyılarına taşınıyordu. M.Ö.1000'li yıllarda Çin'de ve Kolomb öncesi Güney Amerika'da altın üretildiği bilinmektedir.

Daha sonraki yıllarda Güney Amerika'daki yerli medeniyetlerden vahşet dolu istila ve soygunlarla İspanyol ve Portekizlilerin eline geçen altınlar Roma'ya kadar gelmiştir, yıllık üretim 5-10 ton civarındadır. Bu talan sırasında 2500 yıllık İnka medeniyetlerinin eşsiz örnekleri olan altın süs eşya ve takıları eritilerek İspanya'ya taşındı. 1511 yılında İspanya Kralı Ferdinand istilacı askerlerine şöyle yazmıştı “Olabildiğince insanca ama tüm vahametiyle altın getirin”, ve onlar da getirdiler⁵.

Amerika'nın keşfine kadar toplam altın üretimi yıllık 5-10 ton civarında idi, daha sonraki iki yüzyıl boyunca İspanya ve Portekiz tarafından Güney ve Kuzey Amerika'dan getirilenlerle bu miktar 10-15 tona ulaşmıştı.

Yeni Dünya talanının bitmesiyle yıllık üretim tekrar 10 ton seviyesine kadar düştü. Türlü yollardan Avrupa'ya gelen altınlar sonunda devrin ticaret merkezi olan Amsterdam piyasasında toplanıyordu, buradan da zamanın önemli ticaret emtiası olan ipek, pamuk, baharat ve elmaslarla takas edilmek üzere doğuya doğru tekrar yola çıkıyordu. Daha sonraları İngiltere'nin siyasi ve ekonomik alanda öne geçmesi, buna ek

⁵ Green, **The World of Gold**, s. 17.

olarak da İngiliz Merkez Bankası'nın altın ticaretine özel önem vererek kurduğu altın brokerlik bölümü ve standartların oluşturulmasıyla Londra altın ticaretinin merkezi oldu ve bu konuda liderliğini 250 yıldır sürdürmektedir⁶.

Onyedinci yüzyılda gümüş paranın yaygın kullanımı çeşitli ülkelerde altın ve gümüş takas oranlarındaki farklılıklar nedeniyle önemli altın gümüş arbitrajlarına yol açıyordu, Güney Amerika'da 1:17 (bir birim altın = onyedini birim gümüş) olan takas oranı Avrupa'da 1:15, Çin ve Hindistan'da ise 1:12 den işlem görüyordu, bu da doğal olarak Güney Amerika'dan Avrupa'ya oradan da Hindistan ve Çin'e doğru gümüş taşınmasına sebep oluyordu⁷.

1720-1800 yılları arasında Brezilya iki ayrı bölgesinde bulduğu madenlerden yaptığı üretimle (yıllık 15 ton) bir anda dünyanın en büyük üreticisi olmuştu. 1750 yılında Alman bilim adamı ve kâşif Alexander von Humboldt detaylı bir çalışma yaparak toplam dünya üretiminin yıllık 25 tona yükseldiğini hesapladı. 1800'lere gelindiğinde bu madenler tüketildi toplam dünya üretimi yine yıllık 18 ton civarına düştü⁸.

Londra'nın altın ticaretinin merkezi olmasının getirdiği avantajla 1663 yılında ilk makine basımı altın sikke “**gine**” (guinea) piyasaya çıktı. Afrika'daki Yeni Gine'den getirilen altınlardan basıldığı için halk arasında bu isimle anıldı. İlk olarak bir sterlin değerinde işlem gören bu İngiliz altınları o kadar popüler oldu ki 1774 – 1777 yılları arasında Londra'da çoğunluğu dışarıdan gelen 155 ton altın, Gine sikkesi olarak basıldı. 1774 yılında basılan 17 ton sikke neredeyse tüm dünya altın üretiminin yüzde seksen veya doksanını oluşturuyordu⁹. 1850'lere geldiğimizde Rusya'daki Ural dağlarının

⁶ A.e., s. 16-18.

⁷ A.e., s.18.

⁸ A.e., s.19.

⁹ **Guinea Coin**, (British coin), Wikipedia The Free Encyclopedia, (Çevrimiçi) http://en.wikipedia.org/wiki/Guinea_coin.

eteklerinde bulunan yeni altın madenlerinin işletilmesiyle toplam yıllık üretim 100 tona yaklaşmıştı¹⁰.

1.1.1.1. Altına Hücum

19. yüzyılın ortalarında, Amerika Birleşik Devletleri'nin kaderini değiştirecek ve belki de tarihin en büyük sermaye birikimini başlatacak olan bir gelişme yaşanıyordu. 1848 yılının Kasım ayında New York Herald Tribune gazetesi şöyle başlık atıyordu "Amerika Birleşik Devletleri altın bir çağa girmek üzere". Vahşi Batı'nın Kaliforniya eyaletinde önemli altın kaynakları keşfedilmişti ve dünya tarihinin en kapsamlı "altına hücum"u başlamıştı. 1852 yılına gelindiğinde Yeni Dünya'nın yeni altın madenlerinin devreye girmesiyle dünya toplam altın üretimi 280 tona ulaşıyordu. Atlas Okyanusu'nu hızla aşan bu inanılmaz altın arzı önde gelen ülkelerin merkez bankalarının rezervlerine doğru akmaya başlamıştı, dört yıl içinde (1848 – 1852) İngiltere'nin rezervleri 12.8 milyon sterlinden 20 milyon sterline, Fransa'nın rezervleri ise inanılmaz bir şekilde 3.5 milyon sterlinden 23.5 milyon sterline ulaşmıştı¹¹.

Böylesine hızlı arz artışının altın fiyatlarını düşürmesi beklenmesine rağmen altın fiyatları uzun süredir değişmeyen, bir ons 22 ayar altın = 3.17 sterlin seviyesini korudu, ancak güvenilir para arzının artmasıyla dünya ticaretinin hızla genişlemesine ve artmasına yardımcı oldu¹².

Amerika'dan arzedilen altın miktarının yavaşladığı 1880'li yıllarda dünya altın üretimini toptan etkileyecek yeni bir yöntem geliştirildi ve devreye Güney Afrika girdi ve üretimde dünya liderliğini Amerika'nın elinden aldı. Bu döneme kadar alüvyon altını denilen zengin alaşımli, altın yüzdesi yüksek ve altın olduğu çıplak gözle görülebilen

¹⁰ Green, a.g.e, s.24.

¹¹ John Clapham, **The Bank of England, A History**, Cambridge University Press, 1944, Vol. II, s. 217

¹² Green, a.g.e., s. 31.

buluntular ve kaynaklar üzerinden üretim yapılırken bu yeni yöntemde kaya bloklarının içine çok ince partiküller halinde dağılmış olan altın zerreciklerinin ayrıştırılarak elde edilmesi mümkün hale geldi. Güney Afrika 1887 yılında yıllık 1.2 ton üretimle toplam dünya üretiminin sadece yüzde 0.8'ini üretebilirken 5 yıl içinde üretimini 30 tona çıkardı ve dünya üretiminin yüzde 15'ini temsil eder hale geldi. Özellikle 1950–1980'li yıllarda toplam dünya üretiminin yüzde 50'sinden fazlası Güney Afrika'da yapıyordu¹³. Daha sonraki 50 yılda neredeyse geçen 5000 yılda üretilenden daha fazla altın üretildi.

Ekonomik etkileri açısından altın, merkantilistler tarafından ekonomik ve siyasi gücün kaynağı olarak değerlendirilmiştir. Merkantilistlere göre dış ticaret politikasının temel amacı, dış ödemeler dengesinde fazlalıklar oluşturarak hazinenin altın stokunu arttırmaktır. Bu doktrin devletçi müdahaleyi savunur ve iç ticaretin gelişmesi için yoğun ithalat vergileri öngörür¹⁴. Sistemde, ülkelerin altın rezervlerini güçlendirme (arttırma) çabaları sonucu mal ihracı teşvik edilir. Dış ticarete başarılı olan ülkeler önemli altın rezervlerine sahip olarak sermaye birikimini gerçekleştirmiş ve kapitalizmin oluşmasına uygun koşulları sağlamıştır. Bu dönemin temel unsuru altın olmuştur.

1.1.2. Altın Standardı Dönemi

Altının, ekonomik anlamda etkilerinin güçlenmesi ve ulusal gücün kaynağı olarak görülmesi, uluslararası para ve ödemeler sistemi içinde de geçerli olmuş ve 1870'lerde başlayıp I. Dünya Savaşı'na kadar süren Altın Standardı Dönemi yaşanmıştır.

Altın standardı sistemi klasik iktisat teorisinin varsayımlarını yansıtmaktadır. Klasik iktisat teorisi, liberal devlet anlayışının, tam rekabet piyasasının ve paranın nihai bir amaç değil ödeme aracı olarak kabul edildiği bir sistemdir. Bu sistem altının

¹³ A.P. Cartwright, **The Gold Miners**, Purnell & Sons (SA) Ltd., Cape Town, 1962, s. 39.

¹⁴ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama**, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2003, s. 14.

uluslararası para birimi olarak kabul edilmesiyle uzun vadede iç ve dış ekonomik dengenin sağlanabileceğini savunur. Altın para sisteminde, esas para, belli ayar ve ağırlıktaki külçe veya para şeklindeki (sikke) altındır. Banknot veya madeni paralar altın paraya çevrilebilir nitelikte olduğundan paranın değeri ile külçe altın fiyatı birbiriyle uyum içindedir. Ödemeler banknotla yapılabilmekte ancak bu banknotlar merkez bankasına gidildiğinde altın paraya çevrilebilmektedir. Döviz kurları ise paraların birim başına içerdikleri altın miktarına göre sabittir. Eğer piyasada altına karşı talep artışı olursa darphane piyasaya altın sürerek fiyatların artmasını önlemektedir. Ülkedeki altın rezervi ise iç para arzına eşittir.

Londra’da bir Gini Altınının 21 şilinden alınıp satıldığı sıralarda Parlamento’da, paranın altın ve gümüş olarak mukayese değeri tartışılırken, bizim matematikçi ve fizikçi olarak bildiğimiz Sir Isaac Newton, kendisi o zamanlar Krallık Darphanesi’nin başındadır¹⁵, bir Gini Altınının 30 gümüş paraya eşit olduğunu ifade etmiş ve o günkü hesapla bir ons 916 ayar altının fiyatı 3.17 sterlin olarak kayıtlara geçerek parlamentoda kabul edilmiştir.

1717 yılında kabul edilen bu fiyat, Londra’nın devrin sermaye piyasalarının merkezi olması sebebiyle bir ons altın için standart fiyat haline geldi ve neredeyse 200 yıl fazlaca değişmedi¹⁶. Birinci Dünya Savaşı’nın başladığı 1914 yılına gelindiğinde 59 ülke kendi parasal sistemlerinde altın standardı kullanıyordu¹⁷.

Tablo I’de görüleceği üzere 13,565 tondan fazla altın, sikke olarak basıldı ve bu miktar tüm 19. yüzyılda üretilen (madenlerden elde edilen) 12,300 ton altından daha fazlaydı¹⁸.

¹⁵ **Master of Mint**, (Krallık Darphanesinin Başkanı), Wikipedia The Free Encyclopedia (çevrimiçi) http://en.wikipedia.org/wiki/Master_of_the_Mint.

¹⁶ Green, **a.g.e.**, s. 18.

¹⁷ **A.e.**, s.42.

¹⁸ Swiss Bank Corporation, **Gold Myth and Reality**, 2nd edition, 18 April 1985.

Tablo I : Büyük Devletlerin I. Dünya Savaşı'na Kadar Altın Para Basımında Kullandıkları Altın Miktarı (ton)

ÜLKE	Üretilen Altın
Büyük Britanya İmp., Avustralya(1816-1914)	6,489
ABD (1793-1914)	3,477
Alman İmparatorluğu (1800-1914)	1,903
Rusya (1800-1914)	1,287
Avusturya- Macaristan İmp. (1892-1913)	409

Kaynak: Gold, Myth and Reality, Swiss Bank Corp. 1985 s.21

1.1.2.1. Altın Standardının Çökmesi

İngiltere Merkez Bankası, çıkarmış olduğu kâğıt paralar karşılığında altın ödeme taahhüdünü ilk kez 1797 Şubatında durdurmuş ve bu durumu ancak 24 yıl sonra düzeltebilmişti. Bunun sebebi Napolyon'un başarılı savaşlarıyla birlikte Fransız Frangının değerlenmesiyle nakit altının bu arbitrajdan faydalanmak üzere Paris'teki rezervlere akması ve Napolyon'un Londra'yı işgal edeceğine dair yayılan dedikodular nedeniyle halkın bankalara hücumu sonucu azalan altın rezervlerinin nakit sıkışıklığına yol açmasıydı¹⁹.

¹⁹ Green, a.g.e., s. 20.

Birinci ve İkinci Dünya Savaşları arasındaki dönemde altın standardı sistemi dağılmıştır. Savaşa giren ülkeler orduyu finanse etmek ya da savaşta gördüğü zararı telafi etmek için karşılıksız ve ölçüsüz kâğıt para basmıştır. Böylelikle kâğıt paraya olan güven sarsılmış ve tek güvenilir paranın altın para olması pratiğiyle halkın ve devletlerin tekrar altın talep etmeleri standardın çökmesiyle sonuçlanmıştır.

Daha sonraları tekrar standarda geri dönmeye çalışılmışsa da bazı ülkelerin savaş öncesi paritelerde ısrar etmeleri farklı enflasyon oranları yaşamalarına yol açmış ve farklı rekabet güçlerinin oluşmasına rağmen bu devletlerin bunu bir ulusal prestij meselesi haline getirmeleri, sistemin tekrar uzun süre güvenli çalışmasını engellemiştir. Bu da parasal sistemin tıkanmasına ve büyük ekonomik ve parasal krizlerin yaşanmasına sebep olmuştur²⁰.

Birinci dünya savaşı süresince durmuş olan Londra altın piyasası 1917 yılında tekrar hızla işlemlere başlamışsa da savaş çok şeyi değiştirdiği gibi altınla eş tutulan sterlin ve dünyanın üstün ekonomik gücü olan İngiltere bu özelliklerini sonraki yirmi yıl içinde Amerika'ya kaptırmış ve altının geleceği ve fiyatı New York'ta belirlenir olmuştur²¹.

1.2. Altın Fiyatlarının Zaman İçinde Değişimi

Asırlar boyu altın fiyatları çeşitli nedenlerle değişmiştir fakat altın ısrarla diğer mal ve ürünlere karşı tarihi satın alma gücü paritesine her zaman geri dönmüştür.

²⁰ Seyidoğlu, a.g.e., s. 526.

²¹ Green, a.g.e., s. 44.

Altın zaman içerisinde etkin bir servet koruyucu olduğunu defalarca ispat etmiştir. Ekonomik ve sosyal dengesizliklerin arttığı, diğer varlıkların sıfıra indiği zamanlarda bile altın hep en emniyetli liman olmuştur²².

Mezopotamya’da bulunan en eski yazılı kayıtlardan altın fiyatlarına ait doğrudan bir fikir edinilememektedir. Altının sürekli muhafaza edilmesi gereken bir kıymet olmasının yanısıra krala ait bir mal olması nedeniyle ancak o devirde de yaygın olarak kullanılan gümüş paralar vasıtasıyla bir mukayese yapabiliriz²³.

MÖ.2000’li yıllar:

Bir koyun	0.26 – 1.6 gram altın ²⁴
Bir kadın esir	5.2 – 19.2 gram altın
Şehir dışı arazi	0.13 – 2.2 gram altın /m2

Altın gümüş karşısında giderek değerlenmiştir, MÖ. 2000’li yıllarda 1:10 iken, MS. 1600 ve 1700’lerde 1:16 seviyesine kadar çıkmıştır.

Günümüzde gümüşün bolca çıkarılması neticesinde bu oran 1:52 seviyesindedir.

Altın fiyatları altın standardı döneminde Londra’da Parlamento’da (1717) kabul edildiği 3.17 sterlin fiyatını uzun bir süre (yaklaşık 200 yıl) korumuştur. Birinci Dünya Savaşı neticesinde sterlin devalüe edilmiş ve yeni altın fiyatları 6.6 sterlin civarında oluşmuştur. Rezervlerini sterlin olarak tutan küçük Avrupa devletleri ve özellikle Belçika ve Hollanda bu devalüasyondan çok büyük zarar gördüler ve İkinci Dünya

²² Stephan Harmston, “Gold as a Store of Value”, WGC, **Research Study** No.22 1998, s. 6.

²³ Marion Butler, **Ancient Prices**, 2000.

(Çevrimiçi) http://www.gold-eagle.com/editorials_00/mbutler031900.html.

²⁴ Altın olarak fiyatların hesaplanmasında Altın:Gümüş oranı 10:1 olarak alınmıştır.

savaşı sonrasında ekonomik durumlarını düzelttiklerinde rezervlerinin büyük çoğunluğunu altın olarak tutmaya başladılar.

Amerika başkanı Roosevelt para arzını arttırarak büyümeyi istemiş ve Amerika'nın müdafaa ettiği 20.67 dolar/ons fiyatı korumaktan vazgeçmiştir. Halkın elindeki altınları hazineye devretmelerini istemiş, altın ticaretini ve ihracını yasaklamış ve dolar karşılığı altın konvertibilitesini kaldırmıştır. Ocak 1934'te yüzde 40'lık bir devalüasyonla bir ons altının fiyatını 35 dolar olarak belirlenmiş ve bu fiyat 1971'e kadar değişmemiştir. Amerika'nın bu cazip fiyatı New York'a altın yağdırmış ve Amerika'nın altın rezervleri 22 bin tona ulaşmıştır, bu tüm resmi rezervlerin yüzde 75'i ve neredeyse bu tarihe kadar çıkarılmış tüm dünya altının yarısıdır²⁵.

1.2.1. Bretton Woods Sistemi

Altın Para Sisteminde (1870 – 1930) altın, başlı başına para sisteminin temelini oluştururken, Bretton Woods Sistemi'nde ABD Dolarına konvertibilitesi tam olan bir anahtar rezerv aracı olarak işlem görmüştür²⁶. 1944-1973 yılları arasındaki dönemde, gelişmiş ülkelerin çoğunda Bretton Woods diye adlandırılan Altın Kambiyo Sistemi egemen olmuştur. Bretton Woods anlaşması ile başlayan dönem, ABD Doları'nın uluslararası rezerv para halini almasıyla, ayarlanabilir sabit kur sistemine dayanmıştır. FED tarafından IMF'ye verilen taahhüde göre, bir ons altın için 35 ABD Doları'nın ödenmesi taahhüdü verilerek doların altına konvertibilitesi başlatılmıştır. Diğer ülkeler de paralarını ABD doları cinsinden tanımlamışlar, ulusal paraların altına ve dolara göre

²⁵ Green, a.g.e., s. 48.

²⁶ İAB, **Dünyada ve Türkiye'de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum**, İstanbul Altın Borsası Yayınları – 7, s.13.

tespit edilen kurun da +/- %1 oranında bir bant içinde dalgalanmasına izin verilmiştir²⁷. Bu sistem altın kambiyo sistemi gibi görünmesine rağmen aslında ABD Doları bazlı bir kambiyo sistemidir.

Batılı ülkelerin gelişen ekonomik güçlerine paralel olarak dolar cinsinden tuttukları rezervlerini altına çevirmeleriyle altın talebi hızla artmaya başlamıştır. Oluşan aşırı talebi dizginlemek ve fiyatı 35 dolar/ons seviyesinde tutabilmek için Avrupa ülkelerinin ve ABD'nin katılımıyla "Altın Fonu" kurulmuştur. 1967'de İngiliz Sterlini'nin devalüe edilmesiyle spekülâtorler tarafından altına karşı talep tekrar artmaya başlamış ve Altın Fonu aracılığıyla piyasaya altın arz eden 17 merkez bankası serbest piyasaya müdahale etmeme kararı almışlardır.

Bu karar Altın Fonu'nun sona ermesine yol açarak serbest piyasa kurallarına göre fiyatların oluştuğu bir piyasa ve merkez bankalarının kendi aralarında kullandıkları fiyatların geçerli olduğu ikili fiyat sisteminin geçerli olduğu ikili piyasa yapısını ortaya çıkarmıştır. İkili fiyat sistemi altının uluslararası parasal sistemdeki fonksiyonunu azaltmıştır.

²⁷ Seyidoğlu, a.g.e., s. 533.

Grafik I : Altın Fiyatları



Kaynak: World Gold Council, <http://www.gold.org/value/stats/statistics/prices/index.html>)

Dolardan kaçıışı engellemek için kurulan “Altın Birliği”nin etkisiz kalmasıyla, 1971 yılında ABD Başkanı Nixon tarafından dolar-altın konvertibilitesinin sona erdiği ve altın fiyatlarının serbest piyasa şartlarında belirlenmesinin geçerli olacağı açıklanmıştır. ABD Merkez Bankası’nın yüzde 25 altın karşılık bulundurma uygulamasına son vermesiyle altın-dolar ilişkisinin ortadan kalkması, Bretton Woods Sisteminin sona ermeye başladığını göstermiştir²⁸. 1971 ve 1973 yıllarında yapılan devalüasyonlar dolardan kaçıışı önleyememiş ve 1973 yılında Avrupa ülkeleri aldıkları

²⁸ Ali Alıç, “Dünyada ve Türkiye’de Altın”, **Maliye ve Gümrük Bak. Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Yayını**, Ankara, 1985/268, s.28.

bir kararla ülkelerinin paralarını sabit kurlarla birbirlerine bağlamışlar ve dolara karşı serbest bırakmışlardır. Merkez bankaları arasındaki işlemlerde kullanılan ve rezervlerde bulundurulmuş altının değeri yapılan devalüasyonlar sonucu altının resmi fiyatı Aralık 1971’de 38 dolar/ons’a yükseltilmiştir. Şubat 1973’te ikinci kez devalüasyon yapılarak altının resmi fiyatı 42.5 dolar/ons olarak belirlenmiştir. 1944 yılından 1973 yılına kadar devam eden Bretton Woods Sistemi, Aralık 1973’te başlıca sanayileşmiş ülkelerin paralarını dalgalanmaya bırakmasıyla yıkılmıştır.

1.2.2. Bretton Woods Sonrası Altın Fiyatları

1976 yılına gelindiğinde serbestçe oluşturulan altın fiyatları resmi fiyatların çok üstüne çıkmıştır. Merkez bankaları da ellerindeki rezervleri oluşan pazar fiyatlarına yakın fiyatlardan değerlendirme fırsatına kavuşmuşlardır. Bretton Woods dönemi boyunca fazla yükselmeyen altın fiyatlarının bu dönemin ardından önemli iniş çıkış trendi göstermesiyle altın, gözde bir yatırım aracı haline gelmiştir.

1972-1980 yılları arasında dünya piyasalarındaki faiz oranları istikrarsızlıkları, yüksek enflasyon ve petrol fiyatlarında yaşanan artış sonucu, altın talebi artmış ve altın fiyatları da hızlı bir yükselişe geçmiştir. Bu dönemde, altın fiyatlarının serbest piyasa koşullarında dalgalanmaya bırakılmasından sonra forward, futures ve opsiyon piyasalarının da hızlı bir şekilde gelişmesinin etkisiyle altın çok önemli bir yatırım ve spekülasyon aracı haline gelmiş, altın üreticileri ile külçe bankalarının piyasalarda ağırlığı artmış, altın finansal piyasalarda değişik işlem stratejilerine konu olmuş ve yatırım portföylerinde yerini almaya başlamıştır.

1980 yılı Ocak ayında tarihi zirvesine ulaşan altın fiyatları, 1990 yılına kadar gerek uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmeler gerekse ekonomik ve siyasi konjonktüre bağlı olarak 600 ile 300 dolar/ons seviyelerinde dalgalanmıştır. Bu

dönemde altın piyasalarında çoğunlukla Ortadoğu ülkeleri ve batılı ülke yatırımcıları işlem yapmışlardır. 1990 yılından itibaren altın fiyatları 400 dolar/ons seviyelerinden aşağıya doğru bir trend izlemiştir. Bu durum daha çok son yıllarda merkez bankalarının rezervlerinde bulundukları altını elden çıkarmak için yaptıkları satışlardan kaynaklanmaktadır. 1998 yılına gelindiğinde önce Asya ülkelerinde daha sonra tüm dünyada yaşanan global kriz, altına olan fiziki talebi azaltmış daha sonra Avrupa Merkez Bankası rezervlerinin sadece %15'lik kısmının altına ayrılacağı görüşü dolayısıyla dünya rezervlerinde önemli bir paya sahip Avrupa ülkelerinin rezervlerindeki altının büyük kısmının elden çıkacağı düşüncesiyle altın fiyatları hızlı düşüslere sahne olmuştur.

1999 yılında ise İngiltere Merkez Bankası ve IMF rezervlerinden altın satılacağı haberleri üzerine altın fiyatları son 20 yılın en düşük fiyatları olan 280-290 dolar/ons'a kadar inmiştir. Ancak daha sonra IMF'nin rezervlerinden doğrudan altın satışına gitmek yerine altınlarını yeniden değerlendirme yoluna gideceğini açıklaması ve Eylül 1999'da 15 Avrupa Merkez Bankası'nın altın satışlarını yılda 400 tonu geçmeyecek şekilde önümüzdeki beş yıl boyunca toplam 2,000 ton ile sınırlandıracaklarını açıklamaları sebebiyle altın fiyatları tekrar fiyatlar yükselişe geçmiş ve 340 dolar/ons'a kadar yükselmiş sonra tekrar düşüşe geçerek 30 Aralık 1999'da fiyat 291 dolar/ons olarak gerçekleşmiştir.

2000 yılında altın fiyatları aynı bantta hareket etmiştir. Mart ayında Avusturya Merkez Bankası rezervlerinden 90 tonunun satışını ilan etmiş, 310 seviyelerine kadar yükselen fiyatlar 300 dolar/ons seviyesine düşmüştür. Haziran ayında açıklanan İngiliz Merkez Bankası satışlarının gerçekleşmesi dolayısıyla fiyatlar 280 dolar/ons seviyelerine kadar düşmüştür. Eylül ayında, Avro'nun ABD Doları karşısında 0.823 olan rekor düşük seviyeye ulaştığı dönemde altın fiyatları da 265-275 aralığında hareket etmeye başlamıştır. 2000 yılı sonunda ise altın ortalama 270 Dolar/ons seviyelerinden kapanmıştır.

2001 yılında altın piyasalarında fiyat hareketliliğinin başlaması 11 Eylül 2001 tarihinden itibaren olmuştur. Bu tarihten önce mart ayında 255 dolar/ons fiyatından işlemler gerçekleşmiştir. Bütün dünyayı derinden etkileyen ve 11 Eylül 2001 tarihinde gerçekleştirilen İkiz Kulelere yapılan saldırıdan sonraki günlerde, altının siyasal ve ekonomik karışıklık dönemlerinde en güvenilir liman olduğu sözünü doğrularcasına yatırımcılar ve tasarruf sahipleri altına yönelmişlerdir.

Altın talebinde görülen bu hızlı yükseliş beraberinde fiyat artışlarını getirmiş ve altın fiyatlarının yukarı doğru hareketliliği günümüze kadar devam etmiştir. 2002 yılında İngiliz Merkez Bankasının devam eden altın satışları altın fiyatları üzerinde baskı yaratmaya devam etse de altın fiyatları yükselmeye devam etmiştir. Yıl sonuna doğru ABD'nin Irak'a saldıracağı haberleri, Bali'de gerçekleşen terörist saldırı ve Kuzey Kore'nin nükleer reaktörü tekrar aktive etmesi haberleri uluslararası piyasalarda gerginliği arttırmıştır. Aralık 2002 ortalama altın fiyatı 320 dolar/ons olarak gerçekleşmiştir.

2003 yılı süresince altın fiyatları dalgalı bir seyir izleyerek 400 dolar/ons'a kadar yükselmiştir. Söz konusu dönem süresinde Jakarta, Bombay ve İstanbul'daki terörist bombalamalar, Saddam Hüseyin'in Aralık'ta yakalanması en önemli olaylardır. 2004 yılında altın fiyatları ABD bütçe açıkları ve enflasyon tehlikesi dolayısıyla 370 ile 430 dolar/ons arasındaki bantta hareket etmiştir.

Irak savaşının başlamasından sonra bölgedeki politik ve siyasi istikrarsızlık sebebiyle petrol fiyatlarındaki yükselişe, doların, euro ve diğer para birimleri karşısındaki değer kaybetmesi de eklenince altın fiyatları son 15-20 yılın en yüksek seviyeleri olan 430 dolar/ons seviyelerini aşmıştır.

Birçok yatırımcı ve portföy yöneticisi için altının, ticaret emtiası veya bir yatırım aracı olmaktan çok öte bir sigorta olarak görülmesi, Dolar veya petrol fiyatlarındaki

yükselişten bağımsız olarak, insanları cezbediği bilinmektedir. Altın piyasalarındaki hareketlilik giderek daha da artmıştır. Özellikle ABD'nin rekor derecede cari açık vermesi rezerv para olarak kullanılan dolar hakkındaki spekülasyonlar tekrar yatırımcıları ve büyük fon yöneticilerini altın almaya zorlamış ve altın tekrar 700 Dolar/ons seviyelerine kadar yükselmiştir.

Tablo II : Dünya Altın Üretimini Bölgelere Göre Dağılımı (ton)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Avrupa	27	27	24	20	20	21	19	20	19	20
Kuzey Amerika	534	530	500	510	492	447	421	389	382	356
Latin Amerika	316	338	381	378	375	392	406	413	462	496
Asya	396	445	457	468	524	511	541	508	568	522
Afrika	673	667	661	647	638	657	629	579	547	530
Okyanusya	329	324	316	312	299	279	296	272	277	256
Diğer Ülkeler	253	244	263	284	297	305	307	312	297	291
TOPLAM	2,528	2,574	2,602	2,619	2,645	2,612	2,620	2,492	2,551	2,471

Kaynak: GFMS, Gold Survey 2007, Gold Fields Mineral Services Ltd. S.39

Günümüzde altın fiyatlarını etkileyen en önemli faktör yatırım talebi ve spekülasyon taleptir. Dolaylı olarak fiyatlar da üretim maliyetlerinin bir fonksiyonu olarak yeni madenlerde üretim kararı verilmesinde önemli rol oynar.

Altın madenlerinde cevherin yeraltından çıkarılıp işlenmesi ve dore²⁹ haline getirilmesi son derece zahmetli emek yoğun bir süreçtir ve üretim maliyetini, dolayısıyla altın fiyatını etkiler. Bu maliyetler madenden madene bir ton ham cevherden kaç gram altın elde edildiğine göre çok farklılık gösterir.

Tablo III'te başlıca üretici ülkelerin üretim maliyetleri sıralanmıştır. Altının fiyatı yükseldikçe rantabl olmadıkları için daha önceden kapatılmış veya henüz üretime geçmemiş madenler tekrar gözden geçirilmekte ve özellikle emek yoğun sisteme göre çalışan madenler tekrar üretime başlayabilmektedir.

Tablo III : Seçilmiş Bazı Ülkelerde Altın Üretim Maliyetleri (\$/ons)

Ülke	2005	2006
Avustralya	359	433
Kanada	316	433
Güney Afrika	412	459
ABD	339	430
Diğer(ortalama)	295	348
Dünya	339	401

Kaynak: GFMS, Gold Survey 2007

²⁹ Dore: Uluslararası borsalarda işlem görmeyen, sadece rafinerilerce hammadde olarak kullanılan, altın yüzdesi standartlardan düşük altın külçe.

Ülkemize gelen altının çoğu “Johannesburg Rand” rafinerisi damgalıdır ve yıllık 250-300 ton civarı üretim yapan bu rafineri dünyanın en çok altın üretimi yapan ve ihraç eden ülkesi Güney Afrika’dadır. Bu ülkeyi üretim açısından sırasıyla Avustralya, ABD, Çin, Peru ve Rusya takip eder.

Tablo IV : Ençok Altın Üreten 20 Ülke (ton)

Sıra			Üretim	
2006	2005		2005	2006
1	1	Güney Afrika	315	292
2	3	ABD	262	252
3	4	Çin	230	247
4	2	Avustralya	263	245
5	5	Peru	208	203
6	6	Rusya	175	173
7	7	Endonezya	166	114
8	8	Kanada	120	104
9	9	Özbekistan	79	79
10	11	Gana	63	70
11	10	Papua Yeni Gine	69	60
12	13	Mali	46	54
13	14	Brezilya	45	50
14	12	Tanzanya	49	44
15	18	Arjantin	28	44
16	15	Şili	40	41
17	17	Meksika	31	38
18	16	Filipinler	32	30
19	20	Venezüella	21	26
20	19	Kolombiya	25	26
		Diğer Ülkeler	284	280
		Toplam	2,551	2,471

Kaynak: GFMS 2007, Gold Fields Mineral Services Ltd.

1.3. Altının Kullanım ve Yatırım Aracı Olarak Yeri ve Önemi

Altın binlerce yıldan beri bir değer olgusu olduğu gibi günümüzde de bu özelliğini arttırarak korumaktadır. Altın bazen mücevherat olarak, bazen finansal bir varlık olarak ya da endüstriyel bir madde olarak hep yaşantımızın içindedir. Altın bu özellikleriyle kırsal kesimin sosyal yaşamında yerini alırken birden fazla özelliğiyle de karşımıza çıkar.

Yoksul kesimde bazen başlık parası olurken kadının geleceğini bir şekilde garanti eder. Aynı zamanda süs eşyasıdır, sosyal statü simgesidir ve dışten tırnaktan artırılarak biriktirilen tasarrufu enflasyondan korur. Zamanı gelince alınacak bir çift öküz için, yandaki tarlanın alımı veya zor günlerde gereken masraflar için bozdurulur ve sonra işler düzelinece tekrar yerine konur. Kendi ihtiyaçları bitince çocukların ihtiyaçları hep bu koldaki bileziklerden veya boyundaki beşibiryerdelerden sağlanır ve son bir tanesi de ölümlük-dirimlik olarak ömrün sonuna kadar saklanır.

Altın değer koruyucudur. Enflasyonun yüksek olduğu ortamlardaki önemine ilave olarak Amerikan dolarına karşı negatif korelasyon gösterir; dolar diğer para cinsleri karşısında değer yitirirken altının fiyatı artar³⁰. Altın hiçbir ülkenin para veya ekonomi politikasına bağlı olmayan, bu ülkelerin kötü kararlarından, yanlış ekonomi politikalarından etkilenmeyen ve uluslararası kabul gören, güvenli para yerine geçebilen bir finansal varlıktır.

Zaman içinde altın kullanım alanlarını özetlersek süs eşyası olmasını takip eden ilk kullanım altının para olarak yani bir değişim aracı olarak kullanılmasıdır. Daha sonra ülkelerin merkez bankalarının rezervlerinde altın yer almıştır. Günümüzde ise yoğun olarak mücevherat, finansal rezerv, elektronik endüstrisi, tıp, hatıra para ve madalyon alanlarında kullanılmaktadır.

³⁰ F. Capie, T. C Mills, G. Wood, "Gold as a hedge against the US Dollar", WGC, **Research** No.30, 2004.

1.3.1. Mjevher Olarak Altın Kullanımı

Asya ve Ortadoğu'daki ülkelerin çoğunda altın hala mevcut en likit yatırım aracıdır, politik ve ekonomik karışıklıklarda, güvenilir bankacılığın, hatta banka şubesinin bile bulunmadığı yerlerdeki küçük birikimleri paranın değerinin zayıflamasından, enflasyondan koruyan ve herkes tarafından kabul gören altındır.

Asya ve Ortadoğu'da satın alınan mjevheratın üçte ikisinin süs eşyası olarak değil yatırım amaçlı olduğu tahmin edilmektedir³¹. Kuyumculuğun geliőtigi bu ülkelerdeki küçük emek yoğun iőletmelerdeki altın mjevherat üretimi gelişmiş ülkelere oranla hızla artmaktadır. Bu iőletmeler tüm sermayelerini altın olarak hesaplar ve tutarlar.

Türkiye, Hindistan, Tayland, Dubai ve Mısır gibi ülkelerde yoğun fiziki altın alım ve satım hacmi vardır. Bu lkeler yerli tüketim yanında giderek artan önemli ihracat rakamlarına ulaőmıőlardır ve kazanılan iőgücünün yanında hatırı sayılır ihracat geliri elde etmektedirler.

Dünya çapında altın mjevher tüketimi her yıl yüzde 20'den fazla artmaktadır, bu da kadınların giderek daha fazla altın mjevher tercih etmelerinden kaynaklanmaktadır.

³¹ WGC, "The Value of Gold to Society", s.3, (Çevrimiçi) <http://www.responsiblegold.org>.

Tablo V : Mücevher Tüketimi (Hurda dahil) (ton)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Hindistan	598	459	442	517	587	521
ABD	389	386	355	351	349	308
Çin	203	200	201	224	241	244
Türkiye	91	97	164	186	195	165
Suudi Arabistan	163	139	128	136	146	104
Birleşik Arap Em.	95	88	82	89	96	88
Endonezya	98	93	82	84	63	69
İtalya	90	86	82	77	71	63
Mısır	116	82	66	73	75	60
Endonezya	97	92	82	83	78	57
Pakistan	47	48	56	60	65	54
Rusya	32	38	47	55	65	69
İngiltere&İrlanda	82	79	73	70	59	52
Meksika	54	48	47	44	42	36
Japonya	38	34	32	35	34	32
Fransa	48	43	40	38	35	30
Güney Kore	64	57	46	39	38	30
Brezilya	40	37	24	31	33	29
Tayland	53	46	36	38	41	26
Almanya	39	34	29	27	25	22
Vietnam	24	25	23	26	27	22
Kuveyt	27	21	23	22	23	19
Tayvan	41	19	18	21	22	17

Kaynak : GFMS Gold Survey 2007

Altın diğer önemli finansal enstrümanlarla kıyaslandığında düşük negatif korelasyon gösterir. Son yirmi yıllık hisse senedi getirileriyle kıyaslandığında hemen hemen hiç korelasyon göstermemiştir³².

³² WGC, “The Value of Gold to Society”, s.4, (Çevrimiçi) <http://www.responsiblegold.org>.

Ancak politik ve/veya ekonomik krizlerde, hisse ve bonoların hızla değer kaybettiği durumlarda altın ters yönde hareket eder. Bu özelliklerinden dolayı altın çok etkin bir portföy çeşitlendiricisidir.

1.3.2. Rezerv Olarak Altın Kullanımı

Uluslararası ödeme sistemlerinde altın standardının 1971'den itibaren yıkılmış olmasına rağmen bir çok ülkenin merkez bankaları hala rezervlerinin önemli bir kısmını (ortalama olarak yüzde 9'u) altın olarak tutmaktadırlar. Önemli miktarda altın rezervi olan ülkeler Tablo VI'da verilmiştir. Dünya altın stoğunun yaklaşık yüzde yirmisi rezerv olarak merkez bankalarının kasasındadır³³. Bunun sebebi daha önce de bahsedildiği gibi altının kimsenin borcu olmaması ve yabancı paralar gibi, onu basan ülkelerin ekonomik kararlarından veya o ülke enflasyonundan etkilenecek değerini kaybetmemesidir.

Altın standardı uygulamasının ortadan kalkmasını takip eden son 35 yılda Amerikan doları diğer ülkelerin merkez bankalarında rezerv para olarak işlem görmektedir.

Özellikle son yıllarda Amerikan ekonomisinin aşırı miktarda cari açık vermesi portföyünde dolar tutanları endişelendirmiştir. Giderek altın talebi artmış ve altın fiyatları 700 dolar/onsa geçerek son yılların rekor değerine ulaşmıştır.

TCMB'da rezerv olarak tutulan altın miktarı 116.1 tondur ve toplam rezervlerin yüzde 3.7'sini teşkil etmektedir³⁴. TCMB altın rezervlerini cari koşullarda

³³ WGC, "Gold as a Reserve Asset", s.1, (Çevrimiçi) http://www.gold.org/value/reserve_asset.

³⁴ WGC, "World Official Gold Holdings", Mart 2007, (Çevrimiçi) <http://www.gold.org/statistics>.

nemalandırmak amacıyla yönetmelikle belirlenmiş şartları taşıyan güvenilirliği yüksek yurtdışı kurumlar nezdinde bir yılı aşmayan dönemler için yatırıma tabi tutmaktadır³⁵.

Tablo VI : Ülkelerin Resmi Altın Rezervleri

	Altın Rezervler	Toplam Rezervler	Altın Yüzdesi
	(ton)	(\$ milyar)	%
ABD	8,134	220	75
Almanya	3,423	111	63
IMF	3,217	-	-
Fransa	2,720	97	56
İtalya	2,452	75	66
İsviçre	1,290	64	41
Japonya	765	895	2
Hollanda	641	23	55
ECB	640	38	33
Çin	600	1,080	1

Kaynak : GFMS Gold Survey 2007.

1.3.3. Altın Para Basımı

MÖ 500 yıllarında Likyalılarla başlayan altın para (sikke) kullanımı günümüzde de devam eden bir alışkanlıktır. Onyedinci yüzyıl ortalarında Londra’da dünya altın üretiminin neredeyse yüzde doksanına ulaşan miktarda altın (yılda 17 ton) sikke olarak basılıyordu. 250 yıl boyunca altın genel olarak para basımında kullanıldı.

³⁵ TCMB, “TCMB Rezerv Yönetimi”, Ankara, s.19, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>.

Tablo VII : Sikke Basımında Kullanılan Altın (hurda dahil) (ton)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Türkiye	29.5	26.6	30.2	47.2	47	52	62
ABD	6.1	11.3	11.5	16.1	18	14	27.5
Kanada	4.3	5.6	11	6.7	8.8	10.2	8.3
Çin	3.1	4.7	3.7	5	5.1	3.9	7.6
Almanya	0.2	12	10.9	6.2	6.2	5.5	5.5
Avustralya	3.9	3.1	2.9	3.4	5.2	4.4	4.7
Avusturya	8.9	3.8	6.8	6.5	8	7.2	4.4
İran	6.2	6	6.2	4.8	4.6	4.2	4
İngiltere&İrlanda	3.2	2.4	2.8	2.5	2.4	2.3	2.4
Güney Afrika	2.4	3	1.6	2.9	3.5	1.5	2
Rusya	0.2	0.1	0.4	1	1.4	0.9	1.6
Meksika	4.2	1.5	3.5	1	1.3	1.9	1.4
Diğer Ülkeler	5.5	3.4	6.1	4.4	3.6	3.0	2.4
Dünya Toplamı	77.4	82.8	97.1	106.7	115.0	110.9	128.5

Kaynak : GFMS Gold Survey 2007, Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü

Günümüzde dünyada yıllık 120-130 ton civarında altın sikke olarak basılmaktadır (Tablo VII). Bu miktarın yarısı ise (62 ton), Türkiye’de resmi yoldan darphanede cumhuriyet altını olarak basılmaktadır. Bu altınlar çok düşük bir marjla alınıp satılmakta, törenlerde ve çeşitli günlerde makbul bir hediye ve güvenilir bir yatırım aracı olarak kullanılmaktadır.

1.3.4. Altının Elektronik Endüstrisinde Kullanımı

Altın yüksek iletkenliği ve dayanıklılığı ile yüksek teknolojinin kullanıldığı elektronik ürünlerde ve uzay teknolojisinde de yerini almıştır. Altın bu güvenilir özellikleri nedeniyle modern tıbbi cihazlarda da vazgeçilemeyen yüksek teknoloji metali olarak kullanılmaktadır. Altın talebinin yaklaşık olarak % 12'si endüstriyel kullanımdan kaynaklanmaktadır.

Altın insan teni veya dokusuyla reaksiyona girmediği için modern tıpta çok geniş bir kullanım alanı bulmuştur. İlkçağlarda dış hekimliğinde kullanılan altın tıpta teknolojinin gelişmesiyle, bakteri birikimini önlediği için damar açıcı aletlerde (stent), kalp ritmini düzenleyen aletlerde (pace maker) ve ensülin pompalarında kullanılmaktadır. Çeşitli kanser vakalarında genetik biliminin gelişmesiyle gerekli olan ilaçların mikro dozlarda hedeflenen hücre moleküllerine taşınmasında altından yapılmış elektronik yongalar kullanılmaktadır³⁶.

Yıllar itibariyle elektronik sektörü altın talebinin yüksek olduğu ülkeler Tablo VIII'te verilmiştir.

³⁶ WGC, "The Value of Gold to Society", s.5, (Çevrimiçi) <http://www.responsiblegold.org>.

Tablo VIII : Elektronik Sektörü Altın Talebinin Ülkelere Göre Dağılımı (ton)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Japonya	68.8	80.4	100.4	108	114.7	123.6
ABD	41.5	41.8	44.1	51.9	55.2	57.4
Güney Kore	18.8	20.8	23.4	26.2	28	32.4
Singapur	9.5	10	9.8	11.4	12.2	18
Rusya	10.2	10.2	11.1	11.9	12	12.1
Tayvan	8.9	9.4	10.4	11.5	12	17.6
Almanya	12.1	9.7	10.3	10.5	10.8	12.3
Çin	6.5	7	7.7	8.3	9.4	11
İsviçre	4.4	4.2	4.2	8.5	7.3	8.9
Hindistan	1.5	1.4	1.8	2	2.2	2.6
Rusya	1.8	1.8	2	2.1	2.1	1.9
Hong Kong	1.1	1.1	1.4	1.6	1.7	1.9
Hollanda	2	1.8	1.4	1.2	1.3	1.2
Toplam	197	206	233	259	273	304

Kaynak : GFMS Gold Survey 2007

1.3.5. Altın Piyasasında Yatırım Amaçlı Talep

Takı ve altın para özellikle Ortadoğu ve Asya'da aynı zamanda yatırım amaçlı kullanılmasına rağmen, asıl talep, tüccarlardan, üreticilerden, fon ve portföy yöneticilerinden ve bireysel yatırımcılardan gelmektedir.

Ortadoğu ve Asya’da genellikle 995/1000 saflıkta, kiloluk külçeler, veya yöresel standartlarda (tola bar)³⁷ külçeler yatırım amaçlı olarak kullanılır. Türkiye’de ise geleneksel cumhuriyet altınının yanında 1, 5, 10, 50 ve 100 gramlık külçeler “gram altın” markasıyla yatırımcılara sunulmuştur.

Türkiye’ye ithal edilen altının nerdeyse tamamı birer kiloluk külçelerdir, profesyonel yatırımcı ve alıcıların tercihi bu yöndedir. Uluslararası piyasalarda ise kiloluk külçelerden ziyade “large bar” denilen ve 400 ons ağırlığa kadar olan 999/1000 saflıkta büyük külçeler kullanılır.

Yatırım amaçlı altın talebi altın fiyatlarının seyriyle alakalı olduğu gibi makro ekonomik parametrelere de bağlıdır. Son yıllarda Amerikan ekonomisinin aşırı cari açık vermesi doların geleceği hakkında tereddüt oluşturmuş ve yatırım amaçlı altın talebi artmıştır. Genel olarak altın fiyatlarıyla altın talebi arasında doğrudan bir ilişki vardır, fiyatlar artarken talep artar, fiyatlar düşerken de talep düşer³⁸.

2006 yılında birkaç banka tarafından altına dayalı fon kurulmuş, karşılığı fiziki altın İAB’ye teslim edilerek paylar yatırımcıya arzedilmiştir.

Bazı ülkelerin yatırım amaçlı altın taleplerindeki yıllar itibariyle değişim Tablo IX’de verilmiştir.

³⁷ Tola bar; Hindistan’da popüler olan altın külçe ağırlık ölçüsü , (10 tola bar =116.64 gram).

³⁸ Mehmet H. Sağlam, **Altın Dünya Borsalarında Vadeli Altın İşlemleri**, Borsa Kütüphanesi Dizisi: 2, Scala Yayıncılık, İstanbul, 1993.

Tablo IX : Bazı Ülkelerin Yatırım Amaçlı Altın Talebi (ton)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Brezilya	-8	0	4	-3	-1	-4	-4
Iran	8	8	10	12	13	12	9
B. Arap Em.	4	5	5	7	7	10	8
S.Arabistan	4	2	4	5	5	7	8
Kuveyt	-2	2	2	2	2	2	2
Hindistan	80	84	67	66	76	102	139
Pakistan	4	2	2	4	3	3	2
Japonya	63	72	100	42	61	37	-47
Vietnam	34	34	35	36	39	34	62
Tayland	9	12	12	1	12	28	20
Çin	5	4	2	2	7	7	10
Endonezya	9	9	10	2	5	3	-1
G. Kore	8	4	4	2	3	2	1
Malezya	3	4	4	0	1	1	0
Hong Kong	-2	2	-3	-5	1	1	0
Singapur	1	1	1	1	1	1	0
Avustralya	1	2	1	1	1	1	1
Rusya C.	0	0	0	2	8	3	3
Diğer	19	16	4	5	12	13	
Toplam	242	261	264	180	256	261	226

Kaynak :GFMS Gold Survey 2007

2. BİR ALTERNATİF YATIRIM ARACI OLARAK TÜRKİYE’DE ALTIN

Türkiye için altın önemlidir. Herkes altını tanır ve değerini bilir. Doğduğunda çocuğa altın takılır. Evlenirken geline altın takılır. Anneler evlatlarına dua ederken “tuttuğun altın olsun” der. Anadolu toprağında yaşayan tüm toplumlar tarih boyunca altınla haşırneşir olmuşlardır. Altına olan bu ilgi sanatta olduğu kadar günlük yaşamın da önemli bir ögesidir.

Diğer yatırım araçlarının gelişmediği veya erişilir olmadığı 1980’li yıllara kadar altın Türk halkı için en önde gelen yatırım aracıdır. Türkiye sınırları dahilinde mevcut olan altın madenleri tarih boyunca tüketilmiş veya verim düşüklüğünden terk edilmiş olduğundan neredeyse tüm talep dışarıdan karşılanmıştır.

Altmışlı yıllarda Türkiye’nin altın üretimi bir kaç yüz kilo’dan ibarettir bu da Etibank’ın ürettiği bakırın saflaştırılması sırasında elde edilen altındır ve yıllar itibariyle 100 ila 300 kilo arasında değişmiştir¹. 1983 yılı öncesinde resmi olarak ithal edilmediğinden yurda gelen altınlar genellikle İsviçre piyasasından satın alınarak Bulgaristan üzerinden kaçak olarak yurda sokulmuştur. Kilo başına 150 – 200 dolar kaçakçılara komisyon olarak ödenmiştir.

24 Ocak 1980 yılında Türkiye ekonomisinin her alanında serbest piyasaya geçiş politikalarının uygulanması ile alınan yapısal değişiklik kararları, altın piyasalarının erişimi açısından önemli bir aşamayı beraberinde getirmiştir. 1983 yılında alınan kararlarla altın ithalatı belirlenen kurallara uymak şartıyla serbest bırakılmıştır. Yine aynı dönemde altın ve döviz kurlarının Türk Lirası karşılık değerlerinin tespiti yetkisi T.C. Merkez Bankası’na verilmiştir.

¹ Cahit Kayra, “Türkiye’de Serbest Piyasada Altın Ticareti”, (Bir İnceleme), Maliye Tetkik Kurulu, Ankara, 7 Nisan 1970, s.63

Seksenli yıllardan itibaren serbestleşen piyasalar mevcut yatırım aracı olarak Türk Lirası mevduatın yanında döviz mevduat (DTH), hazine bonosu, repo, hisse senedi ve yatırım fonları gibi yeni enstrümanları yatırımcıların hizmetine sunmuştur.

Bugün gelinen piyasa şartlarında, Tablo X’da görüldüğü gibi altın mevduatının diğer yatırım tercihleri arasında oranı sadece % 0.1’dir ve halk bankalarda tutulan altın mevduatını tercih etmemektedir.

Tablo X : Yurt İçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri²

(Milyon YTL)	2005	2005 %	2006	2006 %	2005-2006 değişim %
YTL Mevduat	141,716	41	168,943	42	19
DTH	82,128	24	108,754	27	32
Kıymetli Maden Hesapları	96	0	250	0	160
Katılım B. Toplanan Fonlar	8,369	2	10,788	3	29
DİBS	55,276	16	55,781	14	1
Eurobond	5,348	2	5,413	1	1
Yatırım Fonları	29,374	8	22,012	6	-25
Repo	1,486	0	2,202	1	48
Emeklilik Yatırım Fonları	1,219	0	2,821	1	131
Hisse Senedi	23,020	7	26,256	7	14
Toplam	348,032	100	403,220	100	16

Kaynak: BDDK, SPK, İMKB, TCMB, MKK

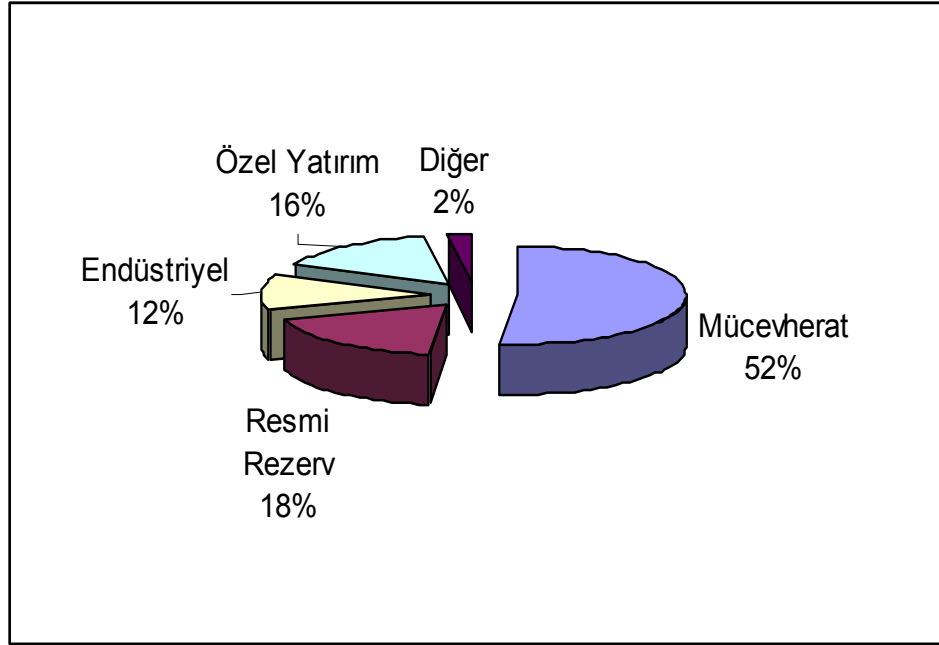
2.1. Altın Arz ve Talebini Etkileyen Faktörler

Altına olan klasik talep günümüzde mücevherat ağırlıklıdır (% 52). AB ülkelerinde olduğu gibi birleşen merkez bankaları ve piyasaların daha durağan hale gelmesiyle ülkelerin resmi rezerv olarak tuttıkları altın miktarı da azalmaktadır (% 18),

² BDDK, “Finansal Piyasalar Raporu”, BDDK, 2006, s.29 (çevrimiçi) <http://www.bddk.org.tr>.

özel yatırımlar ve büyük fonlarda tutulan altın ise hızla artmaktadır (% 16), endüstriyel talep ise daha düşük ayarlarda çeşitlenerek yaygınlaşmaktadır (% 12). Altın talebinde diğer önemli bir gelişme ise yüksek ayarlı altın az gelişmiş ülkelerin mücevherat talebini oluştururken, gelişmiş ülkelerde ise düşük ayarlı takı talebinin yaygınlaşmasıdır.

Grafik II : Dünya Yerüstü Altın Rezervlerinin 2006 İtibariyle Dağılımı



Kaynak :GFMS Gold Survey 2007

2.1.1. T.C. Merkez Bankasının Altın Satışına Başlaması

Yeni gelişen serbest piyasa uygulamaları doğrultusunda T.C. Merkez Bankası nezdinde 1984 yılında Türk Lirası karşılığı Altın Piyasası kurulmuş ve bu Piyasada T.C. Merkez Bankası tarafından ithal edilen altınlar yurt içindeki yetkili banka, şahıs ve diğer müesseselere satılmıştır.

1989 yılında bu sisteme döviz karşılığında altın satışı da eklenmiştir. 1993 yılında Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar'da yapılan değişikliklerle altının fiyatının belirlenmesi ile ithalatı ve ihracatı tamamen serbest bırakılmıştır³.

Altın piyasasının serbestleştirilmesi yönünde alınan bu kararlara ilave olarak T.C. Merkez Bankası uluslararası altın fiyatlarına sadece nakliye ve sigorta masraflarını ekleyerek gerekli altın arzını son derece rekabetçi fiyatlarla güvenilir bir şekilde sağlamıştır.

Merkez Bankasının muntazam altın arzı, altın piyasasını hızla geliştirmiş, kaçakçılık kârlı olmaktan çıkmıştır. Geçici ithalat uygulamasının başlamasıyla mücevherat üreticilerinin altın fiyatlarının değişmesinden etkilenmeleri önlenmiş ve dış ülkelerdeki alıcıların sağladıkları altın kredileriyle sermaye sıkıntıları kısmen azalmıştır.

³ İAB, **Kıymetli Madenler ve Piyasaları**, İAB Yayınları – 2, Rota Yayın, İstanbul.

Tablo XI : Türkiye'ye Giren Resmî ve Gayrî Resmî Altın Miktarı (ton)

YILLAR	RESMÎ	GAYRÎ RESMÎ	TOPLAM
1980	12	-	12
1981	32	-	32
1982	11	-	11
1983	27	Mar.13	30-40
1984	37	13 - 23	50-60
1985	76	65 - 75	140-150
1986	97	53 - 63	150-160
1987	90	90 - 100	180-200
1988	73	77 - 87	150-160
1989	100	5	105
1990	145	-	145
1991	113	-	113
1992	130	-	130
1993	163	-	163
1994	49	-	49
1995	112	-	112

Kaynak: Altın Bankacılığı, Borsası, Rafinerisi ve Türkiye, Erdoğan PEKCAN⁴

⁴ Erdoğan Pekcan, **ALTIN Bankacılığı Borsası Rafinerisi ve TÜRKİYE**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:1998-31, İstanbul, Mayıs 1998, s. 132.

2.1.2. İstanbul Altın Borsasının Kurulması

T.C. Merkez Bankasının döviz ve efektif karşılığı altın satmaya başlamasıyla altın ithalatı hızla artmıştır. Irak savaşı, İMKB endeksinin hızlı gelişmesi ve diğer ekonomik nedenlerle yıllık altın ithalatı önemli dalgalanmalar göstermiştir.

1990 yılından itibaren yaşanan ihracat patlaması kuyumculuk sektörünü de olumlu yönde etkileyerek altın ihracatının uluslararası sektörde yer edinmesine sebep olmuştur.

Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar’da yapılan değişiklikler ile altın ithalatı ve ihracını serbestleştirme yönünde alınan olumlu kararlar yeniden yapılanma sürecinde modern bir altın borsasının kurulmasını gündeme getirmiştir⁵.

Alınan bir dizi karar ve hazırlanan yönetmelikleri takiben altın bankacılığının geliştirilmesi, halkın elinde bulunan ve “yastık altı” olarak tabir edilen atıl altın stokunun ekonomiye kazandırılmasını ve kuyumculuk sektörünün desteklenmesini hedefleyen altın borsası 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 40/A maddesi hükmüne dayanarak; kıymetli madenlerin ve kıymetli madenlerle ilgili sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili Kıymetli Madenler Borsası olarak 26 Temmuz 1995’te hizmete girmiştir⁶.

⁵ İAB, **Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası**, İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları –1, s.2

⁶ İAB, **İstanbul Altın Borsası ve Kıymetli Madenler Mevzuatı**, İstanbul Altın Borsası Yayınları – 8, s.9.

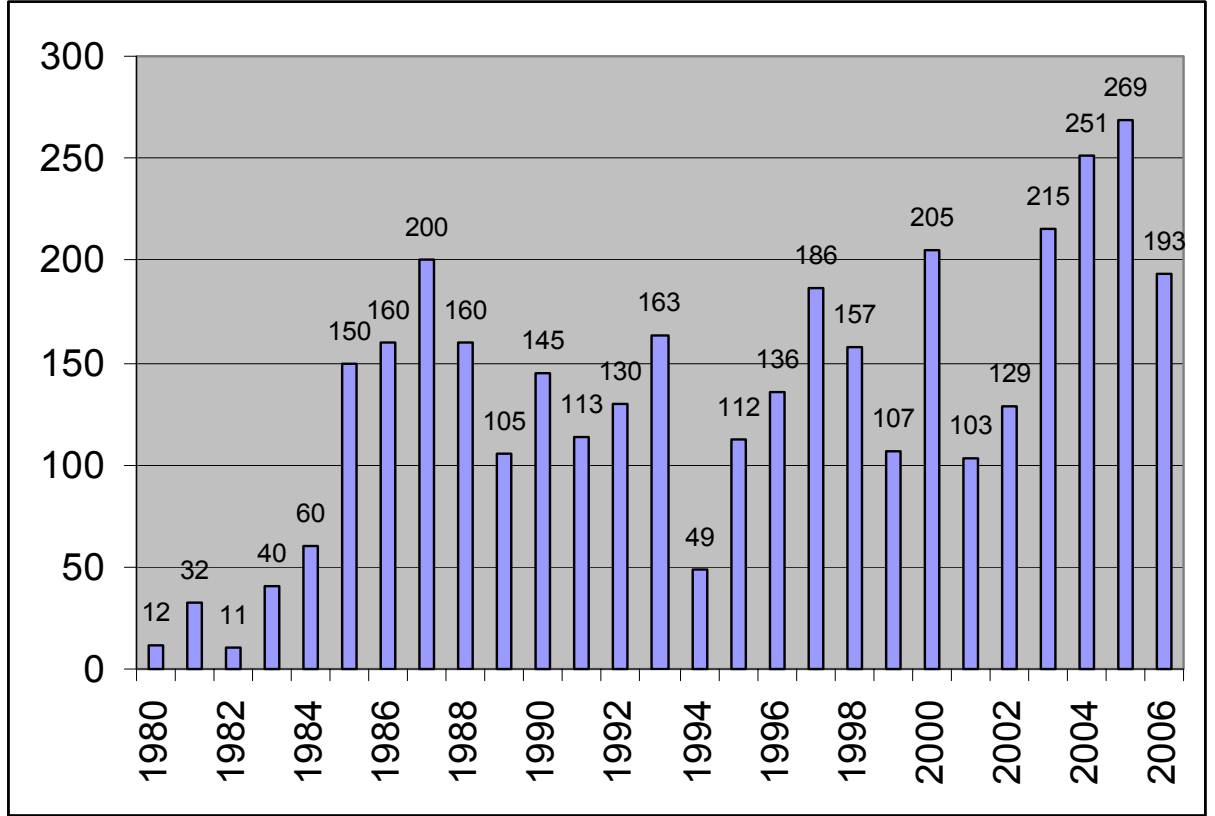
Dünyada pek benzeri olmayan ve Türk altın piyasasının ihtiyaçlarına cevap verecek şekilde özel bir sistem geliştirilerek kurulan İstanbul Altın Borsası hedeflendiği şekilde çalışmaya başlamış ve Merkez Bankası satışlarının durması ve kaçakçılığın da tamamen kârlı olmaktan çıkmasıyla neredeyse ithal edilen altınların yüzde yüzü borsadan geçer hale gelmiştir.

Böylelikle yıllardır kaçakçı gözüyle bakılan altın alıcı ve satıcıları, altın alım ve satım işlemlerini şeffaf bir ortamda, tam rekabet koşullar altında ve organize bir piyasada üstelik tam kayıt altında yapar hale gelmişlerdir.

İstanbul Altın Piyasasındaki fiziki altın alım satım (spot piyasa) işlemlerinin yapıldığı “Kıymetli Madenler Piyasası” yanında “Vadeli İşlemler Piyasası” ve “Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası” da kurulmuştur⁷. İstanbul Altın Borsası’nın kurulmasıyla 1992 – 2006 arasında hızla artan altın ithalat rakamları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

⁷ Murat Güvenç, **Altın Piyasasında Arz – Talep ve Aktörler**, İstanbul Altın Borsası Yayınları: 6, İstanbul, 2006, s.95.

Grafik III : TCMB (1980-1995) + İAB (1995-2006) Külçe Altın İthalatı
(ton/yıl)



Kaynak: TCMB ve İAB verileri

Borsa'nın kurulmasını takip eden yıllarda altın arzının büyük kısmı tamamen altın ithalatına yetkili olan bankalar tarafından yapılmıştır. Fiyatların serbestçe dünya piyasaları paralelinde belirlenmesi ve bankalar arası rekabet borsa bünyesindeki işlemlerin etkin hale gelmesini sağlamıştır.

Altın Borsası'nın kasasının dünya standartlarında sigortalanması sayesinde JP Morgan, Commerzbank, UBS, Credit Suisse gibi büyük altın satıcısı bankaların Türk

bankaları aracılığıyla İAB’de güvenli bir şekilde konsinye bazlı altın stoklamaları, İstanbul altın piyasasının altın likiditesini arttırmıştır.

Kredibilitesi yüksek Türk bankalarının yabancı bankalarla yapmış oldukları konsinye altın alım satım anlaşmaları, borsa kasasında sıfır maliyetle satışı hazır altın stoklama imkânı sağlamıştır. Bu imkân likidite yanında rekabetçi fiyatlamayı da getirmiştir. Bu uygun ortam yurtiçi talebin yanında komşu ülke altın taleplerini de kısmen İstanbul Altın Borsası’na yönlendirmiştir.

İstanbul Altın Borsası’ndaki fiziki altın işlemlerinde görülen bu parlak gelişme vadeli işlemlere yansımamıştır, borsa yönetimi vadeli işlemleri geliştirmek için gayret göstermesine rağmen piyasa katılımcıları açısından gelişme sağlanamamıştır. 2006 yılında İzmir’de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nın açılmasıyla İAB bünyesindeki Vadeli İşlemler Piyasa’sı kapanmıştır.

Halkın elinde bulunan ve kaba bir tahminle 5 bin ton civarında⁸ olduğu tahmin edilen altın bir türlü piyasa aktörlerinin kullanımına sokulamamıştır. Özellikle Toprak Bank tarafından şubelerde eksper bulundurulularak altın mevduatı toplanmasına çalışılmış fakat tasarrufların küçük miktarlarda ve standart dışı olması tüm uğraşları sonuçsuz bırakmış, bankalar da bu uygulamadan vazgeçmiştir.

Son yıllarda altın fiyatının hızla yükselmesi ancak profesyonel yatırımcıların bankalardan kaydî olarak aldıkları altınları aynı bankalarda mevduat hesaplarına yatırmasıyla bir miktar altın mevduatı oluşturulabilmiştir. Ülkemizin genel kaynak sıkıntısı bu alanda da ortaya çıkmıştır.

⁸ Özer Ertuna, “The Liberalization fo Turkey’s Gold Market”, WGC, **Research Study** No.7, June 1994, London.

Bankaların yurtdışından elde ettikleri altın kredilerini uygun fiyatlarla kuyumculuk sektörüne aktarmaları kuyumculuk piyasasında adeta bomba etkisi yapmıştır. Kredi imkânlarının gelişmesi teknolojik yeniliklerin sektöre kazandırılmasını ve yurtiçi satışlarında markalaşmayı, dolayısıyla markalı ürünlerin yayılmasını ve çeşitlerinin artmasını sağlamış, hızla yeni kuyumcu dükkânları açılmıştır.

Aynı şekilde kredi imkânlarının artması mücevher ihracatçılarının vadeli satış kapasitelerini arttırmış ve bunun sonucunda İtalya'yla rekabet edebilme imkânını getirmiştir.

Aynı kredi imkânları borsada kurulmuş bulunan “Kıymetli Maden Ödünç” piyasasına aktarılamamıştır ve bu piyasa kadük olmuştur. Sadece birkaç altın ithalatçısı banka altın kredilerini doğrudan pazarlama yerine İAB ödünç piyasası vasıtasıyla sunmaktadır.

Bankalar tarafından İAB ödünç piyasası dışında, şubeleri vasıtasıyla verdikleri altın kredilerini tebliğ gereği⁹ İAB’de tescil ettirmek ve komisyon ödemek zorundadırlar.

Yıllar itibariyle İAB’de tescil edilen altın kredileri toplamı aşağıda verilmiştir. Aşağıdaki tabloda brüt olarak verilen rakam, verildiği dönem itibariyle aynı yıl içinde birkaç kez tescil edildiğinden net kredi miktarı daha azdır ve 10-15 ton arası olduğu tahmin edilmektedir.

⁹ Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karara İlişkin 2000 – 32/25 sayılı Tebliğin 6. maddesi.

Tablo XII : İAB’de Tescil Edilen Altın Kredileri 2001 – 2006

Yıl	Miktar (kg)
2001	4,207
2002	8,192
2003	13,085
2004	13,866
2005	21,930
2006	21,608

Kaynak: İAB

2.1.3. Hurda Altın Piyasası

Dünya altın piyasasında hurda altın arzının ekonomik nedenlere bağlı farklı kaynakları vardır. Bu kaynakların hemen hemen hepsi altın fiyatlarıyla doğrudan etkileşim içindedir, fiyatlar arttıkça hurda altın arzı da artmaktadır.

Elektronik devrelerde kullanılan altının giderek daha ekonomik olarak kullanılması (inceltilecek ve çiplerin küçültülmesiyle), bu sektörden gelen hurda miktarını azaltmasına rağmen mücevherattan gelen hurdayla toplam hurda arzı artmaya devam etmektedir. Büyük çoğunluğu Ortadoğu ve Asya olmak üzere toplam miktar 2005 yılı itibariyle 861 tona ulaşmıştır.

Türkiye'nin hurda arzı 2006 yılı itibariyle 82 tondur. Türkiye altın piyasası alışverişinin son derece etkin çalışan altın dolaşım sistemi Darphane'de basılan altın paralar ve yeni üretilen takıları ana kanallardan (şehirlerdeki üreticilerden) köylerdeki satıcılara kadar taşırken dönüşte hurdaları aynı kanallardan merkeze toplarlar.

Türkiye'nin hurda altın arzı adeta ekonominin barometresi gibidir. Kapalıçarşı'daki birkaç ifrazcıya¹⁰ gelen hurda altın miktarındaki artışın derecesi kırsal kesimde yaşanmakta olan ekonomik krizin veya zorluğun adeta aynasıdır.

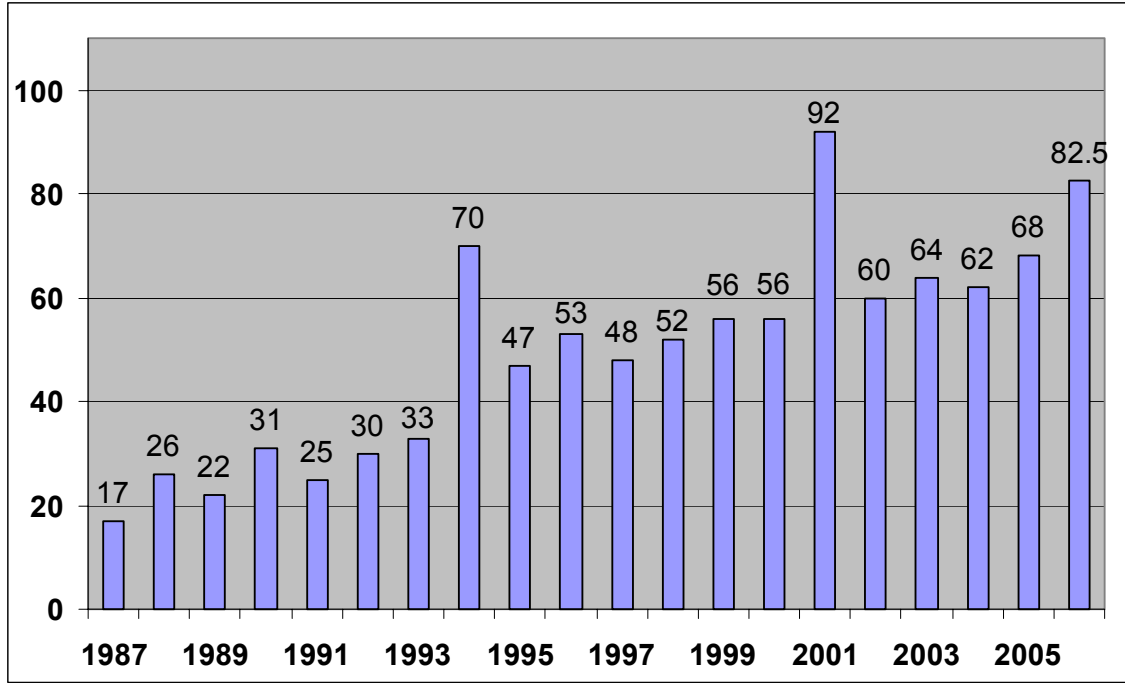
Küçük miktarlarda altına yatırım yapan ve zor günler için bu altınları saklayan bireyler ekonominin dolayısıyla da bireylerin zorlandığı dönemlerde bu altınları elden çıkararak (bozarak) ani ihtiyaçlarını veya gereksinimlerini yerine getirirler, durumlarının düzeldiği ve birikim yapabildiklerinde gelecek günleri düşünerek tekrar altın satın alırlar.

1987-2006 yılları arasında bireylerin elden çıkarmış oldukları ve piyasaya hurda dönüşü olarak nitelendirilen bu gelişmeler Grafik IV'te izlenebilir, ayrıca yıllık hurda altın arzı rakamlarının olağan dışı yüksek olduğu dönemlere bakarak hangi yıllarda Türkiye ekonomisinin krizde olduğu kolayca görülebilir.

Türkiye'de LBMA tarafından onaylanmış, diğer bir deyişle uluslararası piyasalarda kabul gören, standart külçe üreten altın rafinerisi olmamasına rağmen bu kadar yüksek tonajda hurda arzının iç piyasada döndürülebilmesi, Türkiye altın piyasasının tarihsel gelişimi sonucu oluşan tecrübe birikimi ve güven ortamının yarattığı sistem içinde açıklanabilmektedir.

¹⁰ ifraz : eski metotlarla hurdadan saflaştırma yoluyla daha yüksek ayarlı altın elde etme işlemi

Grafik IV : Türkiye Hurda Altın Arzı 1987-2006 (ton/yıl)



Kaynak :GFMS Gold Survey 2007

Piyasalar söz ve güven esasına dayanmaktadır. Toplanan hurda Kapalıçarşı etrafındaki eski hanlarda yerleşik mini rafinerilerde saflaştırılarak kuyumcu atölyelerinin doğrudan kullanabileceği yarı-mamul has altın olarak sisteme girmektedir.

Böylelikle doğrudan yurtdışından ithal edilerek İAB’de satılan standart külçelere sermayesi yetmeyen küçük atölyeler rahatlıkla ve istedikleri gramajda tel veya şerit olarak üretimde kullanılmaya hazır yarı-mamul ürünleri satın alabilmektedirler.

2.1.4. Türkiye’deki Altın Madenlerinin Arzı

Anadolu topraklarında çok eski çağlarda başlayan altın madenciliği günümüze gelinceye kadar önemini yitirmiştir. Tüketilen madenlerin yanında gerektirdiği ağır işçilik maliyetlerinden dolayı kârlılığı azalan madenler de terkedilmiştir. Türkiye’nin yıllık 270 ton (2005 yılı) olarak ithal ettiği altın miktarı dünya altın üretiminin yüzde 11’ine denk gelmektedir.

Türkiye’de toprak altında altın rezervi var mıdır? Bu konuda çeşitli spekülasyonlar yapılmaktadır. 1997 yılında Prof. Dr. A. Erler tarafından yapılan bir araştırmaya göre 1985 yılından sonra Türkiye’ye gelen altın üreticisi yabancı şirketlerin, 200’un üzerinde maden sahasındaki tetkikler ve dünyadaki altın oluşum modellerine dayanılarak yaptıkları hesaplamalarla Türkiye altın potansiyelinin 6,500 ton civarı olduğunu tahmin etmişlerdir¹¹. Ancak 1985 yılında yabancı uzmanlar ve Maden Tetkik ve Arama Kurumu (MTA) uzmanları tarafından yapılan inceleme raporlarında Türkiye’de işlenebilecek toplam 135 ton altın rezervi mevcut olduğu belirtilmiştir¹². Daha sonraları yapılan çalışmalarda bu rakam 300 tona kadar çıkmıştır¹³. Potansiyel yataklar ve yan ürün kapasiteleriyle beraber bu rakam 575 tona çıkmaktadır¹⁴.

Türkiye’deki altın yataklarının coğrafi dağılımı ve kapasiteleri Tablo XIII’te verilmiştir. Bunların arasında en yüksek trenörlüsü¹⁵ Ovacık ve Efemçukuru/İzmir’de bulunan altın madenleridir. 27 ton altın rezervi olduğu tahmin edilen Ovacık madeni uluslararası madencilik şirketleri arasında birkaç el değiştirdikten sonra bir Türk firması (Koza

¹¹ Ali Kuzu, **Altın Tepside Sunulan Ülke**, Birharf Yayınları No.40 İstanbul, 2005, s.49.

¹² Sinan Aslan, **Altın ve Altına Dayalı İşlemler Muhasebesi**, İAB Yayınları – 3, İstanbul, 1999, s.28.

¹³ Özlem Sertkaya Doğan, “Türkiye’de Altın Madenciliği”, **İÜ Edebiyat Fakültesi Coğrafya Bölümü Coğrafya Dergisi**, Sayı 13, s.154, İstanbul, 2005.

¹⁴ İsmail Hakkı Arslan, “Madencilik Özel İhtisas Komisyonu Raporu”, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, **DPT:2623-ÖİK:634**, Ankara, 2001, s. 4

¹⁵ Trenör(Tenör): ton başına cevher’den elde edilen altın (gram).

Madencilik A.Ş.) tarafından satın alınmıştır. Siyanürle üretim yapan teknoloji kullandığı için yıllardır bölge halkından tepki görmekte ve doğru düzgün üretim yapamamaktadır.

Diğer yandan Türkiye'ye ithal edilen standart külçe altın üzerinde KDV yükümlülüğü olmamasına rağmen, yurt içinde üretilen altının üzerine KDV maliyeti geldiği için, vergisiz olan ithal altına karşı rekabet edemediğinden İAB'de satış yapamamakta ve zenginleştirilen dore, standart külçe yapımı için yurtdışı piyasalara gönderilmektedir. Bu şekilde ödenen KDV problemi çözüldüğünde ve potansiyel diğer madenlerin de üretime geçmeleriyle az da olsa bir miktar yerli üretim arzı beklenmektedir.

Tablo XIII : Türkiye'de İşletilebilir Altın Rezervleri¹⁶

	Rezerv	Tenörü	Metal İçeriği
Yeri	(binton)	(gr/ton)	(ton)
Artvin (Cerattepe)	14,000	2	37
Eskişehir (Sivrihisar-Kamaz)	974	6	6
Gümüşhane (Mastra)	1,000	1	12
İzmir (Bergama-Ovacık)	2,980	9	27
İzmir (Efemçukuru)	2,500	13	32
Uşak (Kışladağ)	4,000	1	106
Toplam			230

¹⁶ Doğan, a.g.e., s.153.

Kütahya’da bulunan Eti Gümüş madeninden ve diğer elektrolit bakır üreten Sarkuysan, Etibank ve Karadeniz Bakır gibi tesislerden yan ürün olarak kıymetli metal çamuru elde edilmektedir. Bu kıymetli metal çamurunun yurtdışına gönderilerek ayrıştırılması sonucu toplam yıllık 500-600 kilo altın elde edilmektedir.¹⁷ Türkiye’nin toplam altın maden üretimi 2006 yılında 6 ton olarak ifade edilmiştir¹⁸.

2.1.5. Altın Talebinin Mevsimsel Değişimi

Türkiye altın talebinin alışlagelmiş eğilimi kırsal kesimden kaynaklanan olgu ile hasadı takip eden nişan, düğün ve daha önceki masrafların karşılanması için kullanılmış altınların hasattan gelen para ile yerine konmasından kaynaklanan taleple temmuz ve ağustos aylarında en üst seviyeye çıkar. Dolayısıyla hasadın iyi olduğu zamanlarda altın talebi de yüksek olmaktadır.

Türkiye talebinin bu özelliği uluslararası piyasa oyuncuları tarafından da bilinmektedir. Türkiye piyasasına bir kiloluk 995/1000 ayar külçe üretimi yapan Güney Afrika’daki Rand, İsviçre’deki Valcambi, Pamp, Metalor ve Argor-Herausse ve Almanya’daki Degussa rafinerileri üretim planlarını buna göre yaparlar. Otomatik makinelerle külçe üretiminin yapılmadığı yıllarda külçe talebinin ani yükseldiği günlerde yeterli satışa hazır külçe ithal edilemeyince fiyatların aşırı yükseldiği gözlenmiştir.

Türkiye’nin ve dolayısıyla bankalarının güvenilirliğinin artması sonucu İAB’deki konsinye stok miktarları artarak son yıllarda 10 tona kadar çıkmıştır. Türkiye altın piyasasındaki kredi sisteminin de sırasıyla yabancı rezerv bankalarından başlayarak yerli bankalar, büyük üreticiler, büyük satıcılar ve bayilere kadar ulaşması sonucu tüm sistem kredilendirilmiştir.

¹⁷ Aslan, **a.g.e.**, s.27

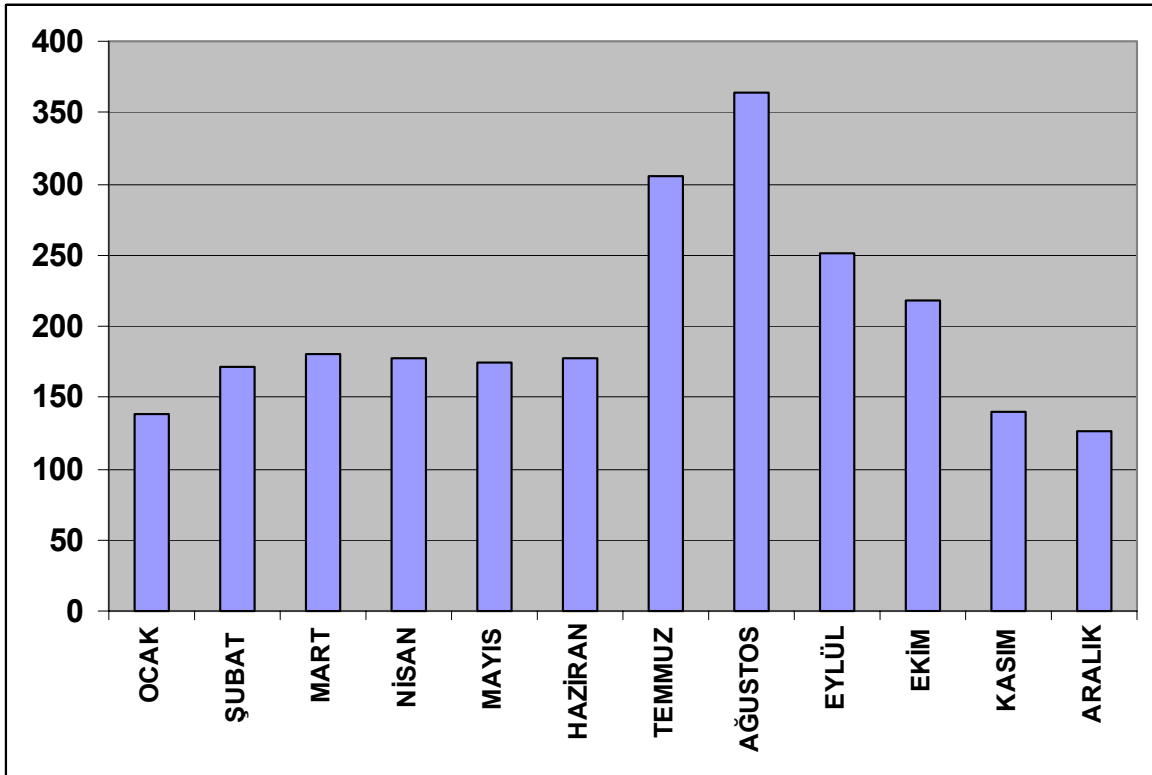
¹⁸ GFMS Gold Survey 2007, s.39.

Böylelikle üretimden mağaza vitrinine kadar mevsimselliğin yan etkileri azaltılmıştır. Üretici, sermayesi yetmediğinde kışın boş oturmamış, satıcı, vitrinine daha geniş bir ürün yelpazesi sunabilmiştir.

Son yıllarda turizm gelirlerinin artarak yıllık on milyon turist sayısına ulaşması, son derece rekabetçi fiyatlarla ve her türlü beğeniye karşılık verebilen eşsiz çeşidiyle turistik altın satışını patlatmıştır.

Özellikle ihracatçıları ilgilendiren yılbaşı satışları da Türkiye altın talebinde önemli etkenlerden biridir. Altın talebinin temmuz ve ağustos aylarındaki mevsimsel artışını son 15 yıllık veriler üzerinden Grafik V’te çok net bir şekilde görebiliriz.

Grafik V : Altın İthalatının Mevsimsel Değişimi (1990-2006) (ton)



Kaynak: TCMB + İAB verilerinden derlenerek oluşturulmuştur.

2.1.6. Altın Arz ve Talebini Etkileyen Diğer Faktörler

Yurtdışı altın faizlerinin arttığı durumlarda veya Türkiye riskinin yükseldiği zamanlarda yani ekonomik ve politik krizlerde altın, konsinye bazlı (kredili) ithal edildiğinden, kredi maliyetlerinin artması nedeniyle altının Türkiye piyasalarına arz maliyeti de göreceli olarak artmaktadır.

Talebi etkileyen bu farklılık çoğunlukla böyle durumlarda artan döviz fiyatlarından gelen maliyetin içinde erimiştir. Kırsal kesimden şehre göçen ve çoğunlukla düşük gelirli işlerde çalışan bu yeni şehirli kesim de altın talebi açısından aynı özellikleri (kırsal) göstermeye devam etmektedir. Ekonomik büyümeye bağlı ücret artışları doğrudan altın satışlarını arttırmaktadır. Büyüyen şehirlerin hızlı gelişen taşra semtlerinde banka şubesinden çok önce kuyumcu dükkânları açılmaktadır.

Yüksek gelir seviyelerinde görülen altın talebinin faiz, hisse senedi ve dövizle olan negatif korelasyonu Türkiyedeki genel altın talebinde pek göze çarpmamaktadır.

Türkiye kuyumculuk sektörü toplam ithal edilen işlenmemiş (külçe) altının yarısını işlenmiş ürün olarak ABD, Rusya, AB ve Ortadoğu ülkelerine ihraç etmektedir. Dolayısıyla bu ülkelerin altın takı alım güçlerini etkileyen ekonomik gelişmeler Türkiye altın talebini de doğrudan etkilemektedir.

2.2. Altının Yüksek ve Düşük Enflasyonlu Ortamlarda Kullanımı

Altın enflasyona karşı yılların birikiminin getirdiği bir alışkanlıkla serveti koruyan bir araç olarak kullanılmıştır. Bu özellik altının gerçek bir varlık oluşundan ve alışveriş ortamında kolayca kabul görmesi ve el değiştirebilmesindedir. Altının tarih boyunca parasal bir metal varlık olması onu diğer metallerden ayırır ve özel yapar¹⁹.

Finansal araçların gelişmiş ve çeşitlendirilmiş olduğu düşük enflasyonlu ülkelerde altına olan talep doğal olarak şekil değiştirmektedir. Altın, yatırımları enflasyondan koruyacak yegane enstrüman olarak görülmemektedir. Takı olarak kullanılan altın eşyalarda düşük ayarlı altın (18 ayarın altında) tercih edilmekte olup takı ve süs eşyalarının kullanılmasında altının değer taşıma özelliği ikinci planda kalmaktadır.

Asya ve Ortadoğu ülkeleri ile Türkiye’de ise tersine bir durum söz konusudur. Kırsal kesimde eldeki değerleri enflasyondan koruyacak başka bir enstrüman olmadığından yüksek ayarlı altın tercih edilir. Örneğin kırsal kesimde yaşayan Türk kadını kocasının getirdiği 22 ayardan düşük örneğin 18 ayar bileziği göreneğine uymadığı için koluna takmaz. Şehirleşmenin etkisiyle giyim kuşam eğlence gibi diğer masrafların artması altına yapılacak harcamayı kısıtlamış ve daha düşük ayarlı altın takılar kullanılmaya başlamıştır. Küçük tasarruflar da yavaş yavaş mevduat, fon ve hisse senedi gibi enstrümanlara kaymaktadır.

Özellikle Türkiye’de 1980-2000 yılları arasında yaşanmış olan yüksek enflasyonlu ortamlarda altın fiyatının nominal bazda artması servet artışı yanılmasına sebep olmuştur.

¹⁹ B.Lengwiler, S.Epp,M.Schoch, **Gold**, Credit Suisse Special Publications, Vol:66, Switzerland, April 1996, s. 14

2003 yılında yapılan bir araştırmada Ocak 1975 ile Aralık 2001 arasındaki üçer aylık altın fiyatları, Amerikan ekonomisinin makro verileri ve finansal piyasalarının verileriyle kıyaslanarak aşağıdaki sonuçlara ulařılmıştır²⁰.

- Altın getirileri ile GSMH, enflasyon ve faiz oranları gibi makroekonomik verilerdeki değişim arasında istatistiksel olarak anlamlı bir korelasyon yoktur.
- Dow Jones (DJ) endüstri endeksi, S&P 500 endeksi ve 10 yıllık hazine bonusu gibi finansal varlıklarla makroekonomik veriler arasında anlamlı bir korelasyon vardır.
- Makroekonomik verilerdeki değişikliklerin emtia piyasası ürünleri (petrol, alüminyum çinko gibi) fiyatlarına etkisi, altın fiyatlarına olan etkisinden çok daha kuvvetlidir.
- Altın getirileri hisse senedi ve bono endeksleriyle, emtia piyasası (commodities) ürünlerine göre daha az korelasyon gösterir.

Bu sonuçlar altının çok etkin bir portföy çeşitlendiricisi olma özelliğini desteklemektedir.

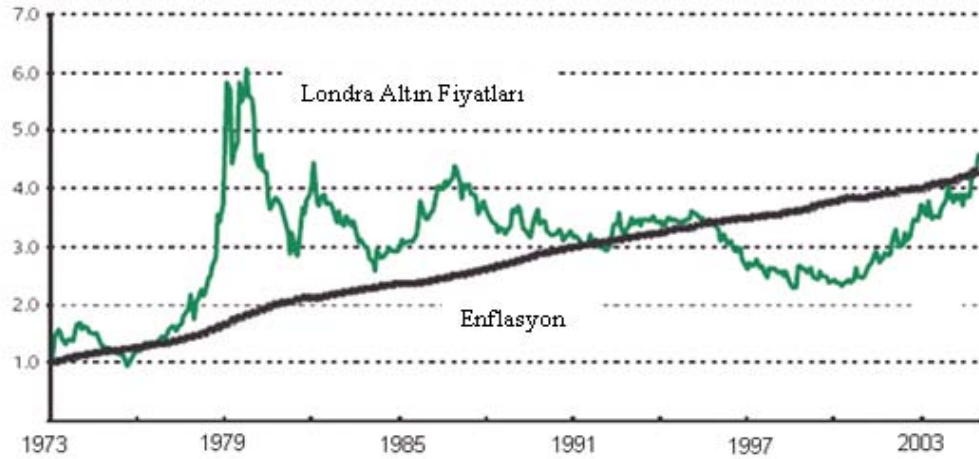
2004 yılında Kutan ve Aksoy'un ortak çalışmasında şu sonuca ulaşılmıştır; "İstanbul altın piyasası enflasyona karşı korunak (hedge) sağlamamaktadır. Türkiye gibi yüksek enflasyon ortamında olan ülkelerde, hisse senedi piyasaları gibi alternatif

²⁰ Colin Lawrence, "Why is Gold Different from other Assets? An Emprical Investigation". London, WGC, **Research**, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.gold.org/research>.

finansal piyasaların gelişmesiyle, altının enflasyona karşı alışılmış değer koruma özelliği kaybolmaktadır”²¹.

Reel bazda altın fiyatlarıyla enflasyon arasındaki ilişki aşağıdaki grafikte gösterilmiştir²².

Grafik VI : 1974 – 2005 Altın Fiyatları ve Enflasyon²³
(1973 US\$ fiyatları bazında)



²¹ A. Kutan, T. Aksoy, Public Information Arrival and Gold Market Returns in Emerging Markets: Evidence from the İstanbul Gold Exchange, **Scientific Journal of Administrative Development**, Vol.2, s.21.

²² R. Michaud, K. Pulvermacher, **Gold as a Strategic Asset**, WGC, September 2006, s.9.

²³ Michaud, **a.g.e.**, s.9.

2.3. Türkiye Altın ve Kuyumculuk Sektörü

Sayırsız kültür ve uygarlıklara beşik olan Anadolu, adeta bir kültür hazinesidir. Üzerinde yaşayıp yok olmuş kültürlerle ait binlerce takı, eşya, adak ve süs eşyası kutsal veya sanatsal amaçlı olarak eşsiz güzellikte üretilmiş ve bugün tüm dünya müzelerinde paha biçilemeyen eserler olarak sergilenmektedir. Bu eserler altından üretildiği için günümüze kadar aynı güzellikte kalabilmiş, üretildiği veya kullanıldığı dönemlere ışık tutmuştur. Elitler için üretim yapan sanatçılar hep teşvik görmüş ve altın işleme sanatı teknik olarak gelişerek günümüze kadar Anadolu'nun en önemli sanatlarından biri olmuştur.

Altın işleme sanatı günümüzde Türkiye için çok önemli bir sektör haline gelmiştir; yerli talebi karşıladığı gibi, ihraç edilen ürünlerdeki işçilik geliri ekonomiye iki milyar dolardan fazla bir katkı yapmaktadır.

Türkiye daha çok mekanik üretim dediğimiz, makinelerde mücevherat üretimi yapan İtalyan üreticilerinin en büyük rakibi olmuş ve yaptığı emek yoğun ve zengin çeşitli üretimle 2005 yılında üretilen altın miktarı açısından, İtalya'yı da geçerek Avrupa'da birinciliğe yükselmiştir. Üretilen miktar yanında sektörün işçilik olarak katma değeri rakiplere oranla daha da büyüktür.

Türkiye'de kuyumculuk sektöründe 7000 atölye, 100'den çok fabrika (ikisi dünya çapında) bulunmakta, buralarda üretilen ürünler 40 bin civarında satış noktasında satılmakta ve 500 binden fazla kişiye iş imkânı sağlamaktadır²⁴.

Bu sektörün hızlı gelişmesine sebep olan faktörleri incelediğimizde en başta seksenli yıllarda başlayan deregülasyon ve ihracat sektörüne getirilen kolaylıkları

²⁴ Kuzu, a.g.e, s.100.

görmekteyiz. Daha önce tanınmış yabancı markaları taklit ederek üretim yapan sektör hızla kendi otantik modellerini geliştirmiş ayrıca kendi modelcilerini yetiştiren okullar açarak dünya kuyumculuk piyasasında önemli bir yere gelmiştir.

Onbeş yirmi sene önce dünya fuarlarına girmeleri İtalyan üreticiler tarafından engellenen Türk üreticiler, 300'den fazla profesyonel takı tasarımcısıyla geliştirdikleri üretim çeşitleri ve rekabetçi işçilik fiyatlarıyla alıcıları Türkiye'ye çekerek hatırı sayılır kuyumculuk fuarlarını İstanbul'da kendileri açmışlardır (İstanbul Jewelry Show gibi).

En fazla 300-400 kişinin çalıştığı mücevher üretimi yapan İtalyan fabrikalarına karşılık birleşerek 1,200 kişinin çalıştığı modern fabrika organizasyonlarının yapılması ve ortak pazarlama faaliyetleri, ihracat kanalının daha verimli çalışmasını sağlamıştır. Standart üretim kapasitesinin artmasıyla Amerika'da televizyon kanallarından yapılan düşük ayarlı altın mücevherat satışı sisteminde Türk ihracatçıların payı artmıştır.

Bankaların altın kredileri piyasasına girmesinden önce, Kapalıçarşı esnafı arasında altın kirası olarak geçen yıllık altın faizi bir kiloya 150-200 gram yani % 15-20 civarında idi. Bankaların yurt dışından çok ucuza (% 2-5) aldıkları altın kredilerini yine çok uygun oranlarda kuyumculuk sektörüne aktarmaları piyasanın hızlı gelişmesine olanak sağlamıştır.

Bankaların sektöre getirmiş oldukları diğer önemli bir katkı altın ve kuyumculukla uğraşan işletmelerin işlemlerinin kayıt altına alınmasına ve bilançoların büyümesine imkân veren ve esnaf arasında “şeffaflaştırma kredisi” denilen kredilerin arz edilmesidir.

Bu sistem şu şekilde işliyordu; enflasyonun yüksek olduğu 1980 sonrasında firma sahibi tarafından işletmeye konulan sermaye (altın), işletme gerçek anlamda hiç kâr etmese dahi, bilanço değerlemesi Türk Lirası bazında yapıldığından, kâğıt üstünde

değeri artan sermaye kalemi fiktif olarak kâr edilmiş gibi göstererek, haksız vergi ödenmesine sebep oluyordu ve 3-4 sene içinde sermaye sıfıra iniyordu.

Bu yüzden işletme sahipleri sermayelerini bilanço dışında tutarak kayıt dışı işlemleri tercih ediyorlardı ve işletmelerini büyütemiyorlardı. Şeffaflaştırma kredileriyle firma sahiplerinden mevduat olarak alınan altın, firmaya kredi olarak veriliyor, böylelikle yüksek enflasyon nedeniyle altın fiyatında meydana gelen yüksek artışlar bilançonun iki tarafına da yazılarak etkisi sıfırlanıyordu.

Altın kredilerinin yaygınlaşması Amerika'daki toptan satış piyasasında vadeli olarak satış yapabilme kapasitesini arttırdı, New York 42. caddede 15-20 adet toptan satış ofisi açıldı ve buna bağlı olarak ihracatta da artış meydana geldi.

Tüm bu gelişmeler markalaşma sürecini de beraberinde getirmiştir. Türkiye genelinde gelişmiş bayi ağlarıyla Goldaş, Atasay, Arpaş, Asgold, Altınbaş ve Gülaylar gibi markalar öne çıkmıştır. Hatta randevulu satış yapan ve en üst kesime hitap eden Gilan markası New York 5. caddede prestijli bir mağaza açmıştır.

1980 sonrası hızlı gelişen turizm sektörü de altın sektörüne doğrudan katkı sağlamıştır. Zengin çeşidi ve rekabetçi fiyatlarıyla Türkiye'ye gelen turistler için Türkiye'den altın takı almak bir alışkanlık halini almıştır. Doksanlı yılların sonlarına doğru neredeyse özellikle Doğu Bloğundan gelen her turist Laleli piyasasından adam başı 80 gramlık bir altın zincir gerdanlık alırdı. Türk girişimcilerin Doğu Bloğu ülkelerinde açmış oldukları imalathane ve kuyumcu dükkânlarıyla talebi yerinde karşılamaları neticesinde Laleli piyasasının altın zincir satışı eskisine göre azalmıştır. Turizm kanalıyla yaratılan bu talebi karşılamak için tatil beldelerinde ve hatta büyük tatil köylerinde mevsimsel kuyumcu dükkânları açılmaktadır.

Tablo XIV : Türkiye’de Altın Arz ve Talep Dengesi (ton)

ARZ-TALEP	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Külçe İthalatı	103	129	214	251	269	193
Geçici İthalat	9	14	12	13	12	10
Mücevher İthalatı	5	6	6	7	12	14
Hurda Dönüşü	89	61	55	60	62	90
ARZ TOPLAMI	206	210	287	331	355	307

Mücevher İhracatı	42	50	53	60	68	52
Bavul Ticareti	22	23	17	12	15	12
Turistlere Satış	41	43	53	61	62	54
Yerel Satışlar	49	59	99	130	138	119
Cumhuriyet Altını	26	29	47	47	52	62
Küçük Külçe (IAR+Goldaş)	1	0	1	2	2	23
Külçe İhracatı	25	6	17	20	20	6
TALEP TOPLAMI	206	210	287	332	355	307

Kaynak:Dünya Altın Konseyi Türkiye Temsilciliği

Diğer kayda değer altın mücevher talebi Avrupa'da bulunan Türk işçileri kanalıyla oluşmaktadır. Eşe dosta hediye veya el altından satış olarak başlayan ve yolcu beraberinde taşınan bu altın mücevher ihracatı ne Türkiye'de ihracat ne de gittiği ülkede ithalat olarak kayda geçmeden artmaya devam etmektedir. Türk kuyumculuk sektörünün en önemli özelliği büyük üreticilerin yanında fazla sayıda ve Kapalıçarşı çevresine yerleşik küçük işletmelerde (2-5 kişiden oluşan) hala üretimlerine devam ederek ani oluşan küçük miktarlarda ve müşterinin isteğine göre üretilen ve yolcu beraberinde taşınan altın mücevher talebine cevap verebilmesidir. Daha önceleri sadece İstanbul piyasasında üretilen mücevherat, yöresel talebi yerinde karşılamak üzere Kayseri, Çorum, Gaziantep ve Mersin gibi merkezlerde de üretilmeye başlamıştır.

İstanbul altın piyasası, rekabetçi çalışan Altın Borsası, altın külçe bulundurma açısından likit bankaları ve bunların üzerine alışveriş kolaylıkları, ayrıca bilinen turistik özellikleriyle, İstanbul, giderek daha önemli bir altın merkezi haline gelmektedir.

Tablo XIV'te Dünya Altın Konseyi Türkiye Temsilciliği tarafından sektör anketleri, İAB, Darphane ve resmi ithalat ve ihracat rakamlarından derlenen Türkiye'nin altın arz ve talep dengesi detaylı olarak verilmiştir. Bu tabloda Türkiye'nin toplam arz veya toplam talebinin son 3 yıldır 300 tonun üzerinde seyrettiği görülmektedir.

2006 yılında, GFMS²⁵ tarafından yapılan araştırma sonuçlarına göre hurda dönüşü olarak 82.5 ton verilmişse de, Dünya Altın Konseyi Türkiye temsilciliği tarafından verilen hurda rakamı 90 tondur ve her iki kaynağa göre de yıllık ortalamaların üzerine çıkan bu rakamlar 2006 yılında alt gelir grubunda ekonomik durumun biraz daraldığını göstermektedir.

²⁵ GFMS, Gold Survey 2007,

3. VERİ ANALİZİ VE METODOLOJİ

Bu bölüm, takip eden üç bölümde yapılan sayısal analizlerde kullanılan verinin nasıl temin edildiği ve analiz edildiği hakkındadır.

Borsa ortamında altın fiyat ve getirilerinin zaman serileriyle yapılacak analizler için uygun kalitede veri toplanabilmesi, ancak İstanbul Altın Borsasının 1995 yılında kurulmuş olmasıyla mümkün olabilmektedir.

İAB işlemlere başlamadan önceki 10 yılda TCMB tarafından doğrudan aracı kurum ve bankalara satılan altın fiyatlarıyla ilgili veriler, tez kapsamındaki sayısal çalışmalarda kullanılmamıştır.

Daha önceki yılları içeren altın fiyatlarıyla¹ ilgili çalışmalarda kullanılan veriler genellikle gayri resmi olarak yurda getirilen altının, Kapalıçarşı fiyatları olarak günlük gazetelerde ilan edilen fiyatlarından elde edilebilmiştir.

İAB'nın kuruluşunu takip eden döneme ait altın fiyatı verileri ilk etapta TCMB internet sitesinde mevcut olan piyasa verileri² bölümünden alınarak incelenmiş fakat doğrudan İAB'den alınan kısmi ham işlem verileriyle yapılan mukayese çalışması sonucunda TCMB'de mevcut olan hazır veriler yerine İAB günlük ham işlem verilerinin işlenmesiyle elde edilecek sadeleştirilmiş verilerin kullanılmasının daha uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

¹ Dünya Gazetesi, Günlük Döviz ve AltınFiyatları eki.

² www.tcmb.gov.tr.

3.1. Verinin Elde Edilmesi

3.1.1. Amaçlar

Bu tez kapsamında, verilerin detaylı analizleri yoluyla İAB’de oluşan altın fiyatlarının dünya altın fiyatlarından bağımsız olup olmadığı; LBMA’de sabah ve öğleden sonra yapılan fiyat belirleme seanslarında oluşan fiyatların İAB fiyatlarını etkileyip etkilemediği hususunun araştırılması, diğer taraftan, İAB’de oluşan fiyatlar ve getirilerin volatilitésinin diğer yaygın yatırım enstrümanlarından İMKB30 volatiliteleriyle mukayese edilmesi hususunun zaman serileri yoluyla analiz edilmesi, İAB’de oluşan işlemlerin yerli para veya dövizle yapılmasının zaman içinde değişimi ve sebeplerinin belirlemeye çalışılması ve İAB’de oluşan işlem miktarlarındaki değişikliklerin sebeplerinin araştırılması amaçlanmıştır.

3.1.2. Verinin Kaynağı

Çalışma kapsamında İAB’nin açılışını (1995) takip eden ve tüm işlemleri kapsayan yaklaşık 12 yıllık veri genel olarak beş işlem türünden ibarettir.

- Amerikan Doları (\$) ile fiyatlandırılan işlemler,
- Altı sıfır atılana kadar Türk Lirası (TL) ile fiyatlandırılan işlemler,
- Alman Markı (DEM) ile fiyatlandırılan işlemler,
- Avro (€) ile fiyatlandırılan işlemler ve
- Yeni Türk Lirası (YTL) ile fiyatlandırılan işlemlerdir.

Bu verilerin tümü, 29 Aralık 2006 tarihli işlemleri de ihtiva eden ve yaklaşık 5011 takım veriden oluşmaktadır³.

Günlük veri setinde bulunan bilgi :

- İşlem türü (\$, €, DEM, TL, YTL)
- Toplam Miktar (kg)
- Ağırlıklı Ortalama Fiyat (US\$)
- İşlem Adedi

İşlem çeşitlerine göre toplam sonuçlar Tablo XV’te verilmiştir.

Tablo XV : 1995 – 2006 Arası İAB’de Gerçekleşen İşlemler

	\$	YTL	TL	Dem	€	Toplam
İşlem Adedi	31,372	1,119	45,137	86	221	77,935
%	40%	1%	58%	0%	0%	

Toplam Miktar (kg)	1,820,846	28,033	1,426,996	3,035	7,975	3,286,885
%	55%	1%	44%	0%	0%	100%

İşlem Günü Sayısı	2,619	249	2,051	35	57	5,011
%	52%	5%	41%	1%	1%	

Ort. Günlük İşlem	12	4	22	2	4	
Ort. Günlük Miktar (kg)	695	113	696	87	140	

Kaynak: İAB

³ İAB Verileri : 27 Temmuz 1995 ve 31 Ocak 2007 tarihleri arası işlemlere ait veri İAB Bilgi İşlem Müdürlüğünden alınmıştır.

Tablo XV’te verilen işlemlerin toplam miktarı 3,286,885 kilogram veya piyasa dilinde toplam 3,286 ton üzerinden İAB’nin ortalama yıllık miktarı yaklaşık 286 tondur. Daha sonraki analizlerde işlem miktarı veya adedi olarak genel toplama göre %1’in altında olan DEM veya AVRO işlemler sonuçları etkilemeyeceğinden dikkate alınmamıştır.

İşlem sonuçları ağırlıklı ortalama ons/\$ fiyatlar olarak seriye dahil edilmiştir. TL ve YTL işlemlerin fiyatları cari ortalama TCMB dolar kuruna⁴ bölünerek Amerikan Doları cinsinden fiyatlanmış günlük tek seri olarak hazırlanmıştır.

3.1.3. Verinin Ön İncelemesi

Tablo XV’te görüldüğü gibi toplam işlem miktarının %55’i dolar karşılığı işlemlerden ve %44’ü de yerli para cinsinden yapılan ödemelerle gerçekleşen işlemlerden oluşmaktadır.

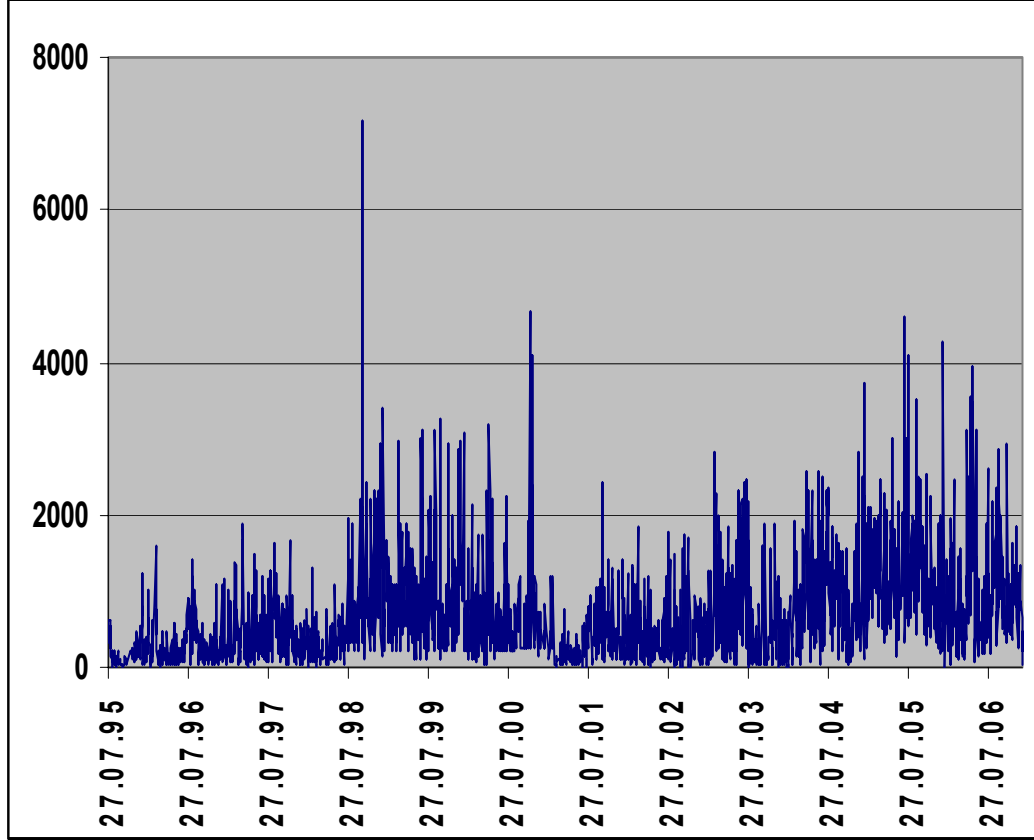
İAB’de günlük veya dönemsel olarak altının hangi para cinsinden alınıp satıldığı Türkiye genelinde yatırımcıların veya ekonomik faktörlerin davranışlarıyla ilgili önemli bilgiler içermektedir, bu konu dördüncü bölümde detaylı olarak analiz edilmiştir.

İşlem adetlerine bakıldığında yerli para ile yapılan işlemlerin günlük toplam miktar olarak pek farklı olmasa da (696 kg/gün TL ile ve 695kg/gün \$ ile) işlem adedi

⁴ TCMB dolar kuru www.tcmb.org.tr sayfasından alınmıştır.

Grafik VII : Dolar Karşılığı Yapılan İşlemler

(kg/gün)



Kaynak: İAB

olarak daha fazla miktarda işlemin TL ile gerçekleştiği görülmektedir. Günde ortalama 12 adet işlem Dolarla ödenirken, 22 adet işlem TL ile ödenmiştir. Burada dikkati çeken en önemli husus YTL ile işlemlerin başlaması ile birlikte yerli para ile yapılan işlemlerin hızla azalarak günde 4 işleme kadar düşmesidir.

3.1.3.1. Dolarla yapılan işlem miktarları

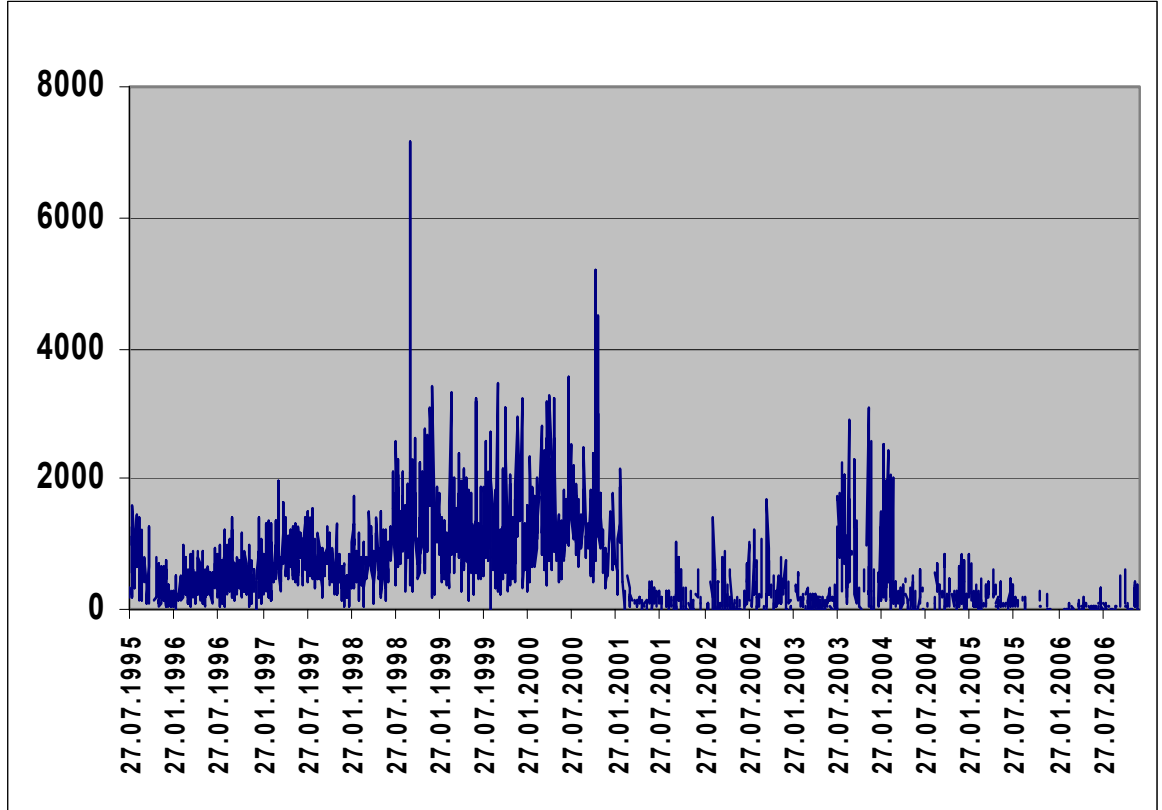
İşlem miktarlarının aşırı yüksek olduğu günler dikkate alınmadığında, Dolarla yapılan işlemlerin giderek arttığı ve 300 – 1500 kilo aralığında seyrettiği, ortalamasının da 696 kilogram olduğu görülmektedir.

3.1.3.2. Yerli Para ile yapılan işlem miktarları

İAB nin açıldığı ve kurların tahmin edilebilir olduğu dönemde USD karşılığı yapılan işlemlerle başabaş giden TL+YTL karşılığı yapılan işlemler giderek azalmış ve 2007 yılına gelindiğinde neredeyse sıfırlanmıştır.

Grafik VIII : Yerli Para Karşılığı Yapılan İşlemler

(kg/gün)



Kaynak: İAB

Yerli para ile yapılan (TL+YTL) işlemler 2001 öncesinde yoğunluk arzederken son dört yılda hızla azalmıştır ve 2007 yılına ulaşıldığında neredeyse tüm işlemler dolar karşılığı yapılır hale gelmiştir.

3.1.3.3. Günlük Ağırlıklı Ortalama Fiyatlar (USD/ons)

Çalışma kapsamındaki sürede İAB'de yabancı bankalardan temin edilerek konsinye olarak hazır tutulup, günlük seanslarda oluşan fiyatlardan satılan altının çoğunluğu bankalar tarafından arzedilmiştir. Bunun başlıca sebebi konsinye anlaşmalara bankaların daha yatkın olması ve diğer aracı kurumlara göre kredibilitelerinin daha tercih edilir olmasıdır. Böylelikle konsinye olarak getirilip bankalara arzedilen bu altınların fiyatlaması doğal olarak Londra merkezli bankalar tarafından Londra fiyatlarıyla daha teknik bir deyişle LBMA'de sabitlenen fiyatlara (London Fix) yakın olarak fiyatlandırılmıştır. Beşinci bölümde Londra altın fiyatlarının İAB fiyatlarıyla kıyaslamasının ABD Doları/ons fiyatlarıyla yapılması bu serinin de ABD Doları/ons fiyatlarla yeniden hazırlanmasını gerektirmiştir.

3.1.3.4. Diğer veriler

İMKB30 Endeksi, (Günlük kapanış rakamları)

Döviz Kurları, (TCMB döviz satış, günlük kapanış)

Londra Altın Fiyatları, (LBMA, Sabah Seansı, Altın Tespit Fiyatı - A.M. Fixing)

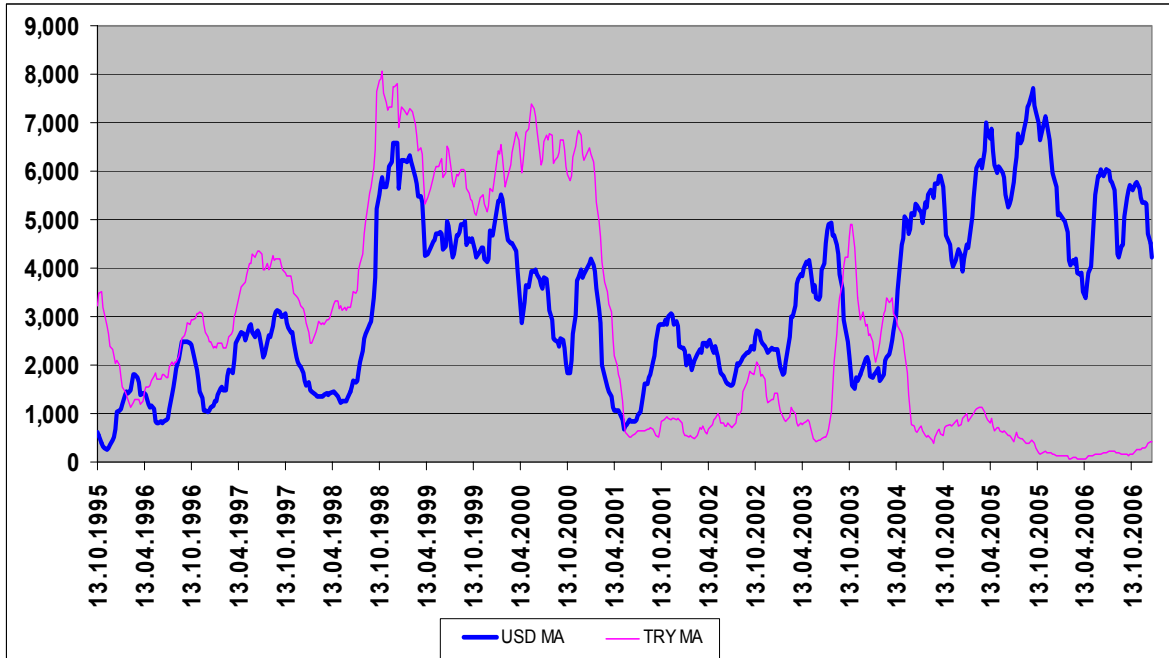
4. İAB İŞLEMLERİNİN GENEL ANALİZİ

1994 krizini takip eden süreyi kapsayan analiz çerçevesinde altın fiyatlarından ziyade tamamen işlem hacimleri ve bu işlemlerin hangi para cinsinden yapıldığı dikkate alınmıştır. 1995 yılından başlayarak işlem cinslerine göre iki ana kalemde analize dahil edilen dolar karşılığı ve yerli para karşılığı işlemler 2007 başına kadar 12 yıllık işlemleri kapsamaktadır.

Grafik VII ve Grafik VIII’de betimlenen günlük işlemler, işlem oynaklığının analizi için kaba bir fikir verse de teknik olarak trendin belirlenmesini ve yorumunu hemen hemen imkânsız hale getirmektedir. Yapılan çeşitli denemelerden sonra trendleri ve kesişme noktalarını açık şekilde gösteren analiz haftalık ve aylık toplam işlemlerin 3 aylık hareketli ortalamalarıyla çizilen grafiklerde ortaya çıkmıştır.

Grafik IX : Haftalık İşlemlerin 3 aylık Hareketli Ortalaması

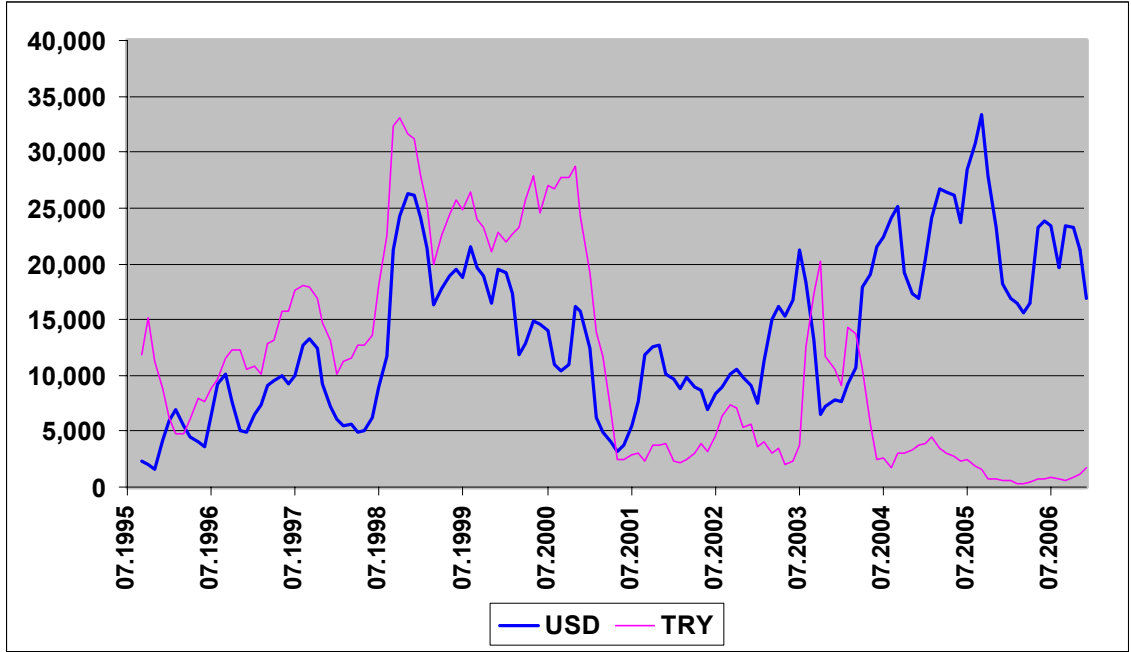
(kg/hafta)



Kaynak: İAB

Grafik X : Aylık İşlemlerin 3 Aylık Hareketli Ortalaması

(kg/ay)



Kaynak: İAB

Grafik IX ve Grafik X'da 1995 – 2001 yılları arasındaki işlemlerde alıcıların ve satıcıların tercihleri yerli para üzerinden yapılan işlemlerde olmuş ve işlemlerin çoğunluğu yerli para üzerinden gerçekleşirken 2001'den sonra, yerli para ile olan işlemler hızla azalmış, son iki yılda ise en düşük seviyelere inmiştir. Hatta analizin yapıldığı sıralarda borsada gerçekleşen işlemlerin tümü dolar üzerinden gerçekleşmiştir. Bu konu Bölüm 4.2'de daha detaylı olarak incelenmiştir.

4.1. Külçe Altın Alım Satımı Yapan Tacirlerin İAB İşlemlerindeki Rolü

Genel olarak borsa işlemlerinde hep satıcı konumunda olan 4-5 banka haricinde, işlem yapanlar altın piyasasının fiziki altın ihtiyacını bankalardan alarak temin eden ve tüm Türkiye ve komşu ülkelerdeki alıcılara dağıtan yetkili müesseselerdir¹. Borsaya üye olup zorunlu olarak isimlerinde “Döviz ve Kıymetli Madenler Ticareti A.Ş.” ibaresi bulunduranlar haricinde, tüm Türkiye’ye yayılmış bulunan “Döviz ve Altın Ticareti” adı altında yüzlerce irili ufaklı şirket vardır, bu şirketler insan vücudundaki damar ağı sistemine benzer bir şekilde organize olmuştur. En ücra yerlerdeki küçük satıcılar kasabalardaki aracılar, onlar belli merkezlere doğru ve en sonunda Kapalıçarşı’daki sayıları bir elin parmaklarını geçmeyen ana dağıtıcılara kadar uzanır.

Bu sistem hem işlemlerde hem de fiziki altın ve para transferlerinde çok etkin çalışır. Her türlü ticari bilgi anlık olarak ulaşır ve alım satımlar “söz” üzerinedir. Anadolu’daki bu sisteme girmek isteyen bazı bankalar, çok uğraşmalarına rağmen bu etkin zinciri kıramamışlardır. Bu ana dağıtıcılar İAB üyesidirler. Sistemde dolaşan yerli para, bankaların EFT sistemiyle ve genellikle kapanışa doğru, yani öğleden sonra saat 4-5 sıralarında İstanbul’a gönderilir ve sisteme dahil olur, böylelikle TL’ler teknik olarak gün içinde veya önceden alım satım işlemi borsada gerçekleşmiş olan işlem sonucu fiziki teslimi yapılacak altın karşılığı olarak bankalara ödenir. Bankalar da bu şekilde Türkiye’ye ithali tamamlanan külçe altının parasını döviz olarak yurtdışında yerleşik büyük altın tacirlerine (JP Morgan, Commerzbank, UBS, Credit Suisse, Scotia Mocatta gibi) öder, bu ödemeye konu olan altın işlemi borsada yerli para karşılığı gerçekleşmişse

¹ Ömer Faruk Yaşaroğlu, **Yetkili Müesseseler ve İstanbul Altın Borsası Aracı Kurumları Mevzuat Rehberi**, İstanbul Altın Borsası Yayınları: 13, İstanbul, 2002, s.479.

banka dövizleri kendi pozisyonundan öder. Diğer taraftan borsadan fiziki teslimattan alınan altınlar hemen kuryeler vasıtasıyla yerlerine gönderilir. Bu sistemin, bu kadar detaylı anlatılmasının amacı 2001 yılında meydana gelen ani işlem türü değişikliğinin daha iyi anlaşılması içindir.

Oniki yıllık borsa işlemlerinin performansını incelediğimizde bu değişikliğin aslında tüm Türkiye ekonomisini etkileyen olaylar sonucu meydana geldiğini görmekteyiz. Yukarıda adı geçen altın ve döviz tacirleri aslında kendi alanlarında döviz – altın – yerli para üçgeninde arbitraj yaparken, halkın ve oyuncuların bu piyasa üzerindeki tercihleriyle kayıtdışı ekonomi, vergi uygulamaları, ekonomik krizler, sıcak para ve dışarıdan gelen yatırımlar (FDI) ve kırsal kesimdeki paranın azalıp çoğalması gibi faktörlerin birleşik grafiğini çizmektedir.

4.2. Altın Alım ve Satımında Tercih Edilen Ödeme Şekli

Grafik IX’u incelediğimizde 2001 yılına kadar sistemin borsadan altını yerli parayla aldığı görülmektedir. Bu durumu “**Serbest Piyasa**” dinamiğinde incelediğimizde döviz talebinin döviz arzından fazla, yani piyasa deyimiyle “**primli**” olduğu görürüz.

Bunun ana sebebi kayıtdışı ekonomi faktörlerinin ve Anadolunun, çeşitli siyasi veya ekonomik tercihlerle döviz çekmesidir, yani döviz talebi arzından fazladır, aynı dönemde döviz karşılığı altın satışları da yerli parayla yapılan satışlar kadar olmasa da önemli miktardadır. Bu talebin komşu ülkelerden gelen külçe talebinden ve giderek artan mücevher ihracatından kaynaklandığı düşünülebilir.

2000 yılı başında enflasyonu düşürmek ve ekonomide büyüme ortamını yeniden sağlamak amacıyla kapsamlı bir ekonomik program uygulamaya konulmuştur.

Program kapsamında sıkı maliye politikası uygulanması ve kapsamlı yapısal reformların hayata geçirilmesinin yanısıra, enflasyonist beklentileri hızla aşağıya çekmek için döviz kurları hedeflenen enflasyona göre belirlenerek önceden açıklanmış ve para politikası likidite genişlemesini yabancı kaynak girişine bağlayan bir çerçeveye oturtulmuştur².

TCMB'nin uyguladığı **“Güçlü Ekonomiye Geçiş”** programında öngörülen **“Sürünen Bant”**³ sistemi içinde önceden belirlenmiş sınırlara göre tespit edilen döviz kurları spekülasyona yol açmıştır⁴.

Bu dönemde, özellikle 2000 - 2001 yıllarında talep edilen döviz Merkez Bankası tarafından önce bankalara ve yetkili müesseselere satılmış, bu dövizlerde sistem içinde döviz aracılarının kayıtdışına sattığı dövizler sonucu meydana gelen açıkları kapatmıştır. Bu kapatma sırasında, yani satılan döviz karşılığı sisteme giren yerli para ile kolay bir şekilde altın alınmıştır.

2001 yılından itibaren dalgalı kura geçilmesi ve dolar fiyatının arz ve talebe uygun olarak belirlenmesi, sistemin getirdiği kolaylık ve verimlilik içinde, altın doğrudan dövizle fiyatlanır hale gelmiştir, dolayısıyla 2006 ve 2007 nin ilk aylarına gelindiğinde döviz kurlarının oynaklığının azalması ve kolay temin edilir olması

² TCMB, **Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı**, (Ekonomiyi düzlüğe çıkarmak amacıyla IMF önderliğinde yapılan program.) (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.org.tr>.

³ Günlük döviz kurlarının TCMB tarafından belirlenen bir bant içinde hareket etmesinin öngörüldüğü sistem. (Bu sistemde, öngörülen sınırlar aşıldığında TCMB döviz satarak (veya alarak) kurları hedeflenen aralığa getirmeye çalışmaktadır.)

⁴ Kürşad Arad, **Türkiye'de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi**, TCMB, Ankara, Temmuz 2003.

neticesinde neredeyse borsadaki tüm işlemler döviz ve hatta sadece Amerikan doları ile fiyatlanır hale gelmiştir.

Kriz sonrası dönemde ki işlemlerde tercih edilen ödeme şekli 2003-2004 tarihleri arasında tekrar değişmiştir. Bu trend değişiminin sebepleri genel olarak Amerika-Irak savaşıyla ilgili TBMM’de reddedilen tezkere ve arkasından patlayan savaş nedeniyle tekrar sistemin ani döviz talebi nedeniyle artan döviz fiyatları ve dinamik çalışan “**serbest piyasanın**” hızla TL fiyatlarla İAB’ye yüklenmesinden oluşmuştur.

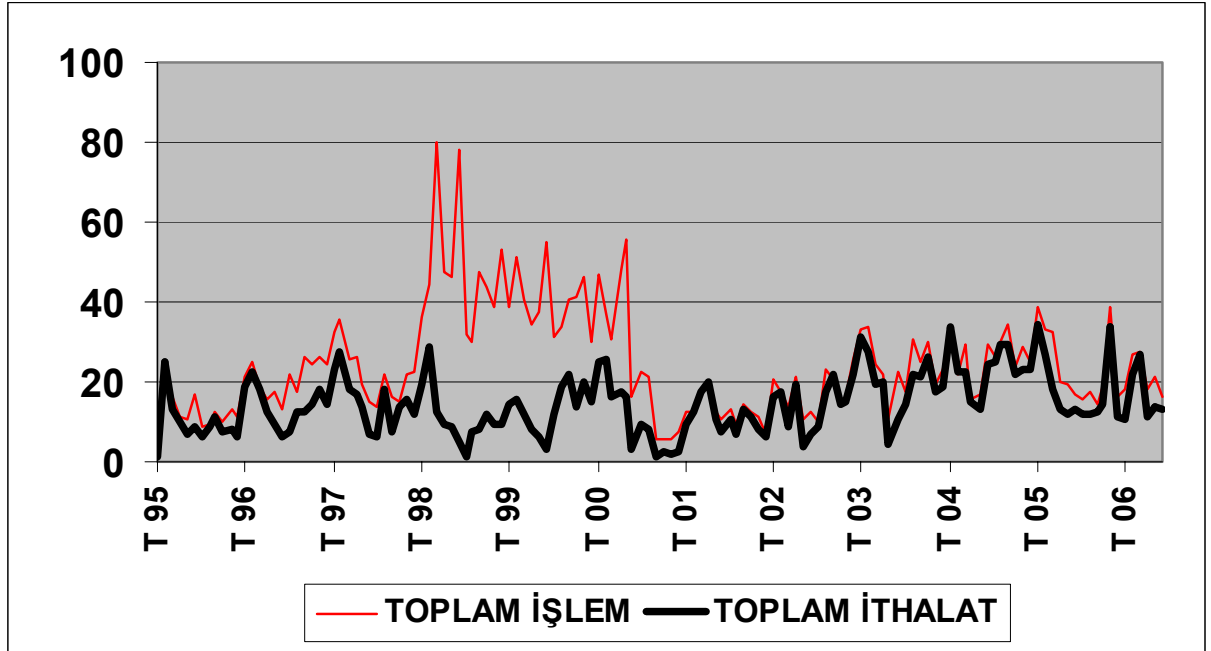
Daha sonraki dönemde piyasaların tekrar istikrara dönmesiyle İAB işlemleride tekrar dolar karşılığı altın olarak çalışmaya başlamıştır.(Grafik IX)

4.3. Bankalar Arasındaki İşlemler ve Kambiyo Gider Vergisinden Kaçınma

Türkiye kaynaklı kayda değer miktarda altın üretiminin ve arzının olmaması nedeniyle İAB’deki işlem hacminin neredeyse ithalat rakamına çok yakın seyrettiği, yıllar itibariyle açıkça gözlenmektedir.

Grafik XI : Aylık Toplam İşlem Hacmi ve İthalat

(ton)



Kaynak: İAB

Bu duruma istisna olarak 1998 ve 2001 yılları arasında bankalar arasında arızı olarak başlayan işlem hacmi yarışının ve o dönemde bankalar arası döviz işlemlerinde zorunlu olan bindebir oranındaki kambiyo gider vergisinden kaçınmak amacıyla artan işlem hacimlerinin ve aylık 15-20 tonluk ithalata karşılık işlem hacimlerinin 40-50 tona çıktığını Grafik XI’de çok net olarak görmekteyiz.

4.3.1. Bankalar Arasındaki İşlem Hacmi Yarışının Nedenleri

Yurtdışından altın gönderen yabancı bankalar nezdinde borsada yüksek işlem hacmi önemli idi. Borsada gerçekleşen işlemlere bağlı olarak aylık açıklanan borsanın ilk on sıralaması, altın piyasasının prestij listesi idi ve bu listedeki ilk iki-üç kurum yurt dışındaki bankalarla yüksek tonajlı konsinye anlaşmaları yapıyor ve önemli miktarda altını kira ödemededen getirip borsaya arz ediyordu.

Piyasanın nabzını elinde tutan Kapalıçarşı esnafının ise İAB'ye üye olmalarına rağmen teminatsız ve kirasız altın getirebilme imkânları yoktu. Bu durum bankalarla olan işlemlerde, bankalar lehine avantaj yaratıyordu ve önemli bir şikayet konusuydu. Daha sonraları bankaların birbirleriyle aşırı rekabeti İstanbul piyasasına çok uygun fiyatla altın arzı sağladı ve giderek tüm komşu ülkeler ve bazı Doğu Bloku ülkeleri altın ihtiyacını İstanbul'dan sağlar hale geldi.

Bankalar arasındaki bu aşırı rekabetin kâr marjlarını yoketmesi nedeniyle birçok banka altın ithalatı ve borsaya arzedilmesi işinden çekildi ve sadece altın kredileri vermeye devam ettiler. Bu 10 yıllık süreç içinde kurumsallaşan ve büyüyen diğer banka dışı aracı kurumlar işleri devraldı (örnek; Goldaş, Meydan Döviz).

4.3.2. Kambiyo Gider Vergisinden Kaçınma İşlemleri

Döviz alım satımında 6802 nolu kanundan gelen ve döviz satın alan tarafından ödenen bindebir oranındaki kambiyo gider vergisi sistem için önemli bir yük olmuştur.

Zaman içinde yüksek hacimli (montanlı) bankalararası işlemler kısmen offshore şubelere veya yurtdışındaki Londra gibi döviz merkezlerine kaymıştır. Hatta bu merkezlerdeki TL bacaklı döviz işlemlerinin yoğunlaşması, bu merkezlerde oluşan

fiyatların yurtiçine göre daha rekabetçi⁵ olmasını sağlamıştır. Uzun süren şikayetler sonucu bu uygulama sadece bankalar arası işlemlerde olmak üzere 30 Temmuz 2002 tarihinde kaldırılmıştır⁶.

Altın da bir nevi döviz olmasına rağmen, altın satışlarını düzenleyen tebliğe göre altın satışlarında böyle bir vergi yoktur ve İAB'nin açılmasıyla borsada altının döviz veya TL ile kolayca alınıp satılabilmesi bu vergiden kaçınma imkânı yaratmıştır. Kambiyo gider vergisini ödemek istemeyen kurumlar önce TL ile İAB'den altın almakta ve hemen bu altınları döviz karşılığı satarak aslında TL ile döviz almış oluyordu.

İAB'de 1998 ve 2002 yılları arasındaki yüksek miktarda gerçekleşen altın işlemlerinin bir kısmı gerçek altın ihtiyacından çok bu vergiden kaçınma amacıyla yapılıyordu.

2002 yılında bankalararası işlemlerde bu verginin kaldırılmasıyla piyasada fiktif altın işlemi olarak tabir edilen bu işlemler sona ermiştir.

İAB aylık işlem hacimlerini hareketli ortalamalar ile sadeleştirip, aylık net ithalat rakamlarıyla beraber baktığımız Grafik XI'de bu işlemler net bir şekilde görülmektedir.

⁵ **REKABETÇİ DÖVİZ FİYATI:** Aynı anda kote edilen **Alış** ve **Satış** fiyatı arasındaki farkın en küçük olması.

⁶ **BANKA ve SİGORTA MUAMELELERİ VERGİSİ:** 6802 sayılı Gider Vergileri Kanununun 33'üncü maddesinde, 12.6.2002 tarih ve 4761 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik ile (Değişik 2. fıkra: 4369 - 22.7.1998) Bakanlar Kurulu, bu maddede belirtilen vergi oranını bankalar arası mevduat muameleleri, bankalar ile 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan aracı kurumlar arasındaki borsa para piyasası muameleleri ve diğer banka ve sigorta muameleleri için ayrı ayrı veya birlikte % 1'e kadar indirmeye ve yukarıdaki oranı aşmayacak şekilde yeniden tespit etmeye yetkilidir. Bakanlar Kurulu'na verilen yetki çerçevesinde 30.7.2002 tarih ve 24831 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 2002/4506 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile banka ve sigorta muameleleri vergisi nispeti kambiyo muamelelerinde satış tutarı üzerinden binde bir, bankalar arası kambiyo satış muamelelerinde satış tutarı üzerinden sıfır olarak tespit edilmiştir.

4.4. Türk Lirasının ABD Doları Karşısındaki Değer Değişiminin Altın İşlemlerine Etkisi

Türk Lirasının dövizler karşısında (daha çok ABD Doları karşısında) değerinin ne olduğu veya nerede olduğundan çok, değer kaybının yönü ve devamlılığının önceden bilinebilir olması İAB'deki altın işlemlerinin cinsini, yani ABD Dolarıyla veya TL ile yapılmasını etkilemiştir.

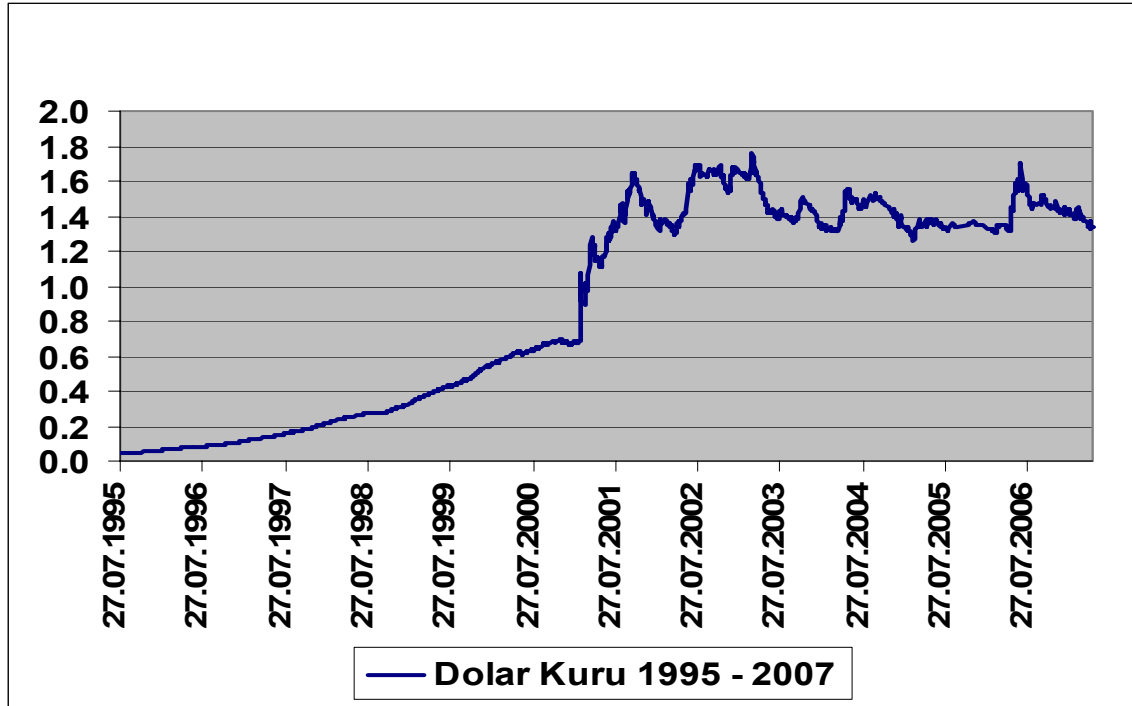
4.2. numaralı bölümde bahsedildiği üzere “**serbest piyasa**” yönüyle Altın işlemlerini gözlemlediğimiz dönemde (1995-2006), 1995 yılından başlayarak Türk Lirası devamlı olarak tek yönlü hareket etmiş ve dolar karşısında devamlı değer yitirmiştir (Grafik XII).

IMF ile yapılan programda da (**Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı**) Türk Lirasının belli bir bant içinde kalmak üzere TCMB tarafından belirlenen oranda devalüe edilmesi öngörülmüştür. Bu program uyarınca, bir gün sonraki kurlar TCMB tarafından belirlenmiş ve savunulmuştur. Arz ve talebin dengeye oturmadığı günlerde, genellikle talebin fazla olduğu, yani döviz fiyatının üst banda yaklaştığı günlerde TCMB bankalara döviz satmıştır, piyasa deyimiyile müdahale etmiştir.

1995 ve 2001 arasındaki dönemde İAB'de genellikle yerli para karşılığı altın işlemlerinin yoğun olduğu ve Türk Lirasının sürekli olarak değer kaybettiği tek yönlü (yukarı) fiyat hareketini Grafik XII'de net olarak görmekteyiz.

Aynı dönemde (1995-2001) İAB işlemlerinin dolarla mı, yoksa TL ile mi yapıldığına baktığımızda, Türk Lirası değer kaybederken işlemlerin çoğunluğunun, yada altın alıcılarının tercihinin, TL karşılığında altın alış işlemleri olduğu göze çarpmaktadır.

Grafik XII : Türk Lirasının USD Karşısındaki Değeri (1995-2006)



Kaynak: TCMB

2001 ekonomik kriziyle sürünen bant sistemine göre ayarlanan kur sistemi 22 Şubat 2001’de kaldırılarak dalgalı kur sistemine geçilmiştir. Ekonomik birimlerce yönü net olarak kestirilemeyen, yani dalgalanan döviz kurları nedeniyle altın sistematik arbitraj unsuru olmaktan çıkmış ve sadece ihtiyaç olduğunda işlem yapılır hale gelmiştir. Doğal olarak bu durumda İAB’de yapılan işlemler neredeyse dönemsel olarak Türkiye’ye ithal edilen fiziki altın miktarına eşit hale gelmiştir. Sistem hiç risk almamış, altını aynen uluslararası piyasalarda kote edildiği gibi, dolar karşılığı talep etmiştir.

Son dönemde, geçmiş dönemlere kıyasla hızla artan yabancı sermaye girişi, cari açığı finanse ederken TL'yi aşırı değerlendirmiştir. Piyasada kolayca döviz bulunması spekülasyonu azaltmış ve İAB'de altın hep dövizle talep edilir olmuştur.

4.5. İAB İşlemleri Üzerine Genel Değerlendirme

İAB işlemlerini dikkatlice incelediğimizde, bilinen kuyumculuk ve halkın altın talebi yanında serbest piyasa dinamiklerinin altınla olan ilişkisi ve dolayısıyla İAB üzerinden yaptığı işlemler bize çok değerli bilgiler vermektedir.

Grafik IX adeta bize piyasaların normale dönmeden önceki kalp grafisini vermektedir.

Bu grafikte yurt içi döviz talebi, komşularımızın bizi etkileyen kayıtdışı döviz ve altın hareketleri, bankalararası işlemler üzerindeki engelleyici komisyon veya vergilerin etkileri, döviz fiyatlarının / TL'nin değerli olmasının etkileri, siyasi veya ekonomik kararların ani etkileri ilginç bir şekilde altın borsasının işlemlerini etkilemektedir.

Yurtiçi genel ekonomik durumun kötüleştiği dönemlerde halktan gelen (hurda) altın satışları normal fiziki altın akışını tersine çevirerek hızla Kapalıçarşı çevresindeki hurda toptancılarına akmakta buradan da yarı-mamul (şerit veya tel) olarak sisteme dahil olarak günlük talebi karşılamaktadır.

Bu durumda borsanın genelde ithal edilen altının arz edildiği yer olması nedeniyle, satışlar aniden kesilmektedir. Ekonomik krizin uzun sürdüğü dönemlerde elinde stok

olarak orijinal külçe⁷ tutanlar, gelen hurdayı alabilmek için ellerindeki orijinal külçeleri İAB’de konsinye stoğu olan bankalara geri satarak sistemi dengelemektedirler, (Grafik IX 2001 yılı).

İAB’nin açılışıyla son derece likit hale gelen altın arzı yurda kaçak giren altını önleyerek yasal altın alışverişini çok kolaylaştırmıştır. Böylelikle Türkiye’nin mücevherat ihracatı hızla artarak Avrupada birinciliği yakalamıştır⁸.

⁷ Orijinal Külçe: İAB’de kabul gören rafinerilerde üretilmiş sertifikalı ve seri numaralı bir kiloluk 995 ayar altın külçe.

⁸ GFMS Gold Survey 2007, **a.g.e.** s.79.

5. İAB ALTIN FİYATLARININ ULUSLARARASI FİYATLARLA KARŞILAŞTIRILMASI

5.1. İAB'nın Türkiye Altın Fiyatlarına Etkisi

İAB altın işlemleri miktar olarak yükselmiş ve istikrarlı bir altın arzı sağlanmıştır. Buna karşılık yerli arz ve talebin etkisiyle uluslararası piyasalarda kote edilen fiyatlardan ayrı bir seviyede İAB'ye özel altın fiyatlarının oluşması beklenmiştir. Beklentilerin aksine, İAB'nin uluslararası fiyatları aynen yansıtarak bir uydu gibi çalıştığı, sadece yurda ithal edilen altınların tescil edilerek, ithalat vergisi benzeri komisyonların fiyatlara maliyet unsuru olarak eklendiği, marjinal bir kurum olarak çalıştığı gözlenmiştir.

Bu bölümde İAB'de oluşan altın fiyatları ile aynı gün Londra (LBMA)¹ sabah seansında oluşan altın fiyatları karşılıklı olarak mukayese edilerek incelenmiştir.

5.1.1. 1995 Öncesi ve Sonrası Altın Fiyatlarının Seyri ve Gelişimi

Türkiye piyasasında altın kolayca fiyatlanmıştır. Merkez Bankasının resmi arzıyla fiyatlar kontrol altına alınmış ve kaçak altın girişi minimuma inmiştir. 1995 yılından itibaren İAB'nin fonksiyonel olması ve altın arzeden bankaların rekabetiyle marjlar daralmış ve sadece taşıma ve sigorta masraflarına eşit hale gelmiştir.

¹ Londra (LBMA) Fiyatları: Altın üreticileri bu fiyatları baz alarak satış yapmaktadır.

1984 öncesinde kiloda 100-150 dolara ulaşan kâr marjı 1995 sonrasında neredeyse sıfırlanmıştır. Böylelikle yurda kaçak altın girişi kârlı olmaktan çıkmış ve tüm altın girişi İAB üzerinden yapılr hale gelmiştir.

5.1.2. İAB’de Altın Fiyatlarının Oluşması

Seanslar sırasında alıcının fiyatı talep olarak, satıcının fiyatı da teklif olarak, belirlenen miktarlardan girilmektedir ve sistemde bekleyen en iyi alış (en yüksek alış fiyatı) ile en iyi satış (en düşük satış fiyatı) eşitlendiğinde, uygun miktar üzerinden işlem gerçekleşmektedir.

İAB’de altın fiyatlarının serbest olarak belirlendiği görüntüsüne rağmen, aslında perde arkasında uluslararası fiyatlar belirleyici olmaktadır.

Türkiye piyasası genelde yurt dışından altın talep (ithal) eden bir pazar olması sebebiyle ve sınırlı sayıdaki altın arzeden borsa üyeleri (genellikle bankalar), Londra’da yerleşik konsinye sağlayan toptancılardan anlık fiyat almakta ve oluşan talebe göre bir fiyat teklif etmektedir. İşlem gerçekleştiğinde, satılan miktar borsa kasasında hazır bekleyen konsinye stoğundan düşülmektedir. Pozisyon alınmadan teklif edilen ve satılan işlemlerde kâr da sınırlı olmaktadır.

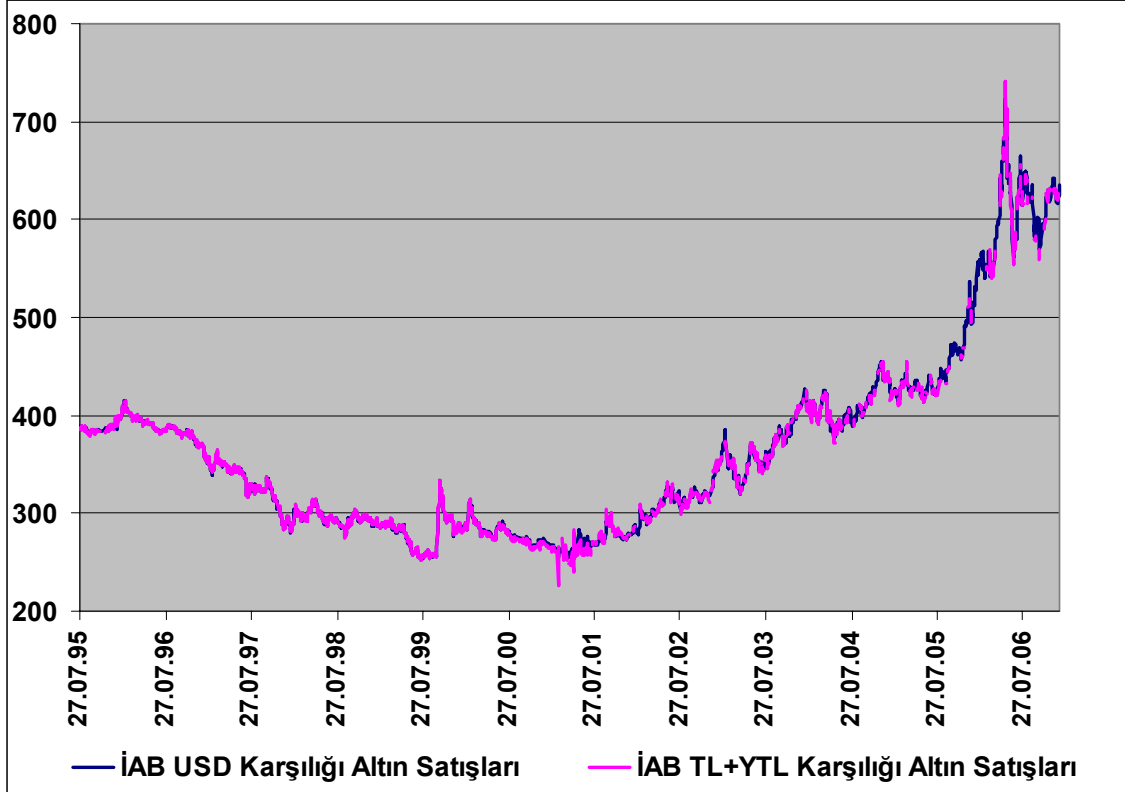
Piyasanın gideceği yönü kestirebilen ve ona göre pozisyon alan “**dealerlar**”² doğal olarak kârlı işlemler yapabilirken, zaman zaman karşı yönde giden fiyatlar nedeniyle zarar da edebilmektedirler.

² **Dealer**: Finansal piyasalarda uzmanlaşmış alım satım elemanı.

Yurtdışından alınan fiyatlarla yapılan işlemlerin yanında küçük miktarlarda tutulan pozisyonlardan da işlemler gerçekleşmekte fakat genel satışların yanında bu tür işlemler önemsiz kalmaktadır. Ayrıca genel ekonominin sıkıştığı ve içerden altın arzedildiği durumlarda, işlem fiyatları uluslararası fiyatlara göre daha aşağıda oluşabilmektedir.

İAB'de işlemleri, iki ana kalem olarak ABD Doları veya yerli para karşılığında gerçekleşmektedir. İki ayrı cins işlemlerin fiyatlarını aynı para cinsine (USD) çevirerek eş zamanlı incelediğimizde, fiyatların birbirinden çok fazla ayrılmadığını, sadece alım satım farkları kadar ayrıştığını aşağıdaki grafikte görmekteyiz.

Grafik XIII : İAB'de USD veya Yerli Para ile Yapılan İşlem Fiyatlarının Karşılaştırılması (USD/ons)



Kaynak: İAB

Üstteki grafikte TL ağırlıklı başlayan işlemlerin 2001'den itibaren giderek USD karşılığı işlemlere dönüştüğünü grafiğin renginin giderek siyaha dönüşmesinden de anlayabiliriz.

5.1.2.1. Kendinden Kendine İşlemleri

İAB'de fiziki altın alıcıları borsadan temin ettikleri altınları çeşitli şekilde sisteme sokmaktadırlar. Türkiye külçe altın piyasasının hızla gelişerek dinamik ve etkin bir piyasa haline gelmesi, altın ithal ve ihracının serbest, vergisiz ve gümrüksüz olmasından dolayıdır. Diğer görünmeyen önemli neden ise ikinci elden itibaren altının çoğunlukla kayıtsız (faturasız) dolaşmasıdır.

Altın işlemlerinde borsaya arz edici durumunda olan ithalatçı bankalar şubeleri vasıtasıyla perakende olarak kiloluk külçe altın satmayı denediler. Piyasanın hızına şubelerin uyamaması, dağıtım zorluğu, tek yönlü (sadece satış) olması ve son alıcıların kayıt/fatura zorunluluğu gibi nedenlerle bu tip satışlar sönük kalmıştır, hatta birçok banka bu tür perakende işlemlerden çekilmiştir.

Banka şubelerinden külçe altın satışı sadece verilen altın kredilerine yakın miktarlarda seyretmektedir, alınan altın kredisinden dolayı mecburi olarak yapılan fiziki altın satışlarından başka külçe altın satışı anlamlı miktarlara ulaşmamıştır.

İAB'de yerli para ile altın alma işlemlerinin yoğun olduğu dönemlerde Anadolu'dan gelen paralar ancak İAB seansları sona erdikten sonra İstanbul'a ulaşıyordu. Bu şekilde geç gelen paralarla yapılan altın işlemleri İAB dışında, bankalar tarafından direkt olarak gerçekleştiriliyordu.

Bankalar ise seans harici altın satabilmek için fiyatsız olarak satışa hazır stoklar tutmak zorundaydılar. Yönetmelik gereği bu stokların bir şekilde İAB'den geçmiş olması gerekiyordu, bu zorunluluk da dünyada benzeri olmayan “**kendinden kendine**” olarak adlandırılan bir işlem çeşidini İAB'ye armağan ediyordu. Gerçekte bu işlem normal piyasalarda olmaması gereken, ama sistematiği itibariyle neredeyse tamamen dışarıdan ithal edilen altının satıldığı, resmi düzenleme ile kurulmuş bir borsa için bir nevi tescil işlemi idi. Söz konusu tescil işlemleri bir sonraki bölümde ele alınmıştır.

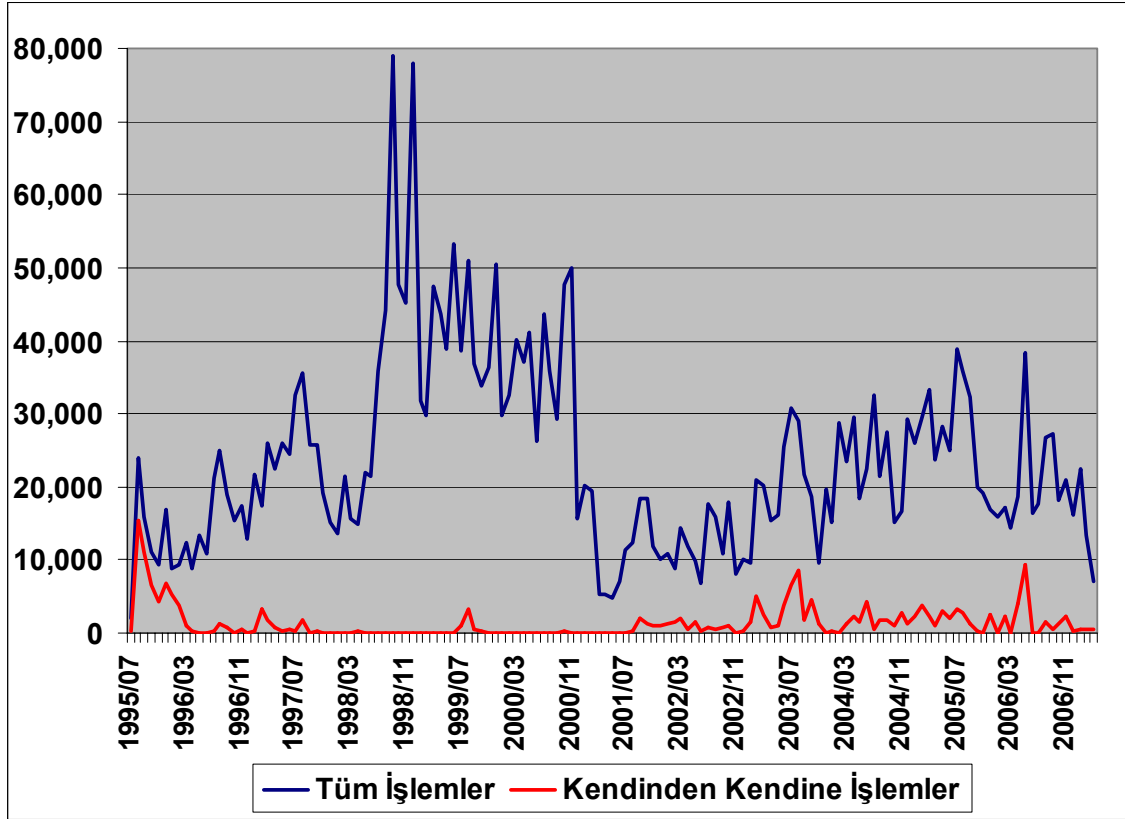
Banka olmayan İAB üyelerinin yoğun şikayeti üzerine, İAB yönetimi kendinden kendine olarak adlandırılan bu türden işlemleri, diğer farklı üyeler arasında gerçekleştirilen işlemlere karşı dezavantajlı duruma getirmek için ceza mahiyetinde, normal işlem komisyonunun dört katı komisyon uygulamaktadır.

Bu uygulamanın arkasındaki gerçek şu şekilde açıklanabilir: eğer her türlü işleme aynı komisyon uygulanırsa, borsa da yapılan tüm işlemler kendinden kendine işlem haline gelecek ve borsa alıcı ve satıcının bir fiyat üzerinde anlaştığı yer olmaktan çıkarak sadece altın ithal etmek isteyenlerin zorunlu olarak işlem geçirdiği (tescil ettiği) bir müessese olacaktır.

Bu işlemlerin toplam işlemler içindeki payı Grafik XIV'te verilmiştir. Bu günkü uygulama esasları çerçevesinde toplam işlem hacmi içerisinde önemli bir miktar oluşturmamasına karşı, komisyon oranları düşürüldüğünde, kendinden kendine işlemlerin hacminin de o ölçekte artacağı düşünülmektedir.

Grafik XIV : Kendinden Kendine İşlemler

(kg/ay)



Kaynak: İAB

5.1.2.2. Tescil İşlemleri

İAB seans saatleri ile serbest piyasa saatlerinin tamamen örtüşmemesi nedeniyle, borsa kapandıktan sonra veya ertesi gün açılmadan önce oluşan talepleri bankalar kendi pozisyonlarından satmaktaydılar. Bankaların kendi getirdikleri altını doğrudan alıcılara satmaları kanunen yasak olduğu için, ancak borsada işlem

geçtikten sonra altın pozisyonlarına koyabiliyorlardı, bu yüzden iki ithalatçı üye, (ki çoğunlukla bunlar bankaydılar) aynı fiyat ve miktarda anlaşarak iki bacaklı işlem yapıyorlardı ve altın önce birine sonra diğerine satılıyordu, böylelikle hiç kâr veya zarar etmeden altın bir şekilde borsada tescil edilerek millileştirilmiş oluyordu.

Bankaların pozisyonunda olan bu millileştirilmiş ama parası yurtdışına ödenmemiş olan fiyatsız altın, aslında fiziken İAB kasasında ama konsinye veren yabancı bankaya ait olarak, istendiği zaman yurtdışı satıcının fiyat onayıyla hemen satılacak şekilde bekliyordu. Bankalarda büyük aracılara kredilendirerek neredeyse 24 saat altın likiditesi sağlıyordu.

Böylelikle İstanbul hızla bir altın cenneti oldu ve kuyumculuk hızla gelişerek 2005 yılında 303 ton üretimle Avrupa birincisi oldu³. “**Tescil işlemleri**“ denilen ve iki üyenin anlaşarak yaptığı bu işlemler bazen borsada öncelikli emirlerin (küçük miktarlı) kesmesi nedeniyle bozuluyordu ve o zaman da işler karışıyordu. Aynı zamanda bir tonluk veya 500 kiloluk tescil işleminden sonra başka işlem olmuyordu ve işlemler sürekli dışarıdan yapılmaya çalışılıyordu. İAB yönetimi bu işlemleri önlemek için ve dışarıda yapılan işlemleri borsa içine çekmek için komisyonlarını arttırma yoluna gitti. Daha sonraları kendinden kendine işlemlerin resmen tanımlanmasıyla tescil işlemleri tarihe karıştı.

³GFMS Gold Survey 2006, **a.g.e.**, s.79

5.1.3. Uluslararası (LBMA) Fiyatların Oluşması : London Fix

Genel olarak uluslararası altın fiyatları, finansal veri sağlayan Reuters, Bloomberg gibi kuruluşlar tarafından 24 saat kesintisiz bir şekilde talep ve teklif fiyatlarının sunulmasıyla oluşmaktadır.

Bu fiyatlar New York, Londra, Hong Kong ve Tokyo piyasalarındaki oyuncular tarafından yenilenmektedir ve standart olarak yüzde 99.99 saflıkta bir ons altının Amerikan Doları cinsinden fiyatıdır.

Londra altın piyasasında kökü üç asırdan geriye giden Mocatta & Goldsmiths⁴ gibi şirketlerin bulunduğu, zaman zaman İngiltere Merkez Bankası'na da desteklenmiş likit ve iyi işleyen bir altın piyasası olması nedeniyle tüm büyük altın tacirlerinin Londra'ya yerleşmesini veya şube açmasını sağlamıştır. Uluslararası altın işlemlerine katılan diğer ülkelerdeki banka veya tacirler de Londrada'ki bu muhabirlerde birer altın hesabı (**Loco London**) açmışlar ve bu hesaplarından altın alıp satmışlardır.

LBMA gözetiminde bugün hala devam eden ve günde iki kez (yerel saatle 10:30 ve 15:00) yapılan altın fiyatını tespit etme işlemi (London Fix) sonucunda açıklanan fiyatlar tüm piyasalarda ve özellikle altın üreticileri tarafından referans fiyat olarak kullanılmaktadır. Fiyatlar bir odada bulunan beş ayrı firma temsilcileri tarafından, bunlara telefonlarla bağlı alıcı ve satıcılardan gelen talep ve tekliflerin önce kendi içlerinde, ilk açıklanan cari fiyatlardan dengelenmesi ve eşleşmeyen kısım için bayrak kaldırılarak fiyatların 15-100 sent arasında aşağı yukarı oynatarak dengelenmesine kadar devam eder ve sonunda (tüm bayrakların indiğinde) tespit olunan fiyat dünyaya ilan

⁴ Green, a.g.e., s.249

edilir. Hiçbir zaman işlem miktarı dışarı söylenmez, ama sıfır ila yirmi ton civarında olduğu rivayet edilir⁵.

Daha sonra her kuruluş kendi alış ve satış fiyatlarını internet sayfalarında bilgi amaçlı olarak veya finansal veri kanallarıyla ilan ederler.

Daha önce bahsi geçen İAB üyesi kurumlardan bu toptancı altın kuruluşlarıyla konsinye anlaşması olanlarda bu kuruluşlardan her an çift yönlü kotasyon (hem alış hemde satış için) alabilirler.

5.2. Türkiye’de Altın Fiyatları Dünya Fiyatları (LBMA) ile Entegre Hareket Ediyor mu?

Bir külçe altın alıcısı veya satıcısı İAB içinde veya dışında teklif edilen tüm işlemlerde referans olarak Reuters veya finansal veri sağlayan herhangi bir bilgi/haber ekranına bakmadan karar vermez. Bilgi ekranları ise devamlı olarak canlı fiyat kotasyonlarını piyasadan piyasaya aktararak sunarlar. Sırasıyla, İstanbul piyasası açılıştan Uzakdoğu (Hongkong, Singapur ve Tokyo) piyasalarında oluşan fiyatları kontrol eder, daha sonra Zürih, Londra, New York ve özellikle Türkiye saati ile 12:30 ve 17:00 deki Londra fiyat tespit seansları dikkatle izlenir ve kararlar ona göre verilir. Pratikte tüm oyuncular bu şekilde hareket eder, İAB fiyatlarının Londra fiyatlarıyla ilgisi bu bölümde incelenecektir.

⁵ Green, a.g.e., s.241

5.2.1. Varsayımlar

Bu bölümde İAB ağırlıklı ortalama fiyatları zamanlama açısından daha uygun olacağı için sabah (10:30 Londra saati : 12:30 Türkiye saati) tespit edilen Londra fiyatlarıyla (morning – a.m. fix) mukayese edilmiştir.

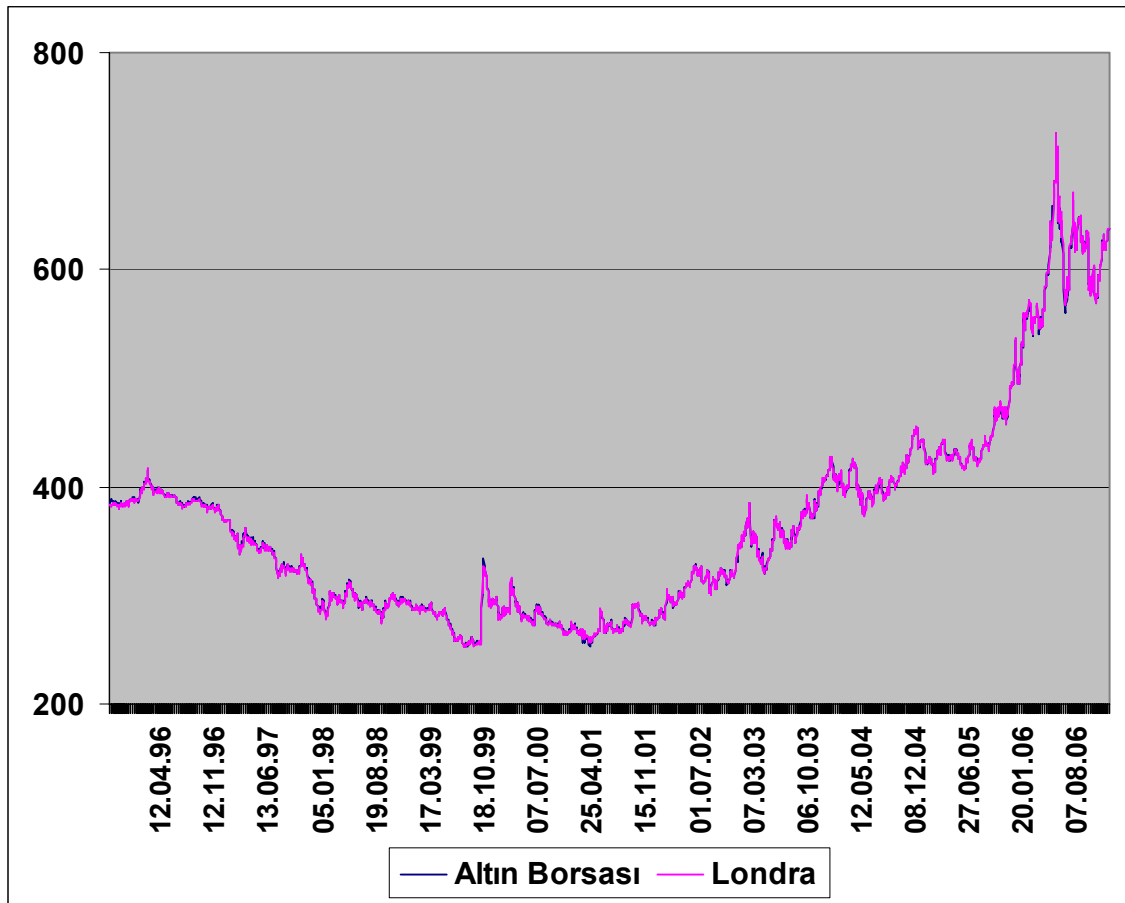
Önceki bölümlerde anlatılan, borsanın normal işlem akışını etkileyen olaylar nedeniyle arızı olarak ortaya çıkan ve fazla yekûn tutmayan (yüzde bir veya daha az miktarlarda olan) işlemler kapsam dışına çıkarılmıştır.

Ayrıca 1995 – 2007 arası dönemde toplamda tüm işlem miktarlarının yüzde 43'ünü tutan yerli para karşılığı yapılan işlemlerin, ancak dövizin talepli olduğu kriz ortamlarında veya doğrudan altın talebinden doğmadığı ve spekülasyon ve vergiden kaçınma gibi işlemler nedeniyle oluştuğu ve son dönemde giderek azaldığı göz önüne alınarak TL ve YTL karşılığı yapılan işlemler de kapsam dışı tutulmuştur.

Ekonominin nispeten rayına oturduğu ve işlemlerin gerçekten altın temini amaçlı olarak yapıldığı dönemlerde ağırlıklı olarak dolar karşılığı altın satışlarının yapılmasını göz önüne alarak bu bölüm analizlerinde dolar karşılığı olarak yapılan altın işlemleri kullanılmıştır.

İAB'de gün içinde oluşan ağırlıklı ortalama bir ons altının dolar fiyatı, aynı gün Londra sabah seansında tespit edilen fiyatlarla aynı grafikte gösterilmiştir.

Grafik XV : İAB ve Londra Fiyatları Günlük Karşılaştırma
(USD / ons)



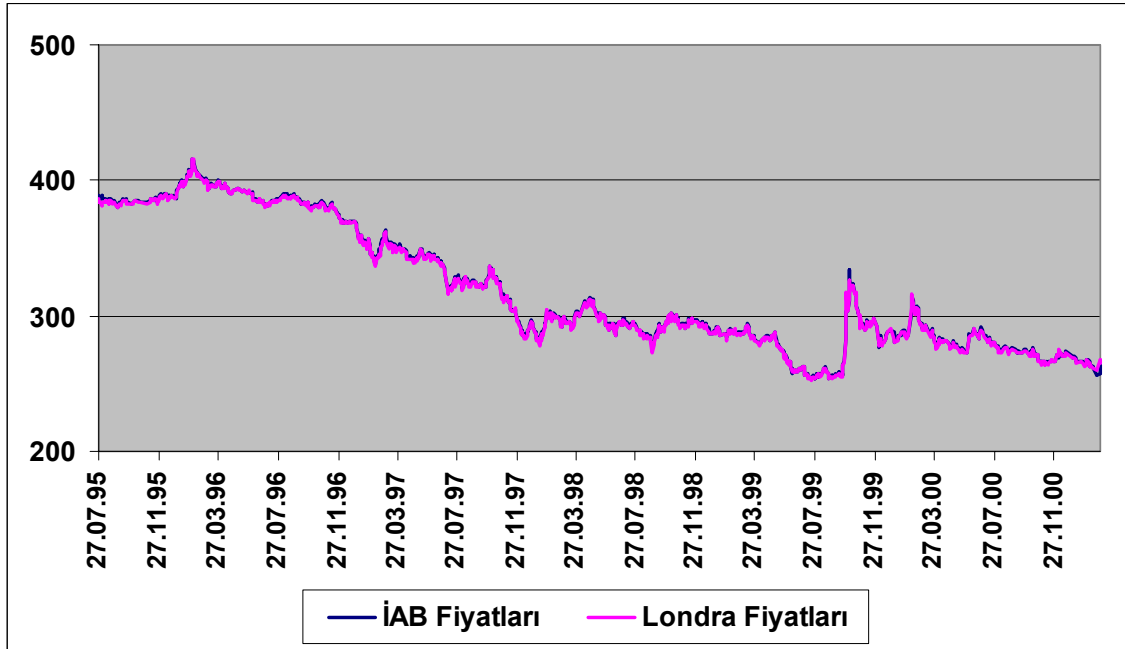
Kaynak : İAB, LBMA

5.2.2. İAB ve Londra Altın Fiyatlarının İlişkisi

Grafik XV'te görüldüğü gibi aynı grafikte gösterilen ayrı iki piyasanın fiyatları adeta aynı çizgiyi teşkil etmektedir. Türkiye piyasasının 1995 – 2007 arasında neredeyse bir uydu piyasa olarak Londra'da tespit edilen fiyatları aynen takip etmektedir.

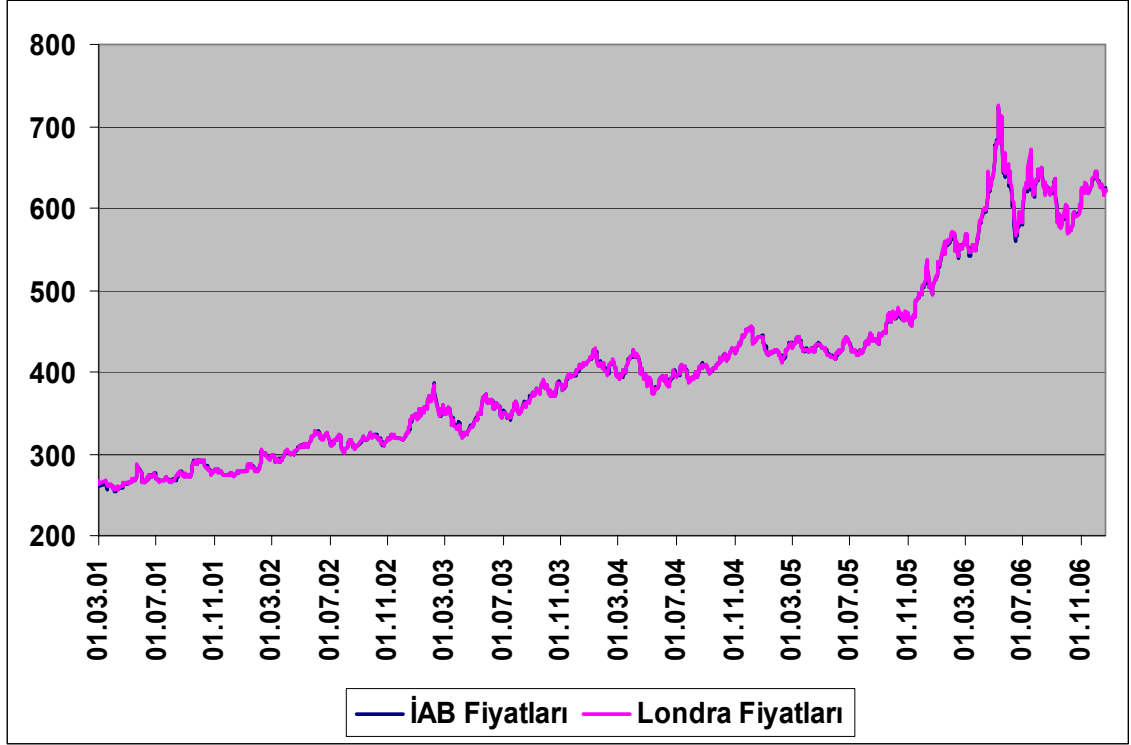
Grafik IX'da, İAB haftalık işlemlerinin, üç aylık hareketli ortalaması alınarak bakıldığında, 2001 yılından itibaren işlemlerin net bir şekilde yerli para ile yapılan işlemlerden, Dolarla yapılan işlemlere döndüğü gözlemlenmiştir. Bu önemli değişikliğin İAB altın fiyatlarında Londra fiyatlarına göre kayda değer bir fark yaratıp yaratmadığını aşağıda verilen 2001 krizi öncesi ve sonrası işlemler olarak iki ayrı grafikte analiz edildiğinde aynı sonuca ulaşılmaktadır.

Grafik XVI : İAB ve Londra Altın Fiyatları Karşılaştırması (1995-2001 arası) (USD / ons)



Kaynak : İAB, LBMA

Grafik XVII : İAB ve Londra Altın Fiyatları Karşılaştırılması (2001-2006 arası) (USD / ons)

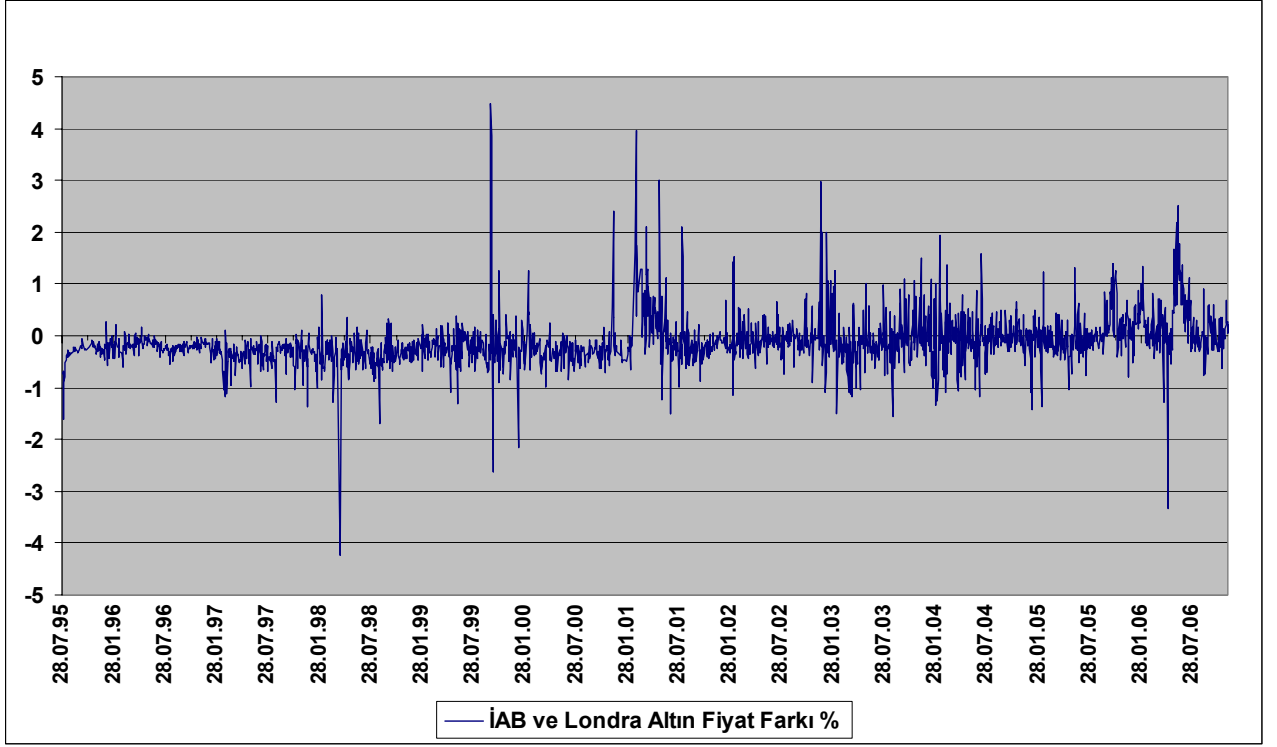


Kaynak : İAB, LBMA

2001 krizi öncesi ve sonrası İAB’de oluşan fiyatların Londra fiyatlarıyla karşılaştırmasını iki ayrı grafikte incelediğimizde sonuç değişmemektedir. İstanbul (İAB) altın fiyatları her iki dönemde de Londra fiyatlarını aynen takip etmektedir.

İAB ve Londra altın fiyat serilerinin fark (spread) grafiği çizildiğinde aynı sonuç analitik olarak da elde edilmektedir. 1995-2006 arasında 2598 çift veri incelendiğinde iki piyasa fiyatları arasındaki fark ortalaması sadece 32 sent veya onbinde 5 tir. Bu fark, bir onsu 600-700 dolarlarda seyreden altın fiyatları için çok önemsiz bir farktır.

Grafik XVIII : 1995 – 2006 Tarihleri Arasında İAB ve Londra Altın Fiyatları Arasındaki Fark (spread) (%)



Kaynak: İAB, LBMA

Ekonomik gelişmelere bağlı olarak bu fark biraz genişlese de kısa bir süre zarfında normal seviyelere döndüğü gözlenmektedir. Genel olarak ekonominin iyi olduğu hasat arkası altın talebinin arttığı dönemlerde, fark uluslararası fiyatların üstünde genişlerken, sıkıntılı finansal kriz dönemlerinde ise tersine bir durum söz konusudur.

6. İAB GETİRİ VOLATİLİTESİ İLE İMKB KARŞILAŞTIRMASI

İAB'nin genel çalışması ve özelliklerini irdeledikten sonra bu bölümde İAB'nin getiri risk ilişkisini görebilmek için günlük volatilité dinamikleri irdelenmiştir. Bu bölümde, bir yatırım aracı olan altının ülkemizde finansal yatırım aracı olarak ne denli kabul gördüğü, volatilité dinamikleri incelenerek açıklanmaya çalışılmıştır. Burada özellikle altının günlük volatilitésini günlük İMKB getiri volatilitésini ile karşılaştırılacaktır. Bu noktada özellikle getiri ve risk profili ve daha önemlisi günlük haber akışı altında İAB'nin (İMKB'ye oranla) risk profilinin nasıl değiştiği irdelenecektir. İAB'nin genel volatilité özellikleri irdelenmeden önce volatilitenin dünyada kabul görmüş özelliklerinin sıralanması uygun görülmüştür.

6.1. Finansal Varlık Getirilerinin Özellikleri

Bollerslev (1994)'in¹ de belirttiği gibi finansal zaman serilerinin genel özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

1. Finansal zaman serileri kalın kuyruklara (thick tails) sahiptir. Bu bulgu finansal zaman serileri için genel kabul gören normal dağılım özellikleri ile çelişmektedir.
2. Volatilité kümelenmektedir (clustering): Getiri volatilitésini zaman içinde otokorelasyon ilişkisi göstermektedir. Özellikle Mandelbrot'nun² bulguları olan büyük değişimler büyük değişimlerle, küçük değişimler de küçük değişimlerle ilişki içindedir savı veri ile desteklenmektedir. Başka bir deyişle, getiri değişimleri birbirlerinden bağımsız değildir. Bu da finansal zaman serilerinde gözlemlenen bir bulgudur.

¹ Tim Bollerslev, et al, **Handbook of Econometrics**: Volume IV-49, (ARCH Models), Elsevier Science B.V.,Amsterdam, 1994.

² Benoit Mandelbrot, "The Variation of Certain Speculative Prices", **Journal of Business**, vol. 36, s.394-417, 1963.

3. Bazı dönemlerde volatilité olacağı kolay kestirilebilen bir özelliğe sahiptir. Örneğin, Merkez Bankasının açık piyasa işlemleri ile piyasaya müdahalesinin tahmin edilebilir bir volatilité yaratacağı beklenmektedir.
4. Ortak volatilité: Ekonomi teorisi bazı varlıkların volatilitelerinin ortak hareket ettiği yine kabul gören gerçekler arasındadır.
5. Makroekonomik belirsizlik ve volatilité: Son önemli zaman serisi özelliği ise, makroekonomik belirsizlik ve finansal zaman serisi volatilitesidir. Makroekonomik volatilité makroekonomik belirsizlik anlamına gelir. Bu çerçevede, finansal volatilité ile makroekonomik belirsizlik arasında önemli ilişkiler vardır denilebilir.

6.1.1. Zaman İçinde Değişen Volatilité Yöntemleri

Engle'in (1982)³ çalışması zaman içinde değişen volatilité yöntemleri açısından önemli bir mihenktaşdır. Yukarıda bahsedilen özellikler dikkate alındığında finansal zaman serilerinin varyanslarının sabit olmadığı varsayımı geçerlik kazanmaktadır. Örneğin, eğer y_t haftalık ya da günlük logaritmik getirileri ifade ediyorsa, bu ilişkiyi aşağıdaki denklemlle tahmin edebiliriz.

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (6.1)$$

Standart ekonometrik modellerde, hata terimleri ε_t sıfır ortalamalı ve sabit varyanslı bir şekilde modellenmektedir. Ancak, Engle makalesinde hataların koşullu varyansını aşağıdaki spifikasyonla modellemiştir.

³ Engle, R.F., 1982, Autoregressive conditional heteroskedasticity with estimates of the variance of U.K. inflation, *Econometrica* 50, 987-1008.

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 \quad (6.2)$$

6.2'nin önemi hataların koşullu varyansının parametrik olarak belirli bir yapı ile modellenebilmesi yönünde önemli bir çığır açmasıdır. Bu denklem özellikle finansal zaman serilerinin zaman içinde değişen oynaklığının modellenmesi açısından son derece önemlidir. Özellikle yeni gelen haber ya da bilginin ekonomideki belirsizlik düzeyini ne şekilde etkileyebileceği bu yöntemle doğrudan modellenebilecektir. Bu şekilde zaman içinde değişen volatilité modellenmektedir. 6.2 no'lu denklemde koşullu varyans finansal verilerin gecikmeli değerleri ile açıklanabilmektedir. Bu tür modellere Otoregresif Koşullu Heteroskedastik Modeller (Autoregressive Conditional Heteroscedasticity ya da ARCH modelleri) denir. Burada koşullu varyans beklenmeyen değişimlerin karesi biçiminde modellenmektedir. Gecikme düzeyi 1 olduğu için 6.2 ARCH(1) adını alır. P periyotluk gecikme düzeyli modellere ise ARCH(p) adı verilir ve aşağıda gösterilmektedir

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 \quad (6.3)$$

Bollerslev (1986)⁴ çalışması ile ARCH modelini ekteki şekilde genelleştirmiştir.

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \theta_1 h_{t-1} \quad (6.4)$$

Genelleştirilmiş ARCH (GARCH) ise Bollerslev tarafından geliştirilmiş ve aşağıda 6.5'te gösterilmektedir.

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^q \theta_i h_{t-i} \quad (6.5)$$

⁴ T. Bollerslev, Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity, **Journal of Econometrics**, 1986, s. 307-327.

GARCH modellerinin tahmini için en yüksek olabilirlik (Maximum Likelihood, MLE) metodu kullanılır. Bu amaç için aşağıdaki formda bir model optimize edilir.

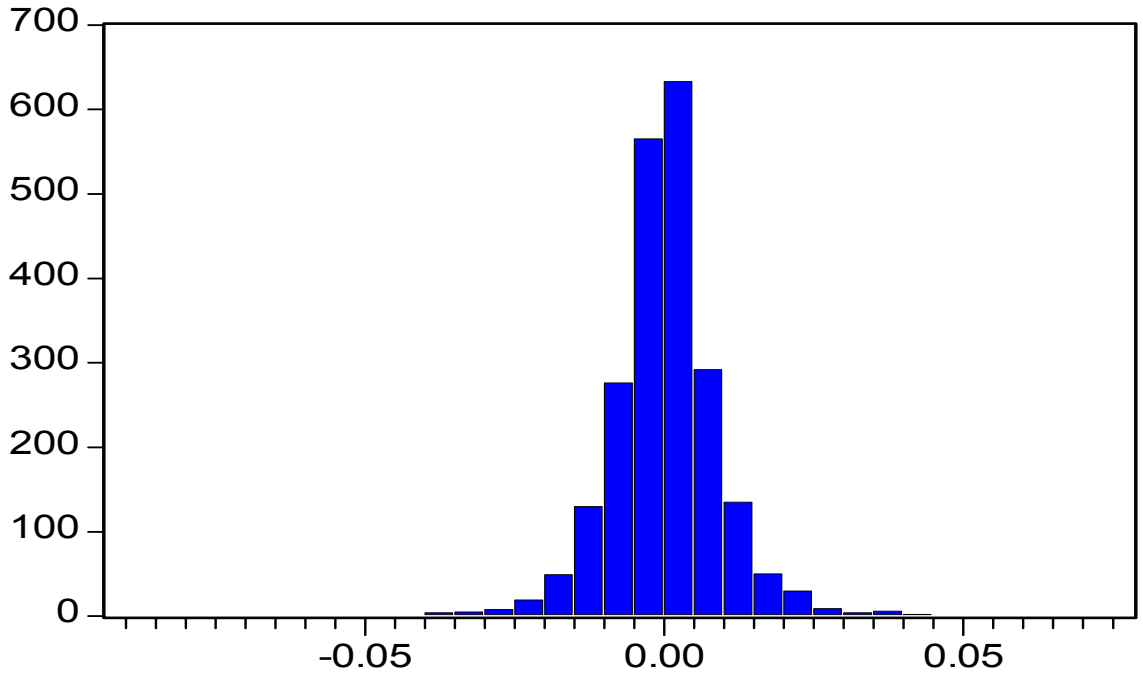
$$l(\theta) = -\frac{1}{2} \sum_{t=1}^T \ln (h_t) - \frac{1}{2} \sum_{t=1}^T (\alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2) / h_t \quad (6.6)$$

$$\theta = (\alpha_0, \alpha_1, \beta_0, \beta_1, \theta_1) \quad (6.7)$$

6.6 denkleminin θ parametre vektörüne göre maksimize edildiğinde GARCH(1,1) model parametreleri elde edilebilir.

6.2. Ampirik Sonuçlar

Grafik XIX : Günlük İAB Getirilerinin Dağılımı



Tablo XVI : İAB Altın Günlük Getirilerinin İstatistikleri

Ortalama	0.000231
Medyan	0
Maksimum	0.071348
Minimum	-0.08626
Standart Sapma	0.009466
Yatıklık (Skewness)	0.109747
Basıklık (Kurtosis)	11.59187
Jarque-Bera (Normallik İstatistiği)	6845.141
Gözlem Sayısı	2528

Tablo XVII : İMKB30 Günlük Getirilerinin İstatistikleri

Ortalama	0.001542
Medyan	0.001137
Maksimum	0.176465
Minimum	-0.200676
Standart Sapma	0.031149
Yatıklık (Skewness)	0.062682
Basıklık (Kurtosis)	7.093091
Jarque-Bera (Normallik İstatistiği)	1766.347
Gözlem Sayısı	2528

Tablo XVIII : İAB Günlük getirilerinin GARCH(1,1) Analizi

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (6.8)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \theta_1 h_{t-1} \quad (6.9)$$

	Katsayı	St. Hata	Z-istatistiği	Olasılık
β_0	0.000123	0.000180	0.685115	0.4933
β_1	0.070318	0.022714	3.095832	0.0020
Varyans Denklemi				
α_0	4.94E-06	6.51E-07	7.584235	0.0000
α_1	0.106882	0.007749	13.79246	0.0000
θ_1	0.837041	0.012941	64.68063	0.0000
R-kare	0.001160			
Regresyon Std Hatası	0.009482	Akaike İno Kriteri		-6.662128
Artık Hataların Karesi	0.199396	Schwarz Kriteri		-6.649293
Log Olabilirlik	7409.956	Durbin-Watson İstatistiği		2.089416
Parametre sayısı	4			
$\alpha_1 + \theta_1$	0.94			

Tablo XIX : İMKB30 Günlük getirilerinin GARCH(1,1) Analizi

	Katsayı	St. Hata	Z-istatistiği	Olasılık.
β_1	0.041333	0.020258	2.040345	0.0413
β_0	0.001414	0.000482	2.932618	0.0034
Varyans Denklemi				
α_0	7.81E-06	1.88E-06	4.144505	0.0000
α_1	0.079466	0.005238	15.17029	0.0000
θ_1	0.915398	0.004853	188.6088	0.0000
R-kare	0.000383			
Log olabilirlik	5489.337	Durbin-Watson istatistiği	2.053664	
Parametre sayısı	4			
$\alpha_1 + \theta_1$	0.99			

6.3. Genel Bulgular

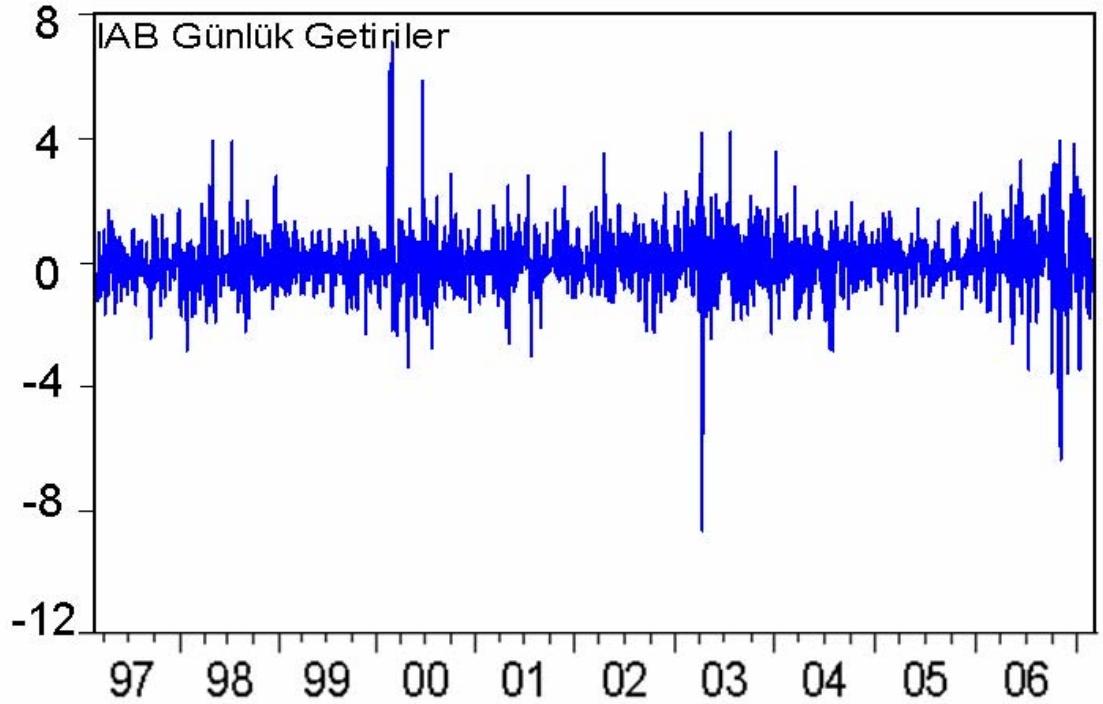
GARCH katsayıları bireysel olarak anlamlıdır. Bu modelin genel anlamda İAB'nin günlük getiri volatilitésinin GARCH(1,1)'le modellenebilmesi için kullanabileceğini göstermektedir. Bu katsayılardan $\alpha_1 + \theta_1$ in toplamı 0.94'tür bu ölçütün anlamı günlük ani getiri değişimi sonucu volatilité dinamiğinde ne kadar süreli bir kalıcılık etkisi olacağını gösterir (persistence parameter). Başka bir deyişle, bu ölçüt ne kadar büyürse şokun kalıcılık etkisi artar ve volatilité tahmini o denli güçleşir. Bu değer sonuçta görel bir değer olarak kabul edilse de 0.94'lük bir kalıcılık değeri gelişmiş finans piyasası enstrümanlarının getiri varyansları için görece küçük bir değer olarak görülebilir. Bir anlamda kalıcılık katsayısı çok yüksek olan enstrümanlarda volatilité şokları kolay atlatılmaz. Bir başka ifadeyle volatilité tahmin edilebilirliği Amerika ve Avrupa finans piyasası enstrümanları için daha düşüktür. Bu konuda bir karşılaştırma yapabilmek için İMKB30 endeks getirileri de GARCH(1,1) modeli ile tahmin edilmiş ve Tablo XVIII'de sunulmuştur. Buradaki ilk karşılaştırmadan da görülebileceği gibi İMKB30 getirisinin volatilitésin şok absorbe etme kapasitesi daha az (ya da kalıcılık etkisi daha yüksektir). Bu çerçevede İMKB30'un geçmiş verileri ile karşılaştırıldığında Güneş ve Saltoğlu (1998)⁵, İMKB volatilitésinin daha az tahmin edilebilir hale geldiği görülmektedir. İAB'nin ise henüz volatilité düzeyi tahmin edilebilirliği ve gelen şokların etkilerinin azalma katsayısı yüksektir denebilir.

İMKB ve İAB'nin genel istatistiklerinin karşılaştırılmasında da önemli bilgiler elde edilmektedir. Örneğin, günlük ortalama İAB getirisi İMKB'nin yaklaşık yarısı kadardır. Ancak buna rağmen koşulsuz standart sapma değeri ile ölçüldüğünde riski 3 kat daha düşüktür. Bu aslında İAB'nin daha az riskli enstrümanlarını portfolyünde tutmak isteyen belirli sayıda oyuncu için bir avantaj olarak görülmesi anlamına da gelebilir. Ancak, tezin geri kalan kısmında da detaylarının tartışıldığı nedenlerden dolayı İAB işlemleri tam bir yatırım aracı olarak seçilememektedir.

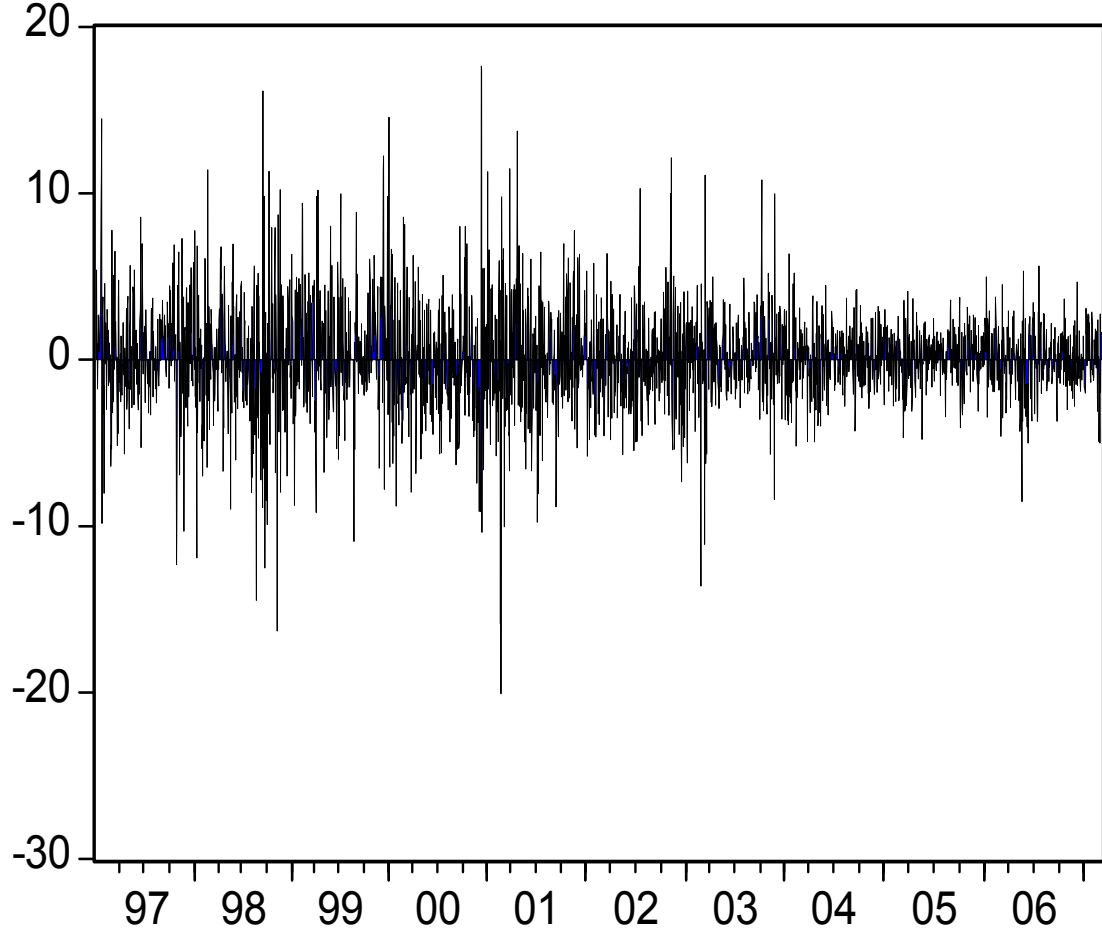
⁵ H. Güneş, B. Saltoğlu, İMKB Getiri Volatilitésinin Makro Ekonomik Konjonktür Bağlamında İrdelenmesi, **İMKB Yayınları**, İstanbul, 1998.

Bunun dışında modelin çıktılarının grafiksel ifadesine göre özellikle finans piyasalarındaki genel volatilité artışı olduğu dönemlerde çok yüksek volatilité tahminleri elde edilmektedir. Yukarıdaki modelden de anlaşılacağı gibi İAB getirilerinin de en fazla oynaklık 2000 Kasım, 2001 Şubat krizleri ile en son yaşanan Mayıs 2006 dalgası dönemlerinde yaşanmıştır. Burada genel emtia fiyatlarındaki etkinin İAB’de de görüldüğü dikkat çekmektedir. Geri kalan dönemlerde finansal piyasalardaki diğer enstrümanlara oranla (örneğin İMKB) çok daha az bir oynaklık göstermektedir. İMKB’nin 2000 ve 2001 dönemlerinde çok daha fazla oynaklık göstermesi de yerel ekonomi için önemli bir enstrüman olduğu özelliğini de göstermesi açısından önemlidir. İAB getirilerinin 2000 ve 2001 dönemlerinden çok fazla etkilenmemesi bu enstrümanın çok önemli bir yatırım ve finansal araç olmadığı hipotezini desteklemektedir.

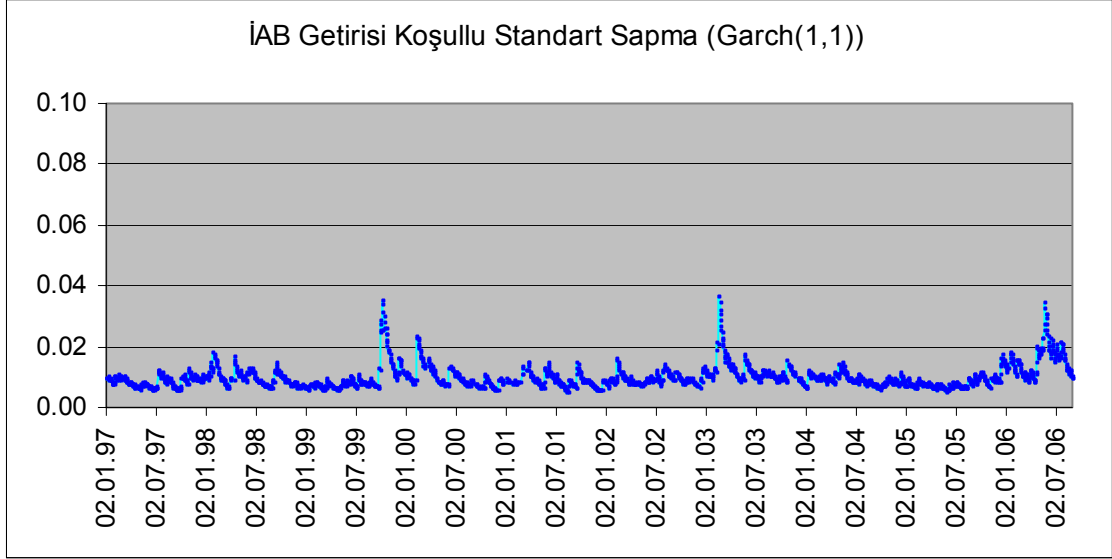
Grafik XX : İAB Yüzsdesel Getiri Grafiği



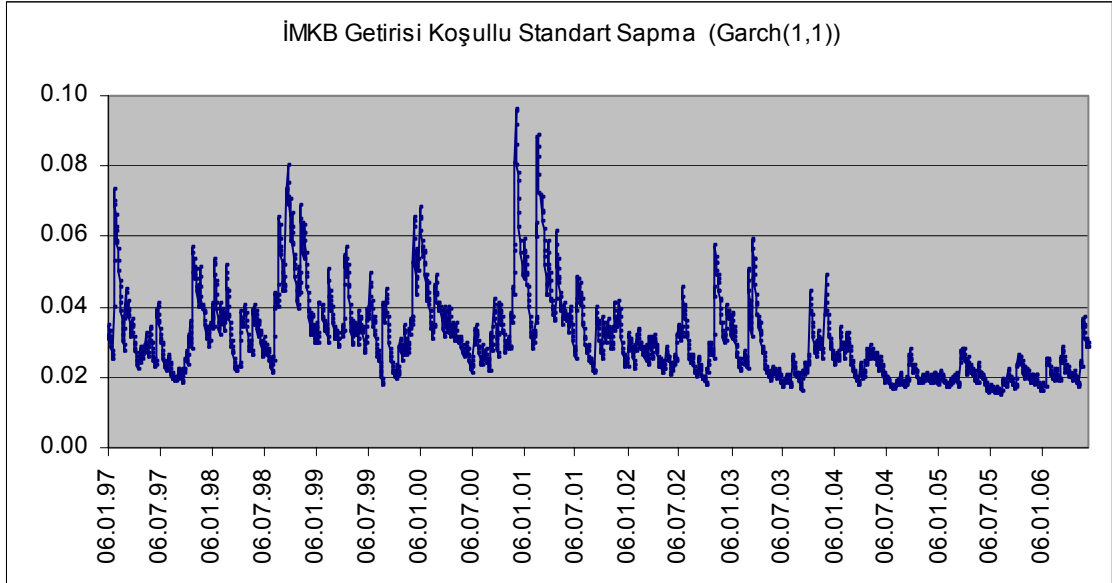
Grafik XXI : İMKB30 Yüzsdesel Getiri Grafiği



Grafik XXII : İAB Altın Getiri Volatilite Grafiği



Grafik XXIII : İMKB Getiri Volatilite Grafiği



6.4. Sonuç ve Değerlendirme

Bu bölümde İAB'nin günlük getiri volatilitesi GARCH türü volatilité yöntemleri ile test edilmiştir. Bu konuda en yaygın olan GARCH(1,1) yaklaşımı kullanılarak elde edilen bulgular ekte sıralanmıştır.

1. İAB getirisi zaman içinde değişmektedir.
2. Volatilité dinamiği İMKB'ye oranla daha az kompleks ve daha kolay tahmin edilebilir.
3. Günlük getiri ve risk profili çerçevesinde İMKB'ye göre bir alternatif önerse de çok fazla rağbet edilmemektedir.
4. 2000, 2001 gibi çok önemli finansal krizlerde İAB'nin volatilitesindeki artış İMKB'ye oranla çok düşük kalmıştır.
5. Buna karşılık, 2006 Mayıs şokuna karşı duyarlılığı çok daha fazladır. Bunun temel nedeni bu şokun emtia fiyatlarına yönelik global bir şok olmasından kaynaklanmaktadır.
6. İAB'nin gelişmiş ülke finansal zaman serileri ile eşit özellikte olması için daha fazla kullanılabilir bir finansal yatırım alternatifi haline gelmesi gereklidir.

7. İAB'İN GELECEĞİ

1993 yılında Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar'da yapılan bir dizi değişikliklerle altının fiyatının belirlenmesi, ithalatı ve ihracatı serbest bırakılmıştır. Altın konusundaki bu gelişmelerle beraber sektörün yeniden yapılandırılması amaçlanmıştır¹. İAB Türk halkının altına olan ilgisi ve geleneksel altın talebi gözönüne alınarak ve dönemin başbakanı tarafından iddia edildiği şekliyle “halkın elinde bulunan 6-7 bin ton altının ekonomiye kazandırılması” projesinin ilk adımı olarak 1995 yılında kurulmuştur.

7.1. Bugünkü Durum

İAB'nin kuruluşundan itibaren yaklaşık oniki yıl geçmiştir. Bu süre zarfında TCMB döviz karşılığı altın satışlarıyla başlayan altın işlemlerinin kayıt altına alınması süreci başarıyla tamamlanmış ve Türkiye'ye giren altının tamamı İAB'den geçer hale gelmiştir. Bu yeni süreçte kaçak altın girişi kârlı olmaktan çıkmıştır.

İAB'de gerçekleşen işlemlerin cinsi, yani yerli veya yabancı para karşılığı altın satışı, cari ekonomik olayları çok yakından takip etmiş ve genel olarak istikrarın sağlandığı son dönemde sadece dolar karşılığı işlem yapılır hale gelmiştir.

Gerçekleşen fiyatların seviyesi Türkiye özelinde bir farklılık yaratmamış ve tamamen uluslararası fiyatları yansıtan bir seviyede oluşmuştur. **Diğer bir deyişle İAB kendi fiyatlarını oluşturamamıştır.**

Özellikle 2001 ekonomik krizi sonrasında İAB'de gerçekleştirilen toplam işlem miktarı, aynı dönemler için Türkiye'ye ithal edilen fiziki altın miktarına çok yakındır

¹ İAB, (çevrimiçi) <http://iab.gov.tr/turkish/borsa.php>

(Grafik XI). Bu durum İAB'nin kendi başına bir borsa işlevi görüp görmediğini sorgulamamızı gerektirmektedir. 5. bölümde İAB'nin fiyat yönüyle uluslararası fiyatları takip ettiği ve kendi fiyatlarını oluşturamadığı tartışılmıştır. İşlem hacminin de, ithalat rakamlarına yakın seviyelerde oluşması İAB'nin bu yönüyle de sadece bir gümrük kapısı gibi çalıştığını doğrulamaktadır. Kendisinden beklenen, borsa işlevi olarak katma değeri sınırlıdır.

7.2. “Yastık Altı” Altın Stoğu

İAB'nin kuruluşunda hedeflenen, halkın elinde (piyasa deyiimiyle yastık altında) olduğu varsayılan 5-6 bin ton altın hiçbir şekilde sermaye piyasalarına kazandırılmamıştır.

Halkın elinde küçük miktarlarda bulunan altın tasarrufları bir türlü sermaye piyasalarına çekilememektedir. Bunun başlıca sebepleri, miktarların küçük olması ve bu kesimin bankalara veya diğer enstrümanlara uzak olmasıdır.

Halkın elinde ziyet olarak bulunan altının eritilerek sistemde tekrar kullanılabilir hale gelmesi yani borsa malı sayılabilmesi için gereken işlemler çok masraflıdır. Bu işlemler işçilik, alım satım komisyonları ve gereken yaygın uzmanlık nedeniyle, kârlı ve verimli olamamıştır.

Bu işe kapsamlı bir şekilde 110 şubesiyle teşebbüs eden bir bankamız da (Toprakbank) sonuca ulaşmadan halkın elinde atıl duran altınları mevduat olarak toplama hedefinden vazgeçmiştir, hedeflediği altın mevduatlarını da hiçbir zaman ulaşamamıştır².

² Alan Doran, “Trends in Gold Banking”, World Gould Council, **Research Study** No.19, June 1998, London, s. 19.

Sektörün büyük oyuncularını da ellerindeki külçeleri bankalara mevduat olarak vermiş ve bu mevduatları teminat olarak göstererek firmalarına kredi almışlardır. Bu işlem nedeniyle (şeffaflaştırma kredileri) bir taraftan yüksek enflasyon nedeniyle maruz kaldığı haksız vergiden kurtulurken, kısmen tezgah altı / kayıtdışı altınlar da kayda girmiştir.

Sermaye piyasalarına daha yakın olan kesim ise reel getirilerin daha düşük olması nedeniyle altını bir yatırım aracı olarak görmemektedir.

7.3. Altın Rafinerisi

İAB işlem hacmini arttıracığı beklentisiyle kurulmaya çalışılan çok ortaklı altın rafinerisi tüm uğraşlara rağmen kurulamamıştır.

İAB, bankalar ve diğer Kapalıçarşı esnafının ortak teşebbüsleriyle kağıt üzerinde kurulan İstanbul Altın Rafinerisi (İAR), yapılan fizibilite çalışmalarının sonucunda ortakların hevesini kırmış ve kârlı olmayacağı ortaya çıkınca, ortaklar sermaye koymaktan vazgeçmiş ve teorik olarak iflas etmiştir. Daha sonra isim hakkı “Halaç Altın” isimli piyasada rafinajı kabul gören tanınmış bir üreticiye borçlarının ödenmesi koşuluyla satılmıştır. Uzun yıllardır küçük çapta hurda altın rafinajıyla uğraşan ve ürettiği külçe ve yarı-mamul altınlarla piyasada tanınan Halaç şirketi, yeni adıyla İAR yurtdışından ve özellikle Afrika’dan dore getirerek standart külçe üretimini arttırmak üzere çalışmaktadır. İAR tarafından üretilen kiloluk standart külçeler Ocak 2007 itibariyle Dubai Borsasından geçerlik belgesi almış ve yurt dışında resmen kabul ve işlem gören ilk Türkiye damgalı külçeler ihraç edilmiştir.

Türkiye’de bulunan madenlerden çıkarılan altın, KDV sorunu nedeniyle yurtdışında rafine edilmektedir. Ayrıca Türkiye’nin yıllık ihtiyacı olan 150-200 ton altının yanında bu miktarlar sembolik olarak kalmaktadır.

Türkiye altın piyasasının geleneksel hurda altın arzı (50-90 ton)³, halihazırda küçük ifrazcılarda veya mücevher üreten büyük fabrikalarda eritilerek bir şekilde İAB’ye uğramadan sisteme girmektedir. Dolayısıyla İAB için önem arzeden altın girişi sadece yurtdışından ithal edilen hazır külçelerdir.

7.4. Vadeli İşlemler

Vadeli işlemler yurtdışı piyasalarda fiziki spot piyasa işlemlerine kıyasla 15-20 kat daha büyük hacimlerdedir. Bu durum gözönüne alınarak İAB Vadeli İşlemler Piyasası 1997 yılında kurulmuş ve 31 üye ile faaliyete geçmiştir (19 banka, 7 yetkili müessese, 2 kıymetli maden aracı kurumu ve 3 İMKB üyesi aracı kurumu)⁴. 995/1000 saflıkta 3 kiloluk kontratlarla başlayan işlemler, geliştirilmeye çalışılmış fakat bir sonuç elde edilememiştir. Tüm zorlamalara rağmen birkaç kontrat işlem görmüş ve İAB üyeleri bu işlemlerden uzak durmuşlar ve yine bildikleri fiziki işlemleri tercih etmişlerdir. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. faaliyete geçtikten sonra, 31 Ocak 2006 tarihinde İAB bünyesindeki Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Müdürlüğü kapanmış ve 1 Mart 2006 tarihi itibariyle de altına dayalı vadeli işlem kontratları Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.’de işlem görmeye başlamıştır.

³ GFMS, Gold Survey 2006, s.66

⁴ İAB, **İAB Vadeli İşlemler Rehberi**, İAB Yayınları – 4, s.27.

7.4.1. VOB Altın İşlemlerinin İAB'ye Etkisi

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB) 2002 yılında özel bir borsa olarak kurulmuş ve 2006 yılında vadeli altın kontratı (100gr) işlemlerine başlamıştır.

Daha sonra İAB üyelerine de serbest katılım hakkı tanınmasına rağmen bu piyasa da fazla rağbet görmemiştir.

Ocak 2006 – Mart 2007 tarihleri arasında toplam 1430 kontrat işlem görmüştür (**Tablo XVI**). Bu miktar toplam olarak 143 kilo altına tekabül etmektedir, İAB işlemleriyle kıyasladığımızda, VOB'da 14 ayda gerçekleşen vadeli altın işlemleri toplamı İAB'nin ortalama bir günlük fiziki işlem hacminin çeyreğine dahi ulaşamamıştır.

Tablo XX : VOB Vadeli İşlemler 2006-2007

Vadeli Altın Sözleşmesi (100gr)	
Vade	Kontrat Sayısı
Nis.06	227
Haz.06	798
Ağu.06	67
Eki.06	280
Ara.06	53
Şub.07	3
Nis.07	0
Haz.07	2
Toplam	1,430

Kaynak: VOB

Türkiye altın piyasasının geleneksel oyuncuları sermayelerini fiziki altın olarak tuttukları ve hesapladıkları için vadeli piyasalarla ilgilenmemektedirler. Spekülasyon yapan oyuncular ise fiziki piyasada günlük işlem yapmayı tercih etmektedirler.

VOB'daki vadeli işlemlerin gelişmesi fiziki altın işlemleri yapan İAB'yi doğrudan etkilemeyecektir. Vadeli altın işlemleri bazında VOB'un gelişmesi, altınla uğraşan üretici, satıcı ve yatırımcılar için etkin ve verimli bir piyasa oluşturacaktır.

Yatırımcılar altın fiyatlarını önceden sabitleyecek veya cari fiyatlara bakarak kendine göre pozisyon alacak, eğer altın fiyatlarını yüksek buluyorsa satacak veya ucuz buluyorsa alacak ve bunu sadece söz konusu altın fiyatının yüzde onunu ödeyerek yapacaktır. Kontrat vadesinde sözleştiği fiyatla cari piyasa fiyatları arasında oluşan farkı, lehine olursa alacak, aleyhine olursa ödeyecektir.

Ayrıca altın borsasında mevcut olan yüksek saklama ve işlem komisyonlarına göre çok az bir komisyon oranıyla çalışacaktır. Kaydi çalışıldığından işlemler taşıma, saklama ve diğer riskleri taşımayacaktır.

7.5. Ödünç Piyasası

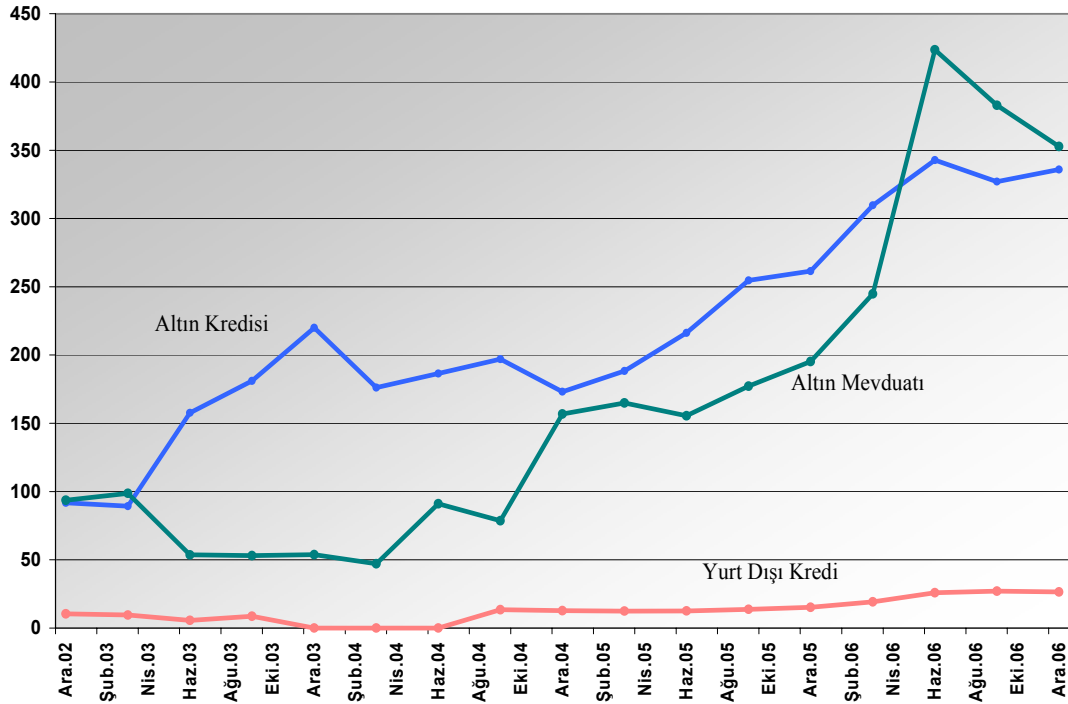
Dünya altın piyasasındaki geniş finansman kaynaklarını yaratan gelişmiş bir ödünç piyasasının varlığı, İAB bünyesinde bir ödünç piyasası kurulmasını özendirmiştir.

İAB bünyesinde böyle bir ödünç piyasasının geliştirilmesi özellikle mevsimsel talepten etkilenen imalatçıları, bayi ağını geliştirmek isteyen büyük üreticileri ve rakiplerinin geniş finansman kaynaklarına sahip olmadığı için rekabette zorlanan

ihracatçıları heyecanlandırmış ve ortak çabalar sonucu İAB Ödünç Piyasası Yönetmeliği 1999 Olağan Genel Kurulu'nda kabul edilmiş ve daha sonra piyasa açılmıştır.

Grafik XXIV : Bankaların Altın Kredi – Mevduat - YD Altın Kredileri

(milyon ytl)



Kaynak: TBB

Türkiye finans piyasalarının genel problemi olan tasarruf yetersizliği ve finansman zorluğu bu piyasada da ortaya çıkmış ve yeterli altın kredisi arzı ortaya çıkmamıştır. Birkaç küçük işlem haricinde piyasa derinliği oluşmamıştır. Borç alanların yeterli derecede kurumsallaşamamış olmaları, gerekli derecelendirme notlarını elde edememeleri ya da teminat eksiklikleri nedeniyle ödünç işlemleri güdük kalmıştır. Bazı

bankalar da ihracatçı şirketlerin ana bankaları olarak altın kredilerini doğrudan verdikleri için İAB ödünç piyasasına gerek duymamıştır. Dünyada 4000 tona ulaştığı söylenen⁵ ödünç işlem hacmini oluşturan merkez bankaları, büyük altın yatırımcıları veya altın madenleri bu piyasada olmadığı ve yastık altında olduğu sanılan altın henüz bu piyasaya aktarılamadığı için, istenen ödünç altın arzı bu piyasaya ulaşamamıştır.

Grafik XXIV'da detaylı olarak görüleceği gibi tüm altın kredisi veren bankaların toplam altın kredileri 350 milyon YTL'den azdır yani henüz 12.5 ton civarındadır. 2006 yılından itibaren altına olan talep altın fiyatlarını arttırmıştır. Altın yatırımlarının artması ve bu altınların bankalara mevduat olarak dönmesi nedeniyle bankaların elindeki altın mevduatı, verdikleri altın kredileri miktarını geçmiştir. Bankaların yurtdışından temin ettikleri altın kredileri 2006 sonu itibariyle 26 milyon YTL'dir ve henüz bir tona ulaşamamıştır.

7.6. Döviz ve Efektif Piyasaları

Kapalıçarşı'da ayaklı borsa denilen geleneksel gayri resmi borsada bağırarak (open outcry) yapılan altın işlemlerinin yanında (sokağın diğer ucunda) daima efektif döviz piyasası da yerini almıştır.

İAB bünyesinde yapılan fiziki altın işlemlerinin gelişmesi üzerine Kapalıçarşı kaynaklı İAB üyeleri, yine İAB bünyesinde Döviz ve Efektif Piyasası kurulmasını talep etmişlerdir. Önceleri İAB'deki işlemlerde aktif olan banka kaynaklı üyeler bu fikre pek rağbet etmeseler de, 2005 yılından itibaren bankaların altın işlemlerinden çekilmeleri

⁵ İAB, **Kıymetli Madenler ve Piyasaları**, İstanbul Altın Borsası yayınları – 2 , s.140

üzerine yinelenen talepler üzerine İAB yönetimi Döviz ve Efektif Piyasalarını açmak üzere tekrar faaliyete geçmiş ve yönetmeliği hazırlayarak görüşe açmıştır.

Halihazırda bankalar arasında yoğun bir rekabetle gerçekleşen bu işlemlerin İAB bünyesine çekilebilmesi çok zordur ve kurulsu dahi bu piyasada işlemlerin diğer ucunda bankaların olması ve işlemlerin üzerine ek komisyon masrafi ekleneceğinden bu piyasa da çalışmayacaktır.

7.7. Yeni Ürünler

İAB bünyesinde gerçekleşen işlemlerin hep fiziki altın alışverişinden ibaret olması ve işlemlerin en az bir kiloluk külçeler halinde ve yüksek komisyonla yapılması son dönemde varlığa dayalı yeni ürünlerin bu piyasaya girmesine olanak tanımıştır. Küçük yatırımcıya da hitap eden, komisyonu düşük, saklaması kolay, anlık olarak alınıp satılabilen bu fonlar 2006 yılında başlayarak hızla piyasaya girmiştir.

7.7.1. Borsada İşlem Gören Fonlar

Uluslararası adıyla ETF olarak bilinen (Exchange Traded Funds) Borsada işlem gören Fonlar (BigF) gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında alternatif yatırım aracı olarak 1993 yılından itibaren görülmeye başlanmış ve öncelikle Amerika’da çok çeşitli endeks veya varlıklara dayalı olarak hızla yayılmıştır⁶.

⁶ Nalan Şahin, **Borsada İşlem Gören Fonlar**, Yeterlik Etüdü, SPK, Nisan 2003, İstanbul.

Altına dayalı borsa yatırım fonları ise, ilk olarak 2004 yılında Borsalarda işlem görmeye başlamıştır. 2006 yılında dünyada işlem gören 5 adet altına dayalı yatırım fonuna ilave olarak altıncı fon Türkiye’de İMKB’de işlem görmeye başlamıştır. 2006 yılı sonu itibariyle tüm dünyada altına dayalı ETF’lerde 550 ton altın biriktiği tahmin edilmektedir.

Altına dayalı olarak çıkarılan ve hisse senedi gibi alınıp satılan bu fonlar yatırımcılara birçok kolaylık getirmiştir. Diğer fonlar, alım ve satım için seans kapanış fiyatını beklerken ETF’ler seans sırasında her an ve herhangi bir aracı kurum tarafından, düşük alım satım aralığı, komisyon ve maliyetlerle kolayca alınıp satılabilmektedir.

Türkiye piyasasında ilk olarak Finansbank tarafından Goldist⁷ (İstanbul Altın Borsa Yatırım Fonu) olarak bin kilo altın varlığa dayalı olarak kurulmuş birkaç ay içinde gelen fazla talep nedeniyle 1300 kiloya çıkarılmıştır. Fonun varlığı olan altın kiloluk külçeler olarak İAB’de saklanmaktadır. Bir pay bir gram 995/1000 saflıkta altına eşittir.

Her türden profesyonel veya amatör yatırımcılar için düşük maliyet ve kolaylık getiren ayrıca saklama güvenliği de olan bu fonlar doğrudan altına yatırım yapmak isteyen veya altın fiyatını hedge etmek (korunaklamak) isteyen herkese tasarruf veya ticaret amaçlı olarak bir gramdan başlayarak yatırım imkânı sunmaktadır. Kurumsal yatırımcılar ve bireysel emeklilik fonlarının da alım satım yapabildikleri bu fonlara olan talebin hızla artacağı beklenmektedir.

⁷ Goldist, Finansbank Altın Fonu, (Çevrimiçi) <http://www.gldtr.com>.

7.7.2. B-Tipi Altın Fonları

B-tipi altın fonları ETF'lerden farklı olarak sadece kurucusunun şube veya acenteleri tarafından ve ancak o günkü seans kapanış fiyatları hesaplandıktan sonra alınıp satılabilirler.

Bu tip fonlar kuruluşunda enaz veya ençok oranları belirlenmiş stratejiye uygun olarak birden fazla yatırım enstrümanına yatırım yaparlar ve altın da bu dağılımın bir parçasıdır. Hedeflenen yatırımcının beklentilerine göre altının yanında döviz, hisse senedi ve bono gibi yatırım enstrümanları bulundurabilirler.

Akbank 2006 yılında kurduğu B-tipi altın fonunda enaz yüzde 51 altın bulundurma stratejisi öngörmüştür⁸.

Garanti Bankası ise birikimlerini altın olarak değerlendirmeyi isteyen yatırımcılar için Nisan 2007'den itibaren Garanti Bankası B tipi Altın Fonu'nu⁹ sunmuş ve yüzde 100 KYD Altın Endeksi'ni¹⁰ ölçüt olarak kullanmayı öngörmüştür.

Altına Dayalı Borsa Yatırım Fonunda ve Banka altın fonlarında biriken iki tona yakın altın İAB bünyesinde yatırımcılar adına saklanmaktadır.

Bu tip fonlar, tüm diğer yatırım fonları gibi alım satım fiyatları farkları üzerinden yüzde 10 stopaj vergisine tabidir. B tipi altın fonları sunduğu göreceli yüksek getiri ve diğer avantajlarıyla fiziki olarak altın alım satımı yapan ve kayda girmeyen bireysel yatırımcıların kayıt altına alınmasına yardımcı olmaktadır.

⁸ Akbank B Tipi Altın Fonu, (Çevrimiçi) http://www.fonbul.com/fon_detay.

⁹ Garanti B Tipi Altın Fonu, (Çevrimiçi) http://www.garanti.com.tr/yatirim/altin_fonu.html.

¹⁰ KYD Altın Endeksi, (Çevrimiçi) <http://www.kyd.org.tr/T/endex>.

7.8. Yeni Ürünlerin İAB'ye Faydaları

İAB'nin kuruluşunda hedeflenen yastık altındaki altının ekonomiye kazandırılması henüz İAB'nin bünyesinde yapılan işlemlerle erişilmiş olmasa da yukarıda bahsi geçen fonlarda altın yatırımının seçilmesiyle tahsis edilen ve fiziki altına dönüşen yatırımlar zorunlu olarak İAB'de saklanmaktadır.

Türkiye'ye ithalatı gerçekleşmiş ve borsada işlem görmüş olarak duran bu altınlar Türkiye altın stoğunun ekonomiye kazandırılması için potansiyel yaratmaktadır. Gerekli marjı ihtiva eden teminatların tesis edilmesiyle bu stok çok verimli bir şekilde ödünç piyasasında kullanılabilir. Özellikle yüksek fonlama fiyatları nedeniyle rakipleriyle rekabette zorlanan ihracat yapan mücevherat üreticileri için uygun kaynak olabilir.

Ayrıca fonlarda verilen altın alım satım kararları arttıkça, bu fon işlemleri dolaylı olarak İAB'ye altın işlem hacmi olarak dönecektir.

SONUÇLAR

Bu tez kapsamında İAB'nin kuruluşundan bu yana kendisinden beklenen net faydayı ekonomiye sağlayıp sağlamadığı tartışılmıştır.

Türkiye dünya piyasalarında önemli bir altın oyuncusudur.

Bilindiği gibi Türkiye'nin fiziki altın talebi yıllık 250 ton civarında devam etmektedir ve bu miktar dünya toplam üretiminin yüzde 10'una tekabül etmektedir. Son yirmi senede gerçekleştirilen deregülasyon ve yapılanmayla Türkiye önemli bir mücevherat ihracatçısı konumuna da gelmiştir. 2005 yılı itibariyle Avrupa'da birinci sıradadır. Diğer ülkelerdeki gelişmelerin aksine altın para (cumhuriyet altını) talebi güçlüdür ve Türkiye 62 ton üretim ile açık ara dünya birincisidir. İthal edilen altının yarısı işlendikten sonra ihraç edilmekte ve ihraç edilen altın üzerindeki işçilik katma değeri, yurtiçinden talep edilen altının döviz karşılığını dolaylı olarak karşılamış olmaktadır. Diğer bir deyişle Türkiye altın sektörü binlerce kişiye iş sağlarken ülkenin kıt kaynaklarına rağmen geleneksel olarak yurt içinden talep edilen fiziki 100-150 ton altın için gerekli döviz sağlamaktadır.

Altın kredileri yeterli miktarlara ulaşmamıştır.

Bankalar tarafından verilen altın kredileri yardımıyla mücevherat üreticileri üzerindeki talebe dayalı mevsimselliğin getirdiği olumsuzluklar ve verimsizlikler giderek etkisini azaltmaktadır. Ancak tüm bankaların vermiş oldukları altın kredisi toplamı 12.5 ton civarındadır.

Altın girişi kayıt altına alınmış, halkın elindeki altın ekonomiye aktarılamamıştır.

Son dönemde orta büyüklükteki altın üretici ve toptancıların yüksek enflasyon nedeniyle ortaya çıkan haksız vergiden etkilenmemek için kayıt dışı tuttıkları sermayelerini bankalara aktarmaları ve bunu karşılık göstererek firmalarına kredi almaları neticesinde, altın mevduat hesapları ve altın kredileri karşılıklı olarak artmıştır. Fakat yıllardır resmi makamlarda dahi söz konusu edilen, Türkiye'nin "büyük potansiyeli - yastık altı altın" küçük miktarlarda ve mevduat olarak finansal sisteme aktarılabilir durumda olmamasından, ayrıca faiz getirisi yönüyle de cazip olmadığından ekonomiye kazandırılmamıştır

Altın sektörü az sayıda üretici firma ile olsa da kurumsallaşma sürecine girmiştir.

Türk üreticilerin lehine azalan fonlama maliyetleri nedeniyle, satıcılara tanınan geri ödeme süreleri ve kredilendirme imkânlarının artması, yurtiçindeki kuyumcuların vitrinlerini zenginleştirirken yurt dışında da daha fazla Türkiye'de üretilmiş altın ürünlerinin sergilenmesine ve satışların artmasına sebep olmuştur. Üreticilerin birleşerek kurumsallaşması neticesinde kredibilitelerinin ve kredi notlarının artmasıyla yurt dışından doğrudan sağlanabilecek daha uygun kredi imkânlarıyla altın üretimi daha da gelişecektir.

Yerli altın külçe üretimi ve ihracı henüz önemli miktarlara ulaşmamıştır.

İstanbul Altın Rafinerisi'nin Dubai'den başka merkezlerde de tanınması ve iş hacminin gelişmesi, iç piyasanın hurda dönüşümünde verimliliği arttırırken, İstanbul'un fiziki altın alıcısı merkezlere yakınlığının verdiği avantajla, dore ithal ederek standart külçe ihraç etmesi ülkemize çift yönlü döviz kazandıracaktır. Halihazırda ülkeye giren standart kiloluk külçe altınların almış tondan fazlası sadece "cumhuriyet" altını basımında kullanılmaktadır. Türkiye'deki madenlerden elde edilen altın yerli rafineriye KDV iadesi

yapılamadığından rafinaj için yurtdışına gönderilmektedir. Bu bürokratik sorun acilen çözülmelidir.

İAB’de gerçekleşen işlemler neredeyse tamamen USD karşılığı yapılmaktadır.

Geçici olarak İAB işlem miktarlarının artmasına sebep olan kambiyo gider vergisinden kaçınma işlemleri sona ermiştir. 2003 yılından itibaren ekonominin istikrarlı bir seyir göstermesiyle işlemlerin neredeyse tamamı USD karşılığı yapılır hale gelmiştir. Alıcı ve satıcılar, yerli para ile döviz arasındaki fiyatlarda meydana gelebilecek değişikliklerden etkilenmek istemediğinden, doğrudan USD karşılığı işlemleri tercih etmektedir.

İAB kendi fiyatlarını oluşturamamaktadır, uydu borsa olarak çalışmaktadır.

Günlük olarak bakıldığında İAB ve yurtdışı piyasalar arasındaki ortalama fark 32 sent civarındadır ve İstanbul altın fiyatları dış piyasaları aynen takip etmektedir, İAB kendi fiyatlarını oluşturamamıştır. Türkiye’ye altın arz eden büyük altın bankalarının konsinye olarak İAB’de tuttukları altınları borsada satan yerli banka veya kıymetli maden aracı kuruluşları, bu bankaların yurt dışı piyasalarda kote ettikleri fiyatlarına çok küçük bir komisyon ekleyerek aynen İAB’ye sunmaktadırlar. Bu günkü sistemde, İAB sadece düzgün ve güvenli altın arzına vesile olmakta fakat Türkiye’ye özgü fiyat oluşturma açısından bir katma değer yaratamamaktadır.

İAB işlem miktarları ile Türkiye’ye ithal edilen altın miktarları neredeyse aynıdır.

2001 yılından itibaren İAB aylık işlem miktarları, Türkiye’ye ithal edilen altın miktarlarıyla aynı seviyelere inmiştir. Bunun sebebi ülke içinden borsaya arz edilebilecek kaydadeğer altın miktarının olmaması ve ithal edilen altının borsada sadece bir kez işlem görmesinden dolayıdır. Bugünkü durumu itibariyle İAB, Türkiye’ye işlenmemiş (külçe) altın ithali serbest ve gümrüksüz olmasına rağmen adeta bir gümrük kapısı gibi

çalışmaktadır. Daha önceleri TCMB'nin üç kişiyle yaptığı iş bugün İAB'de 57 kişiyle daha da maliyetli olarak sisteme arzedilmektedir.

Vadeli piyasalar ve Ödünç Piyasaları çalışmamaktadır.

İAB bünyesindeki Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Müdürlüğü kapatılmış ve bu türden işlemlerin İzmir'de kurulan VOB tarafından yapılması resmen istenmiştir. VOB'da gerçekleştirilen vadeli altın işlemleri çok azdır. Ödünç Piyasası, amaçlanan işlem hacminin çok altında çalışmaktadır. İAB dışında, bankalar tarafından altın üretici ve toptancılarına doğrudan verilen altın kredileri İAB'de belirli bir komisyon karşılığında tescil edilmektedir. Bu işlemin bir katma değeri yoktur sadece maliyetleri arttırmaktadır.

Kurulması istenen Döviz ve Efektif Piyasası da çalışmayacaktır.

İAB'nin döviz ticaretiyle de iştigal eden üyeleri İAB bünyesinde Döviz ve Efektif Piyasası kurmak istemekte, borsa yönetimi de bu konuda hazırlık yapmaktadır. Eğer kurulursa bu piyasa da, zaten verimli çalışan bankalar arasındaki cari piyasa üzerine bir verimlilik artışı getiremeyeceğinden çalışmayacaktır.

Yeni kurulan altına dayalı fonlar talep görmüştür.

2006 yılından itibaren altın fonları kurulmaya başlamıştır. B tipi olarak kurulan ve kısmi olarak altın taşıması öngörülen bu fonların yanında, tamamen altın alarak ve bu altını İAB'nin kasasında fiziken saklayan ve İMKB'de bir gram altın fiyatına eşdeğer hisse fiyatıyla alınıp satılan bu ETF fonu (Goldist) çok başarılı olmuştur. Bu fonun bir gram altına eşdeğer olarak kolayca alınıp satılması, yaygın İMKB aracı kurumları vasıtasıyla her noktadan erişilebilmesi, hilesiz hurdasız ve saklama zahmeti ve riski olmadan yatırım yapılabilmesi nedeniyle her kesimden yatırımcıya hitap etmektedir. ETF olarak kurulan bu fonlar, özellikle kurumsal yatırımcılar ve üreticiler tarafından riskten

korunma (hedge) amaçlı kullanılabildiğinden, bu fonlara olan talebin hızla artacağı düşünülmektedir.

İAB daha verimli çalışabilir.

İAB’de, yurt içine getirilen konsinye altının ve fonların satın almış oldukları altınların saklama hizmetleri güvenli ve etkin bir şekilde yapılmaktadır. Fiziki altın alım satım işlemleri hem borsa hem de üyeler için verimlilik artışı ve maliyetlerin düşürülmesi için uzaktan erişime yönlendirilmeli ve borsa personeli sayısı ile kapsadığı mekan önemli ölçüde küçültülmelidir. Yapılacak tasarruflarla personelin daha etkin eğitimi, bilgi işlem yatırımlarının artırılması ve komisyonların düşürülmesi mümkün olacaktır.

Altın getirilerinin volatilitesi daha düşüktür.

Çalışma kapsamında İAB altın getirileri, İMKB30 getirileri ile günlük volatilitelerde bazında mukayese edilmiştir. GARCH(1,1) yöntemiyle yapılan analizler neticesinde İAB altın işlemlerinin günlük ortalama getiri volatilitelerinin İMKB30’a göre daha düşük olduğu ve İAB’nin 2000 ve 2001 krizlerinden görece daha az etkilendiği gözlenmiştir.

Altın iyi bir portföy çeşitlendiricisidir.

Genel olarak yatırım enstrümanlarının getiri volatilitelerinin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde, halkın geleneksel altına yatırım alışkanlıkları paralelinde yatırım fonları gibi enstrümanların talebe uygun oranda altına yatırım yapmalarının iki önemli yararı olacaktır. Birinci olarak altının geleneksel değer koruma özelliğinden faydalanılacak, ikinci olarak da daha düşük volatiliteler sunan altın fiyatları portföyünde altın bulunduran fonun getiri volatilitelerini daha istikrarlı (stabil) ve dengeli hale getirecektir.

Sonuç olarak, İAB, bu önemli piyasa ile beraber, son 10 yılda Türkiye ekonomisinin genişlemesine rağmen, altınla ilgili finansal ürünlerin çeşitlenmesine, derinleşmesine ve altın fiyatlarının yerel ekonomide kendi iç dinamikleri ile belirlenmesi sürecine yeterli katkıda bulunamamıştır. İAB'nin vadeli piyasalarının açılmasıyla da yeterli fayda sağlamadığı görülmüştür. Ekonometrik çalışmamızda İAB'nin İMKB'nin gösterdiği önemli değişimi gösteremediği analiz edilmiştir. Kanımızca bu önemli borsanın kendinden beklenen gerekli faydaları sağlayamamasında 3 temel neden vardır:

1. Kuruluş itibari ile İAB bağımsız ve yerel fiyat belirleme yeteneği olmayan bir biçim ve ortam içinde kurgulanmıştır.
2. İAB ülkedeki toplam altın rezervlerini harekete geçirme amacıyla kurulsa da bu amacına ulaşamamıştır.
3. İAB'nin etkin çalışmasını sağlayacak olan yerli altın arzı, finansman zorlukları, bürokratik engeller ve KDV sorunu nedenleriyle sağlanamamıştır .

İAB'nin bu sorunları aşabilmesi için aşağıdaki tedbirlerin bir an evvel alınmasının uygun ve gerekli olduğu değerlendirilmektedir:

1. İAB üyeleri için uzaktan erişimin etkin kullanımı teşvik edilmelidir ve işlem komisyonları azaltılmalıdır.
2. Yurt dışından yerli rafinerilerde külçe altın üretimi için gerekli olan dore ithalatı kolaylaştırılmalı ve finansmanı desteklenmelidir.
3. Fiziki altın işlemleri dışında kalan vadeli işlemler ve türev ürünlerin gelişmesi için İAB, VOB, SPK ve bankaların ortak çaba göstermesi gereklidir.

KAYNAKÇA

- Alıç, Ali: “Dünyada ve Türkiye’de Altın”, **Maliye ve Gümrük Bak. Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Yayını**, Ankara, 1985/268.
- Arad, Kürşad: “Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi”, **TCMB**, Ankara, Temmuz 2003.
- Arslan, İsmail Hakkı: “Madencilik Özel İhtisas Komisyonu Raporu”, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, **DPT:2623-ÖİK:634**, Ankara, 2001.
- Aslan, Sinan: **Altın ve Altına Dayalı İşlemler Muhasebesi**, İstanbul Altın Borsası Yayınları-3, 1999.
- BDDK: “Finansal Piyasalar Raporu”, BDDK, 2006, (çevrimiçi) <http://www.bddk.org.tr>.
- Bollerslev, T.: Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity, **Journal of Econometrics**, 1986, s. 307-327.
- Bollerslev, Engle, Nelson: **Handbook of Econometrics: Volume IV-49**, Elsevier Science B.V.,Amsterdam, 1994.

- Butler, Marion: **Ancient Prices**, 2000
(Çevrimiçi) <http://www.gold-eagle.com/editorials00/mbutler031900.html>.
- Capie, Mills, Wood: “Gold as a Hedge against the US Dollar”, WGC, **Research** No.30, 2004.
- Cartwright, A.P.: **The Gold Miners**, Purnell & Sons (SA) Ltd.,Cape Town, 1962.
- Clapham, John: **The Bank of England, A History**, Cambridge University Press, 1944, Vol. II.
- Doğan, Ö. Sertkaya: “Türkiye’de Altın Madenciliği”, **İÜ Edebiyat Fakültesi Coğrafya Bölümü Coğrafya Dergisi**, Sayı 13, İstanbul, 2005.
- Doran, Alan: “Trends in Gold Banking”, World Gould Council, **Research Study** No.19, June 1998, London.
- Engle, R.F.: Autoregressive conditional heteroskedasticity with estimates of the variance of U.K. inflation, **Econometrica**, Vol.50, 1982.
- Ertuna, Özer: “The Liberalization fo Turkey’s Gold Market”, World Gold Council, **Research Study** No.7, June 1994, London.
- GFMS: Gold Survey 2006 & 2007

- Green, Timothy: **The World of Gold**, 1993 London The Inside Story of Who Mines, Who Markets, Who Buys Gold, Rosendale Press, London, 1993.
- Güneş H., Saltoğlu B.: İMKB Getiri Volatilitésinin Makro Ekonomik Konjonktür Bağlamında İrdelenmesi, **İMKB Yayınları**, İstanbul, 1998.
- Güvenç, Murat: **Altın Piyasasında Arz – Talep ve Aktörler**, İstanbul Altın Borsası Yayınları: 6, İstanbul, 2006.
- Harmston, Stephan: “Gold as a Store of Value”, WGC, **Research Study No.22** 1998.
- İAB: **Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası**, İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları –1.
- İAB: **Kıymetli Madenler ve Piyasaları**, İstanbul Altın Borsası Yayınları – 2.
- İAB: **İAB Vadeli İşlemler Rehberi**, İstanbul Altın Borsası Yayınları – 4.
- İAB: **Dünyada ve Türkiye’de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum**, İstanbul Altın Borsası Yayınları – 7.
- İAB: **İstanbul Altın Borsası ve Kıymetli Madenler Mevzuatı**, İstanbul Altın Borsası Yayınları – 8.

- Kayra, Cahit: “Türkiye’de Serbest Piyasada Altın Ticareti”,
(Bir İnceleme), Maliye Tetkik Kurulu, Ankara, 7 Nisan
1970
- Kutan, A., Aksoy, T.: “Public Information Arrival and Gold Market Returns in
Emerging Markets: Evidence from the İstanbul Gold
Exchange”, **Scientific Journal of Administrative
Development**, Vol.2,
- Kuzu, Ali: **Altın Tepside Sunulan Ülke**, Birharf Yayınları No.40
İstanbul, 2005.
- Lawrence, Colin: “Why is Gold Different from other Assets? An Emprical
Investigation”. London, WGC, Research, 2003,
(Çevrimiçi) <http://www.gold.org/research>.
- Lengwiler, Epp, Schoch: **Gold**, Credit Suisse Special Publications, Vol:66,
Switzerland, April 1996.
- Mandelbrot, B. : “The Variation of Certain Speculative Prices”, **Journal of
Business**, Vol. 36, 394-417, 1963.
- Marx, Karl: **Das Kapital**, Vol I, 1867.
- Michaud, R., Pulvermacher: **Gold as a Strategic Asset**, WGC, September 2006.
- Neuberger, Antony: “Gold Derivatives: The Market Impact”, World Gold
Council, , (Çevrimiçi) <http://www.gold.org>, May 2001.

- Pekcan, Erdoğan: **ALTIN Bankacılığı Borsası Rafinerisi ve TÜRKİYE**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:1998-31, İstanbul, Mayıs 1998.
- Sağlam, Mehmet H.: **Altın Dünya Borsalarında Vadeli Altın İşlemleri**, Borsa Kütüphanesi Dizisi: 2, Scala Yayıncılık, İstanbul, 1993.
- Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama**, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2003.
- Swiss Bank Corp.: **Gold Myth and Realty**, April 1985, Zurich.
- Şahin, Nalan: **Borsada İşlem Gören Fonlar**, Yeterlik Etüdü, SPK, Nisan 2003, İstanbul.
- TCMB: “TCMB Rezerv Yönetimi”, Ankara, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB: “Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, Ankara, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.org.tr>.
- WGC: “Gold as a Reserve Asset”, (Çevrimiçi) http://www.gold.org/value/reserve_asset.
- WGC: “The Value of Gold to Society”, (Çevrimiçi) <http://www.responsiblegold.org>.
- WGC: “World Official Gold Holdings”, Mart 2007,

(Çevrimiçi)<http://www.gold.org/statistics>.

Yaşaroğlu, Ö.Faruk:

Yetkili Müesseseler ve İstanbul Altın Borsası Aracı Kurumları Mevzuatı Rehberi, İstanbul Altın Borsası Yayınları : 13, Ed. Metin Duyar, 2002.

Çevrim İçi Kaynaklar

<http://www.iab.gov.tr>

İstanbul Altın Borsası

<http://www.en.wikipedia.org>

İngilizce Ansiklopedi

<http://www.fonbul.com>

Fon Portalı

<http://www.garanti.com.tr>

T. Garanti Bankası A.Ş.

<http://www.gfms.co.uk>

Gold Fields Mineral Services

<http://www.gldtr.com>

İstanbul Altın Borsa Yatırım fonu (Finansbank)

<http://www.gold.org>

World Gold Council

<http://www.gold-eagle.com>

Altın Haber ve İşlem Sitesi

<http://www.haz.gov.tr>

T.C. Hazinesi

<http://www.imkb.org.tr>

İstanbul Menkul Kıymet Borsası

<http://www.kyd.org.tr>

T. Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği

<http://www.lbma.org>

London Bullion Market Association

<http://www.spk.gov.tr>

Sermaye Piyasası Kurulu

<http://www.tcmb.gov.tr>

T.C. Merkez Bankası

<http://www.vob.org.tr>

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

EKLER

Ek:1

Altın Mücevher Ayarları			
	Karat (Ayar)	Saflık	% Altın
Altın Alaşımları	24,00	1000,00	100,00
	22,00	916,70	91,67
	18,00	750,00	75,00
	14,00	583,30	58,30
	10,00	416,70	41,67
	9,00	375,00	37,50

Kaynak : İstanbul Kuyumcular Odası

ÖZGEÇMİŞ

1956 yılında İstanbul'da doğan İsmail Yanık, 1973 yılında Şehremini Lisesini bitirdi. 1979 yılında ODTÜ Endüstri Mühendisliği Bölümü'nden **Mühendislik (B.S.)**, 1982 yılında da Boğaziçi Üniversitesi Endüstri Mühendisliği Bölümü'nden **Yüksek Mühendis (M.S.)** derecelerini aldı.

1980 yılında Pamukbank'ta başlayıp Citibank ve TEB'de halen devam eden bankacılık kariyeri sırasında çok sayıda mesleki kurs ve eğitimlere katıldı. 1999 yılında Harvard Business School'da "**İleri İşletme Programı**" (AMP)'na katıldı.

İki yıl Pamukbank'ta uzman olarak sırasıyla dış ticaret işlemleri, ihracat kredileri ve döviz pozisyonu birimlerinde çalıştı.

Askerliğini yedeksubay olarak NATO Hava Kuvvetleri'nde (İzmir) yaptı.

1984-1992 yılları arasında Citibank'ta yönetici olarak karşılıklı ticaret (counter-trade), finansal kontrol, bütçeleme, yatırım bankacılığı ve hazine bölümlerinde çalıştı.

1992 yılında TEB'de (Türk Ekonomi Bankası) hazineden sorumlu genel müdür yardımcısı olarak başladığı görevine halen "Risk Yönetimi ve Denetim" işlerinden sorumlu "Denetim Komitesi" ve "Yönetim Kurulu Görevli Üyesi" olarak devam etmektedir.

TEB yönetim kurulu üyeliği yanında İstanbul Altın Borsası'nda 1997-2005 yılları arasında yönetim kurulu üyeliği ve başkan yardımcılığı görevlerinde bulunmuştur.

Halen Risk Yöneticileri Derneği Başkan Yardımcısı ve Türkiye Bankalar Birliği Basel II Yönlendirme Komitesi üyesidir.