

25570

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA-BANKA ANABİLİM DALI

**DÜNYA BORSALARINDA
VADELİ (FUTURE) ALTIN İŞLEMLERİ**

(DOKTORA TEZİ)

Hazırlayan : MEHMET HAKAN SAĞLAM
91/8570

Tez Yönetmeni : Prof. Dr. Yüksel Ülken

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

İSTANBUL-1993

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖNSÖZ.....	III
İÇİNDEKİLER.....	VI
GİRİŞ.....	XI

BÖLÜM I ALTIN (1-21)

1. Geçmişten Günümüze Altın.....	4
a) Altını Altın Yapan özellikler.....	6
2. Altın Ticaretinde Dönemler.....	7
a) Vadeli Altın Piyasalarının Ortaya Çıkışı.....	8
b) Bretton Woods Sisteminin Vadeli Altın Piyasalarına Etkisi.....	11
c) Altın Kambiyo Sistemi.....	12
d) Bretton Woods Anlaşması.....	13

BÖLÜM II VADELİ ALTIN İŞLEMLERİ (23-47)

1. Vadeli Altın İşlemlerinin Özellikleri.....	27
2. Future ve Forward İşlemler Arasındaki Farklılıklar.....	28
3. Vadeli (Future) Altın Kontratlarının Temel Özellikleri.....	31
a) Altın Piyasalarında Kullanılan Ağırlık Birimleri.....	32
b) Kontrat Büyüklükleri.....	34
c) Fiyat Basamakları.....	36
d) İşlem Saatleri.....	38
e) Teslimat Ayları.....	39
4. Vadeli İşlemlerin Tercih Nedeni.....	42

BÖLÜM III
PIYASA BİLEŞENLERİ (49-62)

1. Borsalar	51
2. Takas Daireleri	53
3. Teminat Oranları	56
4. Takas Denkleştirme Hesapları	58
5. Seans İçi Katılımcılar.....	59
6. Borsa Dışı Katılımcılar	60
a) Borsa Komisyoncuları ve Tanıştıncı Brokerlar	60
b) Ticari Danışmanlar	61
c) Ticari Mal Operatörleri	61
7. Borsaların Denetimi.....	61

BÖLÜM IV
PIYASALARIN İŞLEYİŞİ (63-76)

1. Seans İçi Katılımcılar.....	66
a) Brokerlar	66
b) Spekülatörler ve Piyasa Düzenleyicileri	67
c) Temsilci Yardımcıları ve Ulaklar	70
d) Borsa Personeli.....	71
2. Seans Salonlarının Hareketliliği.....	71
3. Müşteri Emirlerinin Seans Salonuna iletilmesi.....	75

BÖLÜM V
PIYASA STRATEJİLERİ (77-87)

1. Vadeli Piyasaların Tercih Nedeni	80
2. Vadeli Piyasalarda Spekülasyon	81
3. Vadeli Piyasalarda İşlem Yapan Kişilerin Dikkat Etmesi Gereken Konular.....	83
a) İyi Bir Ticaret Planı Yapmak	83
b) Zararı En Kısa Zamanda Durdurmak ve Kârın Atmasına İzin Vermek.....	84

c) Zarar Eden Pozisyona Hiç Bir Şekilde Ekleme Yapmamak.....	85
d) Dikkatlerin Kâr ve Zarar Üzerinde Yoğunlaştırılmaması.....	86
e) Belirsizlik Durumlarında Kenara Çekilmek.....	86

BÖLÜM VI EMİR TÜRLERİ (89-105)

1. Vadeli Piyasalarda Uygulanan Emir Türleri.....	91
a) Serbest Emirler.....	91
b) Limitli Emirler.....	93
c) Beklemeli Emirler.....	94
d) Piyasa Kapanış Emri.....	98
e) Piyasa Açılış Emri.....	98
f) Kesin Fiyatlı Emirler.....	99
g) Koşullu Emirler.....	99
h) İptalli Emirler.....	100
i) Spred Emirleri.....	100
j) Kontrat Değişirme Emri.....	101
2. Piyasa Durumuna Göre Emir ve Strateji Seçimi.....	101
3. Vadeli Altın İşlemlerinin Avantajları.....	103

BÖLÜM VII DÜNYA ALTIN ARZI (109-143)

1. Maden Çeşitleri.....	109
a) Yeraltı Kaynakları.....	110
b) Diğer Arz Kaynakları.....	111
2. Dünya Maden Üretimi.....	113
a) Maden Üreticisi Ülkeler.....	115
3. Resmi Sektör Satışları.....	133
4. Hurda Altın Arzı.....	135
a) Avrupa Ülkelerinde Hurda Altın Arzı.....	139
b) Ortadoğu Ülkelerinde Hurda Altın Arzı.....	140
5. Altın Kredisi.....	142

BÖLÜM VIII
DÜNYA ALTIN TALEBİ (145-172)

1. Kullanım Alanları	147
2. Fiziksel Altın Talebi	148
a) Endüstriyel Altın Talebi	149
i. Mücevherat Sektörü Altın Talebi	153
ii. Altın Para Basımı	161
iii. Madalyon ve Hatıra Para Basımı	163
iv. Elektronik Sektörü Altın Talebi	164
v. Dişçilik Sektörü Altın Talebi	167
b) Yatırım Amaçlı Altın Talebi	169

BÖLÜM IX
ALTIN FİYATLARI (173-193)

1. Altın Fiyatlarına Genel Bir Bakış	178
a) Cari ve Reel Altın Fiyatları	178
2. Vadeli Piyasalarda Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörler	182
a) Fiziksel Altın Arz ve Talebi	183
b) Yatırım Amaçlı Altın Talebi	184
i. Spot Altın Fiyatı	185
ii. Enflasyon	187
iii. Ekonomik Büyüme Hızı	190
iv. Döviz Kurları	191
v. Reel Faiz Hadleri	192
vi. Politik ve Ekonomik Ortam	193

BÖLÜM X
SPRED (195-222)

1. Spred İşlemleri	197
a) Spred Türleri	200
i. Takvim Spredi	200

ii. Mallararası Spred	205
iii. Piyasalararası Spred	206
2. Vadeli Altın Kontratlarının Fiyatlandırılması	207
a) Vadeli Piyasalarda Arbitraj	208
b) Spred Kazancının Hesaplanması	212
3. Tail	216

BÖLÜM XI
HEDGİNG (223-232)

1. Maden Üreticilerince Düzenlenen Hedging İşlemleri	226
2. Endüstriyel Kullanıcılarca Düzenlenen Hedging İşlemleri	228
SONUÇ	233
KAYNAKÇA	251

GİRİŞ

Teknik teorilerin birçoğundan farklı olarak piyasaların işleyişi ve alışveriş yapan kişilerin davranışları bazı temel prensipler üzerine kurulmuştur. Alışveriş işlemlerinin doğal bir sonucu olarak ortaya çıkan kazanç ve kayıplar, ticari faaliyetlerde süreklilik sağlayan en önemli faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Kişilerin belli amaçlara ulaşmak için birbirleriyle mücadele ettiği ulusal veya uluslararası birçok piyasa bulunmaktadır.

Bu piyasalarda bazı kişiler satın aldıkları mallardan para kazanırken bazıları zarar etmekte, bazıları servetine servet katarken, bazıları iflas edebilmektedir. Aynı piyasa içinde aynı malı alıp satan kişilerden bazılarının başarılı, bazılarının başarısız olmasının sebebi acaba nedir? Piyasada akıllıca hareket eden bazı kişiler zarar ederken, akılsızca hareket ettiği ileri sürülen bazı kişilerin para kazanması acaba sadece şans mıdır? Nitelik yönünden birbirinden oldukça farklı olan bu tür davranış ve istemlere insan doğasında var olan para kazanma isteğini gözönünde bulundurarak “yanlış” veya “doğru” diyebilmek pek kolay değildir.

Şu bir gerçektir ki; gerek mal, gerekse sermaye piyasalarında alışveriş yapan kişilerin fiyatlar hakkındaki görüş ve tepkileri ile piyasa içindeki davranışları birbirlerinden tamamen farklı olabilmektedir. Örneğin, fiyatların düşüşe geçmesi durumunda daha fazla zarar etmemek amacıyla, yüksek fiyattan satın alınan bir malın düşük fiyattan satışa sunulması kişinin kendisince doğru ve mantıklı bir davranış olarak görülürken, başkalarının hoş karşılanmayabilir. Çok çeşitli yatırım stratejilerinin uygulandığı mal piyasalarında, alışveriş işlemlerinin sürekliliği hiç şüphesiz bu tür yanlış ve doğrularla sağlanmaktadır.

Ekonomik faaliyetlerde bulunan kişilere göre future piyasalar ile otomobil piyasası, egzotik balık piyasası veya sermaye piyasası arasında hiçbir fark bulunmamaktadır. Piyasaların kurulmasındaki gerçek amaç, her türlü mal alışverişinin kolaylaştırılmasıdır. Ayakkabı mağazasının, havayolu şirketinin, araba galerisinin veya altın piyasasının açılmasındaki esas neden işte bu olaydır. Ürettikleri malları satmak veya ihtiyaç duydukları malları satın almak isteyen kişiler, bu piyasalarda karşı karşıya gelmekte ve alışveriş işlemlerini yerine getirmektedirler. Belirli amaçlar doğrultusunda piyasa olarak isimlendirilen mekânlarda biraraya gelen insanlar, kendileri için en uygun alışveriş imkânlarını yakalamak için sürekli olarak mücadele etmektedir. Satıcılar; ürünlerini en yüksek fiyattan satmaya veya belli bir ücret karşılığında hizmet vermeye çalışırken, alıcılar da; ihtiyaç duydukları

malları en düşük fiyattan satın almaya veya sunulan hizmetlerden en uygun fiyatla yararlanmaya çalışmaktadırlar.

Herhangi bir piyasanın insanlara fayda sağladığından ve ticareti kolaylaştırdığından bahsedebilmek için, o piyasanın uzun vadede hem alıcıların hem de satıcıların amaçlarına hizmet etmesi gerekmektedir. Alıcı ve satıcıların piyasadan çekilmek zorunda bırakılması, piyasa içinde sadece alıcıların veya sadece satıcıların kuvvetli olması, alışveriş işlemlerinin serbestçe yerine getirilmesini güçleştireceği gibi piyasanın tıkanmasına da yol açacaktır. Bu durumun en açık örneği 70'li yıllar boyunca petrol piyasalarında yaşanmıştır. 70'li yılların sonuna doğru birtakım olaylardan etkilenerek, varili 30 doların üzerine çıkan ham petrol fiyatları, petrole bağımlı ülke ekonomilerini bir anda altüst etmiş ve bu ülkelerin bir çoğu daha önce eşi benzeri görülmemiş süreli bir enflasyon sorunuyla karşı karşıya kalmışlardır.

Yükselen petrol fiyatlarına ilk tepki alıcılardan gelmiş ve bu ülkeler bir yandan petrol alımlarını kısımaya başlarken, diğer yandan da benzin yerine mazot kullanmaya, güneş ve atom enerjisi gibi yeni enerji kaynaklarının kullanımını giderek yaygınlaştırmaya başlamışlardır. Petrol fiyatlarının yükselmesi üzerine bir çok ülke sıkıntı ile karşılaşmış ve sonuçta yukarıda bahsetmiş olduğumuz piyasa tıkanıklığı kendini göstermiştir. Ürettikleri malları yüksek fiyata sattıkları için avantajlı durumda olan OPEC üyesi ülkeler, fiyatların yüksek olduğuna inanan alıcıların tüketimlerini kısmalarından dolayı hedeflerine ulaşamamışlardır. Sonraki birkaç yıl içerisinde yüksek petrol fiyatlarının sağladığı avantajlardan yararlanmak amacıyla yeni petrol kuyularını işletmeye açan üreticiler, ham petrol arzının yükselmesinde oldukça etkili olmuştur. Sonraki yıllarda tüm dünyada petrol talebi azalırken, dünya petrol arzı giderek artmaya başlamış ve sonuçta, petrol fiyatları tekrardan kabul edilebilir düzeylere inmiştir. Bunun üzerine alıcılar tekrardan petrol talep etmeye başlamış ve petrol alışverişlerinin yapılmasına engel olan en önemli sorun (*ki burada yüksek fiyattır*), kısmen rekabetçi olan yeni bir piyasanın oluşmasıyla birlikte ortadan kalkmıştır.

Kişiler açısından bir malın fiyatı tek başına herhangi bir anlam ifade etmemektedir. Fiyat bir değişkendir ve ortada sabit bir kıstas olmadığı müddetçe rastgeledir. Piyasa fiyatının önemini anlayabilmek için, mal fiyatının "*zaman*" gibi sabit bir kıstas ile karşılaştırılması gerekmektedir. Çünkü, ticarete olanak tanıyan esas etken fiyat ve zaman ikilemidir. IMF sistemi içerisindeki etkin rolüne karşılık 1973 yılına kadar pek dikkat çekmeyen altın, gerçek anlamda 1974 yılından sonra önem kazanmaya başlamıştır. Petrol buhranının etkisiyle hızla yükselmeye başlayan altın fiyatları 1980 yılında 850 dolara fırlamış, altın fiyatlarının ve altın piyasasının çekiciliğinden etkilenen birçok kişi altın piyasalarına yönelmeye başlamışlardır.

Kişilerin altına olan ilgisi tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de 1970-80 arası dönemde had safhaya ulaşmıştır. Alternatif yatırım araçlarının yokluğundan dolayı birikimlerini uzun yıllar boyunca altın, döviz ve gayrimenkul gibi "geleneksel yatırım" araçları dışında hiç bir yere yatıramayan Türk halkı, yatırım araçlarının çeşitlenmeye başladığı 1984 yılından itibaren, gelir ortaklığı senedi, dövize endeksli devlet iç borçlanma senedi, hazine bonusu, hisse senedi ve tahvil gibi yeni menkul kıymetlerle tanışmış, 90'lı yılların başında ise varlığa dayalı menkul kıymet, repo ve reverse repo gibi ülkemiz için oldukça yeni bir takım ekonomik terimleri çok sık kullanır hale gelmiştir. Ancak şu bir gerçektir ki, yatırım araçları ne kadar çoğalsın, sağlam ve istikrarlı yükselişinden dolayı Türk halkının altına olan ilgisi hâlâ devam etmektedir.

Geleneklerine oldukça bağlı olan Türk insanı, bu kıymetli madene diğer bir çok ülke insanından farklı olarak özel bir önem vermektedir. Dünyada üretilen altının önemli bir bölümünü tek başına talep eden Türkiye, altın tüketimi bakımından Ortadoğu ülkeleri arasında ilk sırada yer alırken, dünyada ilk beş içerisinde rahatlıkla girebilmektedir. Türk halkı altınla bu kadar içli dışlı olmasına ve dünya altın rezervlerinin yüzde 5'lik kısmına (*yaklaşık olarak 5.000 ton*) tek başına sahip olmasına rağmen, gerek altın üretim ve tüketimi gerekse kullanım alanları konusunda yeterli bilgiye sahip değildir. Üretim ve tüketimde söz sahibi olan ülkelerin payları, altının mücevherat eşyası dışındaki kullanım alanları, forward (vadeli) ve gelecekte teslim işlem piyasalarının özellikleri, altın piyasalarındaki temel alışveriş kuralları ve altınla ilgili daha bir çok konu, altın sektöründe faaliyette bulunan kişiler tarafından dahi tam olarak bilinmemektedir.

Her yıl yaklaşık olarak 1.5 milyar dolarlık külçe altının yurtdışından ithal edildiği, mücevherat eşyası olarak işlendiği ve bunun yaklaşık 500 milyon dolarlık kısmının yurtdışına ihraç edildiği ülkemizde, bu güne kadar resmi bir altın borsasının kurulmamış olması gerçekten önemli bir eksikliktir. Altın satış mağazaları ve imalat atölyeleriyle birlikte yaklaşık 36.000 işyerinin bulunduğu ülkemizde binlerce kişiye iş sahası açan ve her yıl 4-5 milyar dolarlık işlem hacmi sergileyen altın sektörüne gerekli önem ne yazık ki verilmemektedir. Resmi altın borsası bulunmayan, bir çok mali sorunla mücadele eden, bürokratik engellerden dolayı ihracat ve ithalat yapamayan ve tüm bunların yanısıra bankacılık sektörünün henüz gelişmediği 80 öncesi dönemde döviz veya altın alıp sattığı için "*döviz kaçakçısı*" veya "*altın kaçakçısı*" gibi haksız yakıştırmalara maruz kalan, kendi içinde örgütlenemeyen ve devletten hiç bir destek görmeksizin kendi yağında kavrulan Türk altın sektörü, tüm bu olumsuzluklara rağmen dünyanın en büyük altın mücevherat imalatçılarıyla rekabet edebilecek potansiyele sahip bulunmaktadır.

Altın borsasının kurulmasıyla ilgili çalışmaların hız kazandığı şu günlerde, kurulması düşünülen altın borsasında ele alınması gereken temel konulara ışık tutacağı inancıyla hazırlanan bu kitap, gerek altın sektörün gerekse altın konusuna ilgi duyan kişilerin cevapsız kalan bazı sorularına kısmen de olsa cevap verecektir. Kurulacak olan altın borsasının alt yapı çalışmaları sırasında bu kitabın içinde bulunan konular şüphesiz daha detaylı olarak araştırılacak, ülkemiz şartlarına uygun hâle getirilecektir. Belli başlı uluslararası dünya altın borsalarında uygulanan ağırlık birimlerinin, spot ve vadeli altın işlemlerinin esasını oluşturan kontrat hacimlerinin, fiyat adımlarının, işlem saatlerinin ve teslimat şartlarının karşılaştırmalı olarak gösterildiği bu kitap da, tüm bunlardan başka; borsaların ve takas dairelerinin özellikleri, takas denkleştirme hesaplarının nasıl yapıldığı, borsa seans salonuna girecek kişilerde aranan özelliklerin neler olduğu ve borsa içinde faaliyette bulunan kurumların nasıl denetlendiği üzerinde de bulunmaktadır.

Kitabın ilerleyen bölümlerinde; vadeli altın piyasalarında işlem yapan kişilerin dikkat etmesi gereken konu ve stratejiler ele alındıktan sonra, future işlemler sırasında kullanılan emir türleri üzerinde durulmaktadır. Bir diğer bölümde ise, altın madeninin yer altından çıkartılışı, maden üreticisi ülkelerin özellikleri, altın talep eden ülkeler, altının kullanım alanları ve daha çok maden üreticisi şirketlerce tercih edilen altın kredisi sisteminin nasıl işlediği anlatılmaktadır. Altın fiyatını etkileyen faktörlerin, vadeli (*future*) altın işlemlerinin, emir ve stajeri seçimleriyle spread ve hedging işlemlerinin detaylı olarak ele alındığı bu çalışmada, *New York, Chicago* ve *Tokyo* altın borsalarınca uygulanan temel kural ve prensipler üzerinde de durulmaktadır.

Gelecekte teslim işlem piyasalarının (*future market*) işleyişiyle ilgili konuların özellikle ele alındığı bu çalışmada, gelecekte teslim (*future*) işlem piyasaları ile vadeli (*forward*) piyasalar arasındaki farklılıklar detaylı olarak anlatılmakla birlikte, bu terimlerin Türkçe karşılıklarının birbirine benzemesinden dolayı, herhangi bir yanlış anlamaya yol açmamak amacıyla "*future market*" terimi "*vadeli piyasa*"; "*forward market*" terimi ise direkt olarak "*forward piyasa*" şeklinde kullanılmıştır.

Yakın gelecekte kurulmasını arzuladığımız resmi Altın Borsası ile ilgili temel çalışma prensiplerinin hazırlanması sırasında iyi bir referans aracı olacağına inandığım bu kitabın, altın sektörüyle ilgili olarak ülkemizde yayınlanan ilk bilimsel araştırma olması beni ayrıca mutlu etmektedir. Konuyla ilgili çalışmaların devamı dileğiyle.

Mehmet Hakan Sağlam

BÖLÜM I



ALTIN

Geniş bir zaman dilimi içerisinde paranın geçirdiği evrim incelendiğinde ekonomi tarihi ile insanlık tarihi arasında sıkı bir ilişki bulunduğu hemen göze çarpmaktadır. Alışveriş işlemlerinin yapılmasına olanak tanıyan, ticareti kolaylaştıran ve sermaye birikimine imkân sağlayan parayı; salt madeni para veya salt kâğıt para şeklinde düşünmek doğru bir davranış değildir. Mal mübadelesinde kullanılan ilk ödeme araçları, insan topluluklarının içinde buldukları ortama ve coğrafi şartlara bağlı olarak zaman içinde çok büyük farklılıklar göstermiştir. Örneğin, sahil kesimlerinde yaşayan insanlar istiridye kabuklarını veya kurutulmuş balıkları bu amaçla kullanırken, bazı insanlar vücutlarını örtmeye yarayan ve kendilerini soğuktan koruyan hayvan postları ile ehil hayvanları mübadele aracı olarak kullanmışlardır. Sonraları; buğday, arpa ve yulaf gibi tarım ürünleri de değişim aracı olarak kullanılmıştır. Para yerine kullanılan bu araçlar kıymetli madenlerin bulunmasına dek çok büyük çeşitlilik arzemiş, hatta bazı toplumlarda insanlar bile değişim aracı olarak kullanılmıştır. (1)

Kıymetli madenlerin bulunması alışveriş işlemlerinin daha rahat yapılabilmesine imkân tanıdığı gibi, toplumlararası ilişkilerin gelişmesi üzerinde de oldukça etkili olmuştur. Bu madenler içerisinde en önemlisi hiç şüphesiz altındır. Elde edilme amacı ne olursa olsun, bundan 7000 yıl önce yaşayan insanın altın hakkında hissettikleri ile günümüz insanının altın hakkında hissettikleri arasında çok büyük bir farklılık bulunmamaktadır. İnsanları asırlar boyu peşinden sürükleyen, savaşlara ve barışlara vesile olan, estetik görünümünden dolayı bir çok kadının rüyasına giren, bazen para, bazen külçe ve bazen de mücevherat eşyası olarak şekilden şekile giren altın, bütün zamanların en kıymetli metali durumundadır. XX. yüzyılın ilk çeyreğine kadar birçok ülkede para olarak kullanılan altın, tedavül aracı olma özelliğini yitirmiş olmasına rağmen sınırlı üretiminden ve yüksek fiyatından dolayı aynı çekiciliğini günümüzde de sürdürmektedir.

Bu ve buna benzer daha birçok nedenden dolayı insanların altına olan ilgisi tarihin hemen her döneminde artarak devam etmiştir. Aşağıda tüm bu farklılıklar tarihsel bir çerçevede ele alınmakta, altını altın yapan temel özellikler karşılaştırmalı olarak anlatılmaktadır.

(1) Nuri Pere, "Osmanlılarda Madeni Paralar", Doğan Kardeş Matbaacılık Sanayii A.Ş., İstanbul, 1968, s.7

1. GEÇMİŞTEN GÜNÜMÜZE ALTIN

Parlak sarı rengi ile insanları adeta büyüleyen, aşındırıcı dış koşullardan etkilenmeyen, rahatlıkla işlenebilen, kolayca dövülüp çekilebilen altın, ticari değerini ve kimliğini tarihin hemen her döneminde koruyabilen kıymetli madenlerin başında gelmektedir. Diğer madenlerden ayrı olarak kendine has birçok özelliği olan bu kıymetli maden, tasarruf, süs ve değişim aracı olarak binlerce yıldan beri kullanılmaktadır. Üretimindeki sınırlılık, arzının fiyat artışları oranında aniden artırılamaması ve yerine geçebilecek alternatif bir madenin henüz bulunamamış olması, altının neden kıymetli olduğunu açıkça ortaya koymaktadır.

Yazılı tarih dönemi boyunca altın ile insanlık tarihi içiçe örülmüştür. Bazı toplumlarca güç sembolü, bazı toplumlarca değişim ve servet biriktirme aracı olarak kabul edilen altın, doğada tabii halde bulunmasından ve kolayca işlenebilmesinden dolayı insanoglu tarafından 7000 yıldan beri kullanılmaktadır.

Dünyanın en eski altın üreticileri Mısırlılardır. M.Ö. 5000 yıllarında bakır ile doğal bir alaşım halinde bulunan altını toprak altından çıkarmaya başlayan Mısırlılar, M.Ö. 3900 yıllarında geliştirdikleri ısıtma teknikleri sayesinde elde ettikleri altını eritmeyi ve işlenebilecek hale getirmeyi başarmışlardır. Altından mücevherat eşyası yapan ilk kavmin Asurlular olduğu söylenmekteyse de, Bulgaristan'da *Varna* şehri civarında bulunan ve M.Ö. 5000 yıllarında yapıldığı anlaşılan altın eşyalar ile arkeologların *Uz*, *Truva* ve *Miken* gibi eski yerleşim yerlerinde buldukları takı ve heykelcikler, kuyumculuğun henüz neolitik çağda doğduğunu ortaya koymaktadır. (2)

M.Ö. 3100 yıllarında standart altın külçelerinin basımına ve ödeme aracı olarak kullanılmasına başlanmış, M.Ö. 2000 yıllarında Mısırlıların saf altını elde etmeyi başarmalarından sonra Anadolu ve Arap yarımadasına sıçrayan altın madenciliği, daha sonraları Etiyopya üzerinden Afrika'nın iç kesimlerine yayılmıştır.

Henüz paranın icat edilmediği dönemlerde üzerinde marka ve damgalar bulunan bazı külçe ve levhalar paranın ilk öncülüğünü yapmıştır. M.Ö. VII. yüzyılda bazı tüccarlar ve Lyon şehirlerince çıkartılan altın ve gümüş alaşımı (*elekttrum*) paralar ticari işlemlerde sıkça kullanılmış, ancak, altın madenlerini ellerinde tutan ve işleten Lidya, İran ve Makedonya medeniyetleri dışında altın para basımı pek gerçekleşmemiştir. Bunu izleyen dönemde Romalılar en önemli altın üreticisi devlet durumuna gelmiş, imparatorluklarının parlak dönemlerinde dünya altın üretiminin üçte ikisini tek başlarına gerçekleştirmişlerdir. Roma İmparatorluğu'nun

(2) Swess Bank Corporation, "GOLD Myth and Reality", Switzerland, April 1985, s.10

parçalanması ile birlikte dünya altın üretimi uzun süreli bir duraklamaya girmiş, altın üretim bölgeleri ortaçağ boyunca önceleri Bizans İmparatorluğu'nun daha sonra da Osmanlı İmparatorluğu'nun eline geçmiştir.

Altın ve gümüş gibi üstün özellikli madenlerin bulunmasıyla birlikte bu metaller mübadele aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Değişim aracı olarak kullanılan bu madenlerin toz, çubuk ve külçe gibi değişik formlarda olmalarından dolayı önceleri büyük zorluklarla karşılaşmış ve ticari işlemlerde kolaylık sağlamak amacıyla bu madenlerin ölçülebilir ve tartılabilir hâle getirilmesine ihtiyaç duyulmuştur.

Bu durum karşısında insanlar terazi ve mihenk taşını bulmuş ancak bu araçları her yerde ve her zaman bulmak mümkün olmadığından, mübadele aracı olarak kullanılan madenlerin elle veya gözle kontrol edilebilmesine imkân tanıyan daha farklı kontrol sistemlerine ihtiyaç duyulmuştur. Zamanla, bu kıymetli madenleri birbirlerinden tamamen farklı külçe pozisyonlarından çıkarmak amacıyla önceleri çekiçle, daha sonraları ise cendere ve presler vasıtasıyla yassı ve yuvarlak paralar basma yoluna gidilmiştir. Bu suretle tartılarak veya ölçülerek kullanılabilen mübadele araçları, basılı ve standart hale getirilmiş, ancak bu sefer de her isteyen istediği tarzda para basabilmesinden dolayı birtakım hile ve usulsüzlükler ortaya çıkmıştır. Bunun üzerine parayı bastıran kişinin sorumluluğunu göstermek amacıyla paraların üzerine çeşitli şekillerdeki işaret ve damgalar basılmıştır. Fakat güçlükler bu şekilde de giderilememiş, damga ve yazı yönünden birbirinden farklı binlerce çeşit para ortaya çıkmış, nihayet para basma yetkisi o ülkeyi veya topluluğu temsil eden hükümdarlara bırakılmıştır. (3)

Üzerinde ayar ve ağırlığının garantisi anlamında damga bulunan ilk paranın ne zaman ve kim tarafından çıkarıldığı kesin olarak bilinmemektedir. Bundan XIX asır önce yaşayan Lexicographe Pollux ilk resmi parayı basanın Argos kralı Pheidon mu yoksa Lidya kralı Gyges mi olduğu hususunda kesin bir karara varamadığını kaydetmektedir. Son araştırmalar ilk paranın M.Ö. VII. yüzyılda Lidyalılar tarafından Anadolu'da basıldığını ve bu paranın 3/4 oranında altın, 1/4 oranında da gümüş ihtiva eden elektirumdan imal edildiğini ortaya koymaktadır. M.Ö. IV. ve III. yüzyıllarda Yunanlılar tarafından estetik değeri oldukça yüksek altın paralar basılmıştır.

Madeni paralar insanlık tarihinin yaklaşık 3000 yıllık evresini tüm açıklığıyla gözler önüne seren nadir vesikalardır. Yüzyıllar boyunca toprak altında kalmalarına rağmen pek az deforme olan madeni paralar, eski medeniyetlerin ve kavimlerin

(3) Nuri Pere, "Osmanlılarda Madeni Paralar", Doğan Kardeş Matbaacılık Sanayii A.Ş., İstanbul, s.8

yaşam biçimlerini, kültür düzeylerini ve tarihlerini tüm çıplaklığı ile ortaya koymaktadırlar. Madeni paralar, binlerce yıllık insanlık tarihine tarafsız şekilde ışık tutan kaybolmaz belgelerdir. Toprak altından çıkartılan eski paralar sayesinde Neron, Sezar, Kleopatra ve Napolyon gibi tarihe mal olmuş binlerce şahsiyetin portreleri, halk kitlelerinin inançları, sanatkârların yetenekleri, kişilerin ve toplumların psikolojisi incelenabilmektedir.

Antik değeri olan bazı paraların üzerinde balık, at, kuş, geyik, ejderha, yılan, çiçek ve başak gibi figürlere rastlanırken, bazı paraların üzerinde günümüzde varlığı dahi bilinmeyen hayvan ve bitki resimleri göze çarpabilmektedir. Mitolojik olayların, savaş kahramanlarının ya da düşüncenin madde üzerine işlendiği altın, gümüş ve bakır paralara hemen her toplumda rastlamak mümkündür. Şimdiye kadar yapılan incelemelerde tespit edildiği kadarıyla en eski paralar Anadolu'da ve bilhassa Milet, Phocee ve Efes gibi birbirine çok yakın şehirlerde basılmış ve genelde elektirumdan imal edilmiştir. Bunlarda resim ya yoktur yada çok acemice basılmıştır. Zaman geçtikçe sosyal, siyasi, iktisadi ve mitolojik olayların etkisi altında kalınarak hayvan ve hayvan başları da para üstüne basılmaya başlanmış, sihirbazlıklar, doğaüstü güçler ve koyu dinsel inançların egemen olduğu devirlerde tabiatüstü olaylara ve bu arada yırtıcı ve ehil hayvanlara da yer verilmiş, başaklar ve üzüm salkımları bereket sembolü olarak kullanılmıştır. Eski paraların birçoğunda şehirleri temsil eden kaleler, evler ve kapılar yer almaktadır. Güreşlerin, yarışların, avların büyük bir titizlik ile resmedildiği bazı madeni paralara bakarak geçmiş toplumların kitle psikolojisi incelenmektedir. Örneğin, özellikle Yunan ve Roma paralarında gerek giyimleri, gerekse saç süslemeleri bakımından kadınlara büyük önem verilmektedir. (4)

a) Altını Altın Yapan Özellikler

Yedi bin yıldan beri din, dil, kültür, gelenek, sanat, siyaset ve politika gibi konularda sürekli olarak anlaşmazlık içinde bulunan insanların birleştikleri tek görüş; altının değeridir. Altına gösterilen ilginin nedeni ve altının değerinin neden kaynaklandığı birçok insanın zihnini meşgul etmektedir. Bu kıymetli madeni diğer metaller karşısında üstün duruma getiren temel özellikleri aşağıdaki şekilde sıralayabilmek mümkündür;

1. Üretim Hacminin Sınırlı Olması: Kullanım alanları coğrafi bölgelere ve toplumlara göre değişiklik gösterse de, altını altın yapan değerlerin başında "sınırlı üretim hacmi" gelmektedir. Dünyanın sadece belirli bölge ve ülkelerinde bulunan altın yataklarında, sınırlı bir altın rezervi bulunmaktadır. Bu rezervlerin yeryüzüne

(4) Nuri Pere, "Osmanlılarda Madeni Paralar", Doğan Kardeş Matbaacılık Sanayii A.Ş., İstanbul, 1968 s.9

çıkartılması durumunda, altın arzı yaratacak veya altın yerine geçebilecek herhangi bir maden ne yazık ki bulunmamaktadır.

ii. İnelastik Arz Yapısı: Altın arzının, altın fiyatında meydana gelen değişikliklere kısa vadede cevap verebilmesi oldukça güçtür. Fiyat değişikliklerine karşı inelastik olan altın arzı, sadece bu özelliğinden dolayı birçok madenden ayrılmaktadır. Belli bir üretim kapasitesine sahip olan maden ocaklarında, altın fiyatlarındaki düşüş veya yükselişleri takip etmek ve fiyatlara bakarak üretim yapmak imkânsızdır. Altın arzı, dünya borsalarındaki fiyat değişikliklerinden ancak uzun vadede etkilenmektedir. (5)

iii. Aynı veya Benzer Özelliklere Sahip Başka Bir Madenin Olmaması: Altının bir diğer özelliği, yerini dolduracak başka bir materyalin bugüne kadar bulunamamış olmasıdır. Gerek fiziksel gerekse kimyasal özellikleri incelendiğinde bu madenin, kıymetli metal grubunda yer alan gümüş ve platin gibi diğer soy metalleri dahi geride bıraktığı göze çarpmaktadır. Örneğin, fiyat yönünden altından daha pahalı olan ve genelde sanayide kullanılan platin madeninde, altının sahip olduğu canlılık ve çekiciliği görebilmek mümkün değildir.

iv. Rezerv Aracı Olması: Altının diğer metaller karşısındaki bir diğer üstünlüğü, dünya ülkelerinin birçoğu tarafından "rezerv aracı" olarak kullanılmasıdır. Altın standardının hüküm sürdüğü XIX. yüzyıla kadar para olarak kullanılan altın, XX. yüzyılın ortalarında uygulanmaya başlayan altın kambiyo sisteminde önemli bir rol üstlenmiş ve dünya Merkez Bankalarının tercih ettiği en önemli rezerv araçlarından biri haline gelmiştir.

Yukarıda da belirtildiği gibi insanlık tarihi boyunca geniş bir kullanıma sahne olan altın, neolitik çağdan beri estetik değeri oldukça yüksek çeşitli objelerin ve mücevherat eşyalarının yapımında kullanılmıştır. XX. yüzyılın ortalarından itibaren parasal fonksiyonunu daha da güçlendiren altın, dünya ülkelerinin birçoğu tarafından uygulanan yeni bir ekonomik sisteme adını vermiş, gerek özel yatırımcıların gerekse Merkez Bankalarının güven duyduğu önemli bir metal durumuna gelmiştir.

2. ALTIN TİCARETİNDE DÖNEMLER

Altın standardının uygulandığı XIX. yüzyıl sonları ile XX. yüzyıl başlarında tedavül aracı olarak kullanılan altın, I. Dünya Savaşı'nın başlamasıyla birlikte bu özelliğini kaybetmiştir. Hükümetler, altın standardını birer ikişer terketmeye başlarken, gerek ülkeler arasındaki altın hareketlerini, gerekse özel şahısların altın

(5) Credit Suisse, "GOLD", Switzerland, 1983, s.9

alımını kanunlarla sınırlamaya başlamışlardır. Altın ticaretini engellemeye yönelik bu tür kararlar II. Dünya Savaşı sonrasında da aynı şekilde devam etmiştir. Özellikle 1974 sonrasında altın talebinde görülen patlamanın esas nedeni, altın ticaretinin neredeyse yarım asır boyunca rahatlıkla icra edilememesi ve hükümetler tarafından engellenmesidir. IMF sisteminin işleyişini sağlamak amacıyla altın alımları yasaklanan binlerce insan, altın fiyatlarının serbest bırakılması ve altın alımıyla ilgili yasaklamaların kalkmasından sonra borsalara adeta hücum etmiştir.

1974 yılına kadar yalnızca spot altın işlemlerinin yapılabildiği borsalarda, altın fiyatlarının serbest bırakılmasıyla birlikte yeni alışveriş türleri ortaya çıkmaya başlamıştır. Altın fiyatlarının tırmanışa geçmesi, "açığa mal satan" veya "açığa mal alan" insanları karşı karşıya getirmiş, bu tür işlemlere ihtiyaç duyulduğunu gören borsa yöneticileri de vadeli altın işlemlerinin yapılabilmesine imkân tanıyan yeni düzenlemeler yapmaya başlamışlardır.

a) Vadeli Altın Piyasalarının Ortaya Çıkışı

Vadeli altın kontratlarının tanıtımı ilk olarak 1972 yılında Kanada'nın Winnipeg borsasında yapılmıştır. Bu borsada 70'li yıllar boyunca 100 ve 400 onsluk vadeli altın kontratlarının alım satımı yapılmış, kendine göre oldukça başarılı olan Winnipeg borsasının işlem hacmi Amerikan borsalarının olgunlaşmasıyla birlikte giderek azalmaya başlamıştır. 1981 yılında kontrat hacminin 100 onstan 20 onsa indirildiği Winnipeg borsasında, 20 onsluk altın kontratları pek ilgi görmemiş ve bu borsa tarafından yürütülen vadeli altın işlemlerinin tümüne Nisan 1988'de son verilmiştir.

Vadeli (future) altın işlemleri gerçek anlamda Amerikan altın borsalarının devreye girmesiyle birlikte önem kazanmaya başlamıştır. 31 Ocak 1934 tarihinde ABD Başkanı *Franklin Roosevelt* tarafından, ekonomik buhran sonucunda ortaya çıkan banka paniğini azaltmak için Amerikan vatandaşlarının mücevherat ve koleksiyon amacıyla talep ettikleri eski altın paralar dışında altın satın alımları ve ellerinde külçe altın bulundurmaları yasaklanmıştır.

Bu yasaklamaların tümü 40 yıllık bir aradan sonra Başkan *Gerald Ford* tarafından 1974 yılında kaldırılmıştır. ABD vatandaşlarına konulan bu kısıtlamanın kaldırılmasıyla birlikte vadeli altın kontratlarının rahatlıkla alınıp satılabilmesine imkân tanınmıştır.

ABD'de vadeli altın kontratlarının tanıtımı ilk kez 31 Aralık 1974 tarihinde New York Commodity Exchange (*COMEX*), Chicago Board of Trade (*CBOT*), Chicago Mercantile Exchange (*CME*) ve Mid-America Commodity Exchange (*MidAm*) borsalarının yapılmıştır. Comex ve CME kontratlarının büyük ilgi gördüğü ABD

borsalarında CBOT ve MidAm kontratları pek ilgi görmemiş, sonunda Comex vadeli altın kontratı, altın ticaretini profesyonelce gerçekleştiren kişilerce en fazla tercih edilen vadeli altın kontratı durumuna gelmiştir. New York borsasının diğer borsalar karşısında önem kazanmasının en büyük nedeni; önemli bir ticaret merkezi olan bu şehrin hayli yüksek olan nüfusedir. New York'da destek işlemleri oluşturmanın Chicago'ya göre daha ucuz olmasından dolayı, New York'da bulunan bankalar ve Bullion House'lar ile profesyonel altın tüccarlarının neredeyse tamamı yöresel altın kontratlarını tercih etmeye ve böylelikle Comex'in önemi giderek artmaya başlamıştır. (6)

Ancak şu da var ki; vadeli altın kontratlarının önemli bir bölümünü tek başına gerçekleştiren Comex, işleyiş bakımından pek düzenli değildir. Vadeli kontratlara ait takas işlemleri sırasında yaşanan bazı olaylar, dünyanın en açık ve en düzenli altın borsası olarak bilinen New York borsasının imajını sarsmıştır. Comex'de sorun olduğu dönemlerde Chicago borsasının işlem hacminde büyük artışlar görülmüş, ancak son yıllarda bütün sorunların çözüldüğünü ileri süren Comex yöneticilerinin ısrarlı telkinleri sonucunda Chicago borsasının payı yeniden New York borsasına doğru kaymaya başlamıştır.

Vadeli altın işlemlerinin Amerika'da başarıyla yürütülmesi sonucunda, bu konuya ilgi duyan yabancı ülke borsalarının birçoğu ya kendi bünyelerinde ya da ABD borsaları ile bağlantılı olarak kendilerine has özellikleri olan vadeli altın kontratlarının tanıtımını birer birer yapmaya başlamışlardır. Bu borsaların başında; Singapore International Monetary Exchange, Hong Kong Futures Exchange, Sydney Futures Exchange, Tokyo Gold Exchange ve London Gold Futures Exchange gelmektedir. Tokyo borsasının dışında, yeni kurulan borsaların hiçbiri 1990 yılına kadar etkin bir işlem hacmi sergileyememiştir. Hatta, vadeli altın kontratlarının tanıtımı sırasında oldukça iddialı davranan Londra borsası, işlem hacminin düşük olmasından dolayı vadeli altın işlemlerini durdurmak zorunda kalmıştır.

Günümüzde spot altın işlemleri 24 saat boyunca yapılabilir. Londra ve İsviçre borsaları kapanırken ABD ve Japon borsaları açılmakta neticede bu borsalar birkaç saat arayla birbiri peşi sıra açılıp kapanmaktadır. Vadeli altın işlemlerine gelince, bu işlemler günümüzde sadece ABD ve Japon borsalarınca yapılmaktadır. Vadeli işlemlerin, Avrupa ülkelerini de içine alacak şekilde tüm dünyada 24 saat boyunca yapılabilmesi, vadeli altın kontratlarının sergilediği işlem hacmini önemli ölçüde artıracaktır.

(6) Kevin Commins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago Illinois, 1990, s.12

ABD borsalarıyla bağlantılı olarak vadeli altın kontratlarının alım satımına imkân tanıyan ilk anlaşma, Chicago Mercantile Exchange ile Singapore International Monetary Exchange (*Stimex*) arasında imzalanmış ve bu iki borsa kendi aralarında uluslararası bir borsa bağlantısı kurmuşlardır. Yapılan anlaşma uyarınca, bu iki borsanın herhangi birisinden seçilen altın kontratlarının karşılıklı olarak alınıp satılabilmesine imkân tanınmıştır. Örneğin, sabahleyin Chicago borsasından 100 kontrat altın alan tüccar, aldığı bu altınları aynı akşam ABD borsaları kapandıktan sonra Singapore borsasında tasfiye edebilmektedir. ABD'de bulunan tüccar açısından bu durum; Chicago borsasının 07:20-14:00 saatleri arasında, Singapore borsasının da 19:30-03:15 saatleri arasında (*Chicago saati ile*) açık olduğu anlamına gelmektedir. Ancak bu iki borsa arasındaki ilişkinin ve borsa bağlantısının tanıtımı yeter derecede yapılmadığı için, işlem hacmi ABD standartlarının oldukça altında kalmıştır. (7)

Benzer türde diğer bir anlaşma Sydney Futures Exchange ile Comex arasında yapılmıştır. Bu anlaşma sonucunda; Comex borsasında 08:20-14:00 saatleri arasında yapılan normal seans işlemleri, Sydney borsası ile gerekli bağlantının kurulmasından sonra saat 16:00'dan geceyarısına kadar uzamıştır. Comex ile Sydney arasındaki bağlantı CME ile Simex arasındaki bağlantıdan daha başarılı olmasına rağmen, Comex'e ait vadeli altın kontratlarının daha üstün özelliklere sahip olmasından dolayı bu anlaşma da hayal kırıklığı ile sonuçlanmıştır. Borsaların kompüterize olması neticesinde, borsalar arasındaki bu tür ikili anlaşmaların ve fiziki bağlantıların sona ereceğine inanılmaktadır.

Vadeli altın işlemlerinin yapılabilmesine imkân tanıyan borsaların birçoğu, kişilere 24 saat boyunca kesintisiz alışveriş imkânı sunmaya çalışırken, bu borsalarda gerçekleştirilen vadeli altın işlemlerinin hacminde 1982 yılından beri ciddi bir düşüş görülmektedir. İşlem hacmindeki bu gerileme bazı analistler tarafından enflasyondaki düşüşe ve uluslararası politik arenada görülen süreli istikrara bağlanmaktadır. Vadeli piyasaların işlem hacminde görülen durgunluk 1987 yılında Amerikan ve Japon sermaye piyasalarında yaşanan çöküntü ile sona ermiş ve altına olan ilgi yeniden artmaya başlamıştır.

1974 yılına kadar oldukça düşük seyreden altın fiyatları bu tarihten itibaren hızlı bir yükseliş trendine girmiştir. Dünya ülkelerinin bir çoğunda yaşanan yüksek enflasyonun ve 1974'den sonra artmaya başlayan petrol fiyatlarının etkisiyle, altın fiyatları hızla yükselmeye başlamıştır. Altın fiyatlarında görülen yüksek oranlı artışlar,

(7) Kevins Commins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.13

vadeli ticaret hacminin genişlemesine yol açmaktadır. Nitekim, Amerika'da 1974 yılında oluşturulan vadeli altın piyasaları, büyük bir şans eseri fiyatların yükselmeye başladığı mükemmel bir dönemde ortaya çıkmıştır.

Vadeli altın işlemlerinin başladığı ilk yıllarda, işlem hacminin büyük bölümü ufak çaplı spekülâtorler tarafından gerçekleştirilmiştir. Kişiler, vadeli piyasada işlem yapmanın fiziksel altın alışverişlerinin gerçekleştiği spot piyasalara nazaran daha çekici olduğunu hissetmeye başlamış ve günden güne yükselen altın fiyatlarının da etkisiyle spekülâtif hareketlere girişmişlerdir. 80'li yıllardan önce, vadeli işlemlerin avantajlarından yararlanma konusunda oldukça yavaş davranan maden şirketleri, bu tutumlarını sonraki yıllarda değiştirmiş ve ileriki bölümlerde de görüleceği gibi piyasa katılımcıları içerisinde önemli bir yer tutmaya başlamışlardır. Günümüzde, spot altın piyasasında işlem gerçekleştiren belli başlı oyuncuların neredeyse tamamı (*maden şirketleri, mücevherat yapımcıları ve bullion house'lar*) aktivitelerini vadeli altın piyasalarında da aynı şekilde sürdürmektedirler.

b) Bretton Woods Sisteminin Vadeli Altın Piyasalarına Etkisi

Vadeli altın piyasalarının ve işlemlerinin oluşmasında Bretton Woods sisteminin önemli payı olmuştur. 1944 ile 1973 yılları arasındaki dönemde altın fiyatlarını devamlı olarak baskı altında tutan bu sistem, altın fiyatlarını spekülasyonlara açık hale getirmiştir. Aşağıda da anlatılacağı gibi, sistemin sabit bir kur sistemi olması ve ülkelerin kendi başlarına devalüasyon yapamamaları, altın fiyatlarının yükseleceğini tahmin eden spekülâtorleri çeşitli tarihlerde bu piyasaya yöneltmiştir.

Altın fiyatının ABD Başkanı *Franklin D. Roosevelt* tarafından 31 Ocak 1934 tarihinde 20 dolardan 35 dolara devalüe edilmesinin ardından sabit hale gelen resmi altın fiyatı, 1971 yılının ortalarına kadar fazla bir değişiklik göstermemiş, ancak daha sonra hızlı bir yükseliş trendine girmiştir. Altın piyasalarında spekülâtif akım ve hareketlere yol açan bu konunun detaylı olarak incelenmesi sonucunda; vadeli altın piyasalarının neden oluşturulduğu ve insanların böyle bir işleme neden gereksinim duyduğu daha iyi anlaşılacaktır. 1944-73 arası dönemde dünya ekonomisi üzerinde oldukça etkili olan Bretton Woods veya diğer ismiyle IMF sistemi, aradan geçen 29 yıl boyunca altın fiyatlarının devamlı olarak baskı altında kalmasına neden olmuştur. Altın kambiyo sisteminin uygulaması olarak karşımıza çıkan bu sistemi incelemeye geçmeden önce, altın kambiyo sisteminin temel özelliklerini ve işleyişini görmekte fayda vardır.

c) Altın Kambiyo Sistemi

Bretton Woods anlaşması ile doğan bu sistemin temelinde, altından tasarruf edilerek uluslararası ödemelerde kullanılacak rezerv miktarını artırma fikri yatmaktadır. (8).

Altın kambiyo sisteminin temel özellikleri genel başlıklar halinde şu şekildedir;

i. Altın paranın tedavülde bulunmadığı bu sistemde, tedavül aracı olarak sadece banknot veya kâğıt para kullanılmaktadır.

ii. Altının iç ve dış işlemlerdeki kullanımı ortadan kalkarken dış ödemelerdeki kullanımı sınırlı şekilde devam etmekte, ancak para ünitesiyle altın arasındaki ilişki hiçbir şekilde ortadan kalkmamaktadır. (9)

iii. Altın kambiyo sisteminde; altına tahvil kabiliyeti olan sağlam bir anahtar paranın varolması, diğer ülke paralarının bu paraya bağlı olarak tedavül etmesi ve son olarak da uluslararası ödemelerde anahtar para olarak kullanılan banker ülke parasının altın karşısında tam konvertible olması gerekmektedir.

iv. Banker ülkenin parasını elinde bulunduran üçüncü ülkeler, bu parayı istedikleri anda banker ülkeye vererek altına dönüştürebilme imkânına sahiptir. Bretton Woods sisteminde; banker ülke olarak Amerika, banker ülke parası olarak da ABD Doları kabul edilmiştir.

v. ABD'nin elinde bulunan altınlar, bu ülkenin bir nevi rezervi niteliğindedir.

vi. Banker ülkede (*yani ABD'de*), altının alım ve satımı yasaktır.

vii. ABD vatandaşlarının elinde bulunan ulusal paranın yani doların, altına konvertibilitesi bulunmamaktadır. Böylelikle, altın fiyatlarının yükseleceğini tahmin eden ABD vatandaşlarının spekülâtif hareketlere girişmesi engellenmiş olacaktır.

viii. Amerika'nın mevcut para arzını artırabilmesi; elindeki altın rezervlerini artırmasına veya altın/anahtar para oranını değiştirmesine bağlıdır.

ix. Anahtar paranın artış hızını, ABD tarafından rezerv olarak tutulan altının "artış hızı" belirlemektedir.

(8) Ali Alıç, "Dünyada ve Türkiye'de Altın", Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Yayını: 1985/268, s.21

(9) Doç. Dr. Süleyman Barda, "Altın Meselesi", İ. Akgün Matbaası, İstanbul, 1954, s.12

x. Altın para miktarındaki artış hızının yavaşlaması durumunda, anahtar para ile uluslararası rezervin başlangıçtaki hızla artabilmesi için, altın/anahtar para oranının düşürülmesi gerekmektedir. (10)

Yukarıda temel özellikleri sıralanan altın kambiyo sisteminin yararlarına karşılık bazı sakıncaları da bulunmaktaydı. Bunlardan birincisi, altın stokunun para ihtiyacına paralel olarak değişmemesi; ikincisi ise para ünitesinin pahalıya mal olmasıydı. Altın kambiyo sistemi, altına bağlı rezerv sistemlerinin sonuncusu olmuş, birçok sorunu beraberinde getirmesine rağmen 70'li yılların ilk çeyreğine kadar işleyişine devam etmiştir. Anahtar para olarak kullanılan Amerikan Doları 15 Ağustos 1971 tarihinde uluslararası rezerv aracı olma özelliğini kaybetmiştir. Rezerv aracı olarak kullanılan paranın (*ABD Doları'nın*) altın ile uzaktan yakından herhangi bir ilişkisinin kalmaması üzerine, anahtar para durumundaki Amerikan Doları'nın altın konvertibilitesine de son verilmiştir.

Mübadele aracı olarak kullanılan altının dünya ekonomisindeki hızlı büyümeye paralel şekilde hacimce artırılabilmesi, üretiminin zor ve külfetli olmasına bağlı olarak kısa vadede mümkün olmadığından, sistemin uygulandığı dönemde altın/anahtar para oranının zaman zaman düşürülmesi ve ülkelerin bu yolla rezerv yaratma yoluna gitmeleri yadsınmamalıdır. Savaş sonrası dönemin sosyo ekonomik durumu ve insanların düşünce tarzı göz önüne alındığında, salt kâğıt para sisteminin pek işlemediği ve insanların psikolojik olarak para süjesinin altına bağlı olması gerektiğine inandıkları görülmektedir. Şimdi, uluslararası para sistemi içerisinde altının yerini ve Bretton Woods sisteminin kurulmasına neden gerek duyulduğunu kısaca inceleyelim.

d) Bretton Woods Anlaşması

II. Dünya Savaşı sonrasında büyük bir sıkıntıyla karşı karşıya kalan Avrupa ülkelerinin tekrardan imar edilmesi ve dünya ticaretinin gelişmesi o günlerin temel iktisadi sorunlarının başında gelmekteydi. Savaş sonrasındaki güçlü ekonomisi ile tüm dikkatleri üzerine çeken Amerika'nın, elindeki rezervlerinin bir kısmını Avrupa ülkelerine borç vermesi ve böylece Avrupa ülkelerindeki durgunluğun atlatılması gerekmektedir. Avrupa'nın yeniden imarı dünya ticaretini genişletecek, ekonomilerin istikrara girmesini sağlayacaktı. Savaş sonrasında yakılıp yıkılan dünyaya nasıl çekidüzen verileceği, Avrupa'nın yeni baştan imarı için gereken kredilerin nasıl ve nereden sağlanacağı, dünyada oluşacak yeni ekonomik sistemin nasıl kurulacağı, uluslararası ödemelerin nasıl yapılacağı, likidite sorunu ve getirilecek çözümlerin

(10) Doç. Dr. Erden Öney, "Uluslararası Para Sistemi", Sevinç Matbaası, Ankara, 1980.

neler olacağı Bretton Woods toplantılarında görüşülen konuların başında gelmekteydi. (11)

Savaş öncesi dönemde uluslararası mali konularda işbirliği örneklerine çok az rastlanıldığı halde, savaş sonrası dönemde sıkı bir işbirliği göze çarpmaktadır. Dünya ticaretini serbest hâle getirecek, çok yanlı denkleşmeye imkân tanıyacak ve savaşta yıkılan ekonomilerin onarımını kolaylaştıracak yeni bir uluslararası ticari ve mali sistemin kurulmasına duyulan aşırı istekten dolayı 1944 yılında ABD'de Bretton Woods denilen yerde 44 ülkenin katılımıyla bir toplantı düzenlenmiştir. Toplantıya katılan ülkelerin tamamı; 1929 Depresyonu'nun doğurduğu sefaletten kurtulmayı, yüksek bir çalışma düzeyine ulaşmayı ve rekabetçi devalüasyonlara son verecek yeni bir sabit kur sistemine kavuşmayı arzulamışlardır.

1. Sistemin İşleyişi

Bretton Woods veya diğer ismiyle IMF sistemi, ayarlanabilir sabit kur modeline dayanmaktadır. Bu sisteme göre ABD dışındaki tüm IMF üyeleri ulusal paralarının değerini Amerikan Doları cinsinden tanımlamışlardır. Bu sistemde Amerikan Doları diğer ülke paralarından ayrı olarak başka bir ülkenin parasına değil, 35 dolarlık sabit fiyat üzerinden bir ons altına bağlanmıştır. Her ulusal paranın bir dolar paritesi olduğu ve dolar da sabit fiyattan altına bağlı olduğu için, ulusal paraların dolaylı olarak bir de altın paritesi bulunmaktaydı. Sistemde ABD, yabancı merkez bankalarının arz edecekleri dolarlar karşılığında yukarıda belirtilen sabit fiyat üzerinden altın satma taahhüdü altına girmişti. (12)

Bretton Woods sisteminde, ulusal paraların dolar etrafındaki dalgalanma marjı alt ve üst yönde yüzde 1 ile sınırlandırılmıştı. Üye ülkelerin Merkez Bankaları, ulusal para değerlerinin bu sınırlar dışına çıkmasını engellemek için, döviz piyasasına Amerikan Doları ile müdahale edebiliyorlardı. Sistem, dış ödeme dengesizliklerini gidermek için üye ülkelere paritelerde değişiklik yapma olanağı tanıyordu. Bu sistem temelde sabit bir kur sistemi olduğundan, kur değişikliklerine yol açacak türdeki devalüasyon ve revalüasyon gibi hareketlere, başvurulacak son çare olarak bakılıyordu. Fon yasalarına göre, yüzde 10'dan daha yüksek oranda devalüasyon yapmak için IMF'nin iznini almak gerekiyordu.

(11) Ali Aliç, "Dünyada ve Türkiye'de Altın", Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Yayını: 1985/268, s.25

(12) Prof. Dr. Halil Seyidoğlu, "Uluslararası İktisat", 7.Baskı, Güzem Yayınları No:3, İstanbul, 1990, s.630

Uluslararası ödemelerde kullanılan paraların karşılığı olarak tutulması gereken altın miktarı, altın/anahtar para oranına göre belirlenmekteydi. Bretton Woods'da oluşturulan ve uluslararası ödemelerde kullanılan anahtar paranın (*doların*) altına bağlı olmasının en önemli nedeni hiç şüphesiz insanların altına hâlâ güven duymalarıydı. Konunun politik yanı ele alındığında durumun daha da değişik olduğu gözlenmektedir. Savaş sonrasında dünyanın en büyük ekonomisi olarak ortaya çıkan ABD, savaştan galip ve güçlü çıktığı için Bretton Woods görüşmelerinde kendi fikirlerinin kabul edilmesi için elinden geleni yapmıştır. Amerika'nın, "Kambiyo Sistemi"ni içeren White Planı'nı kabul ettirmek istemesinin esas nedeni; sahip olduğu büyük altın stoklarıydı. İngiliz planının hazırlayıcısı olan Keynes ise, uzun vadede altının piyasadaki çekilmesini ve onun yerine "*bankor*" denilen paranın kullanılmasını istiyor ve uluslararası ticarete kliring sisteminin uygulanmasını öneriyordu. Bu sistemin kabulü halinde altın fiyatları ucuzlayacak ve Amerika'nın elinde savaş sonrasında biriken dev altın stoklarının hiçbir değeri kalmayacaktı. ABD'nin siyasi ve politik ağırlığını koyarak kabul ettirdiği White Planı, altın ve altına dayalı para sistemini tekrardan gündeme getirmiştir. 1958'lere kadar aksamadan işleyen Altın Kambiyo Sistemi, bu tarihten itibaren sendelemeye başlamıştır. Yukarıda belirtildiği gibi Bretton Woods sistemi temelde "*ayarlanabilir sabit kur sistemi*"dir. Bu modelde ülkeler, para değerlerini Amerikan Doları cinsinden tanımlamış (*parite*) ve para değerlerinin bu parite etrafında yüzde 1 oranında dalgalanmasına izin vermişlerdir. Buna göre bir paranın piyasada alabileceği en yüksek değere "*üst destekleme noktası*", en düşük değere de "*alt destekleme noktası*" denilmiştir. Döviz kurları bu iki sınır arasında, piyasadaki arz ve talebe göre herhangi bir değer alabilmekteydi.

Sistemin mantığı kurların sabit tutulmasını gerektirmekle birlikte bu durum kurların hiçbir şekilde değiştirilmeyeceği anlamına da gelmemekteydi. Herhangi bir ülkeye ait ulusal paranın, uzun zamandan beri alt veya üst destekleme noktalarına yakın düzeyde seyretmesi, kurun bu fiyat düzeyinde tutunmasına imkân bulunmadığı anlamına gelmekteydi. Bu durum, üst destekleme noktasında Merkez Bankası'nın piyasaya sürekli olarak döviz arzetmesi, alt destekleme noktasında ise sürekli olarak döviz talep etmesi gibi bir imkânsızlığı beraberinde getirmektedir. İşte bu nedenden dolayı "*ayarlanabilir sabit kur sistemi*" olarak adlandırılan bu sistemde hükümetler, ulusal paralarının değerini zaman zaman yeniden belirleme yoluna gitmişlerdir.

ii. Bretton Woods Sisteminde ABD'nin Rolü

Bretton Woods sistemi ile Amerikan Doları diğer bütün ülke paralarının bağlandığı bir değer standardı olduğu gibi, tüm ülkelerin kabul ettiği bir rezerv aracı

durumuna da gelmiştir. Bundan başka ABD Doları, Amerika ve Amerika dışındaki diğer ülke Merkez Bankalarının ulusal paralarının dış değerini sabit tutmak veya korumak amacıyla döviz alım satımlarında kullandıkları bir müdahale parası durumuna da gelmişti. Tüm bu özellikler ABD Doları'na bir nevi anahtar para (*key currency*) statüsü kazandırmıştı. Doların IMF sistemi yada diğer bir deyişle Bretton Woods sistemi içerisindeki bu ayrıcalıklı yeri, Amerikan ekonomisinin dünyadaki gücünden kaynaklanıyordu. Dolar arzının dünya ticaretinin ihtiyaçları doğrultusunda kolayca artırılabilmesi ve herkesçe güven duyulan bir para olması, ABD dolarının uluslararası ödeme aracı olarak kabul edilmesinin en önemli sebeplerindendir.

Yabancı merkez bankaları, resmi dolar rezervlerini Amerikan Federal Reserve Bank'a arz ederek diledikleri an altına çevirebildiklerinden, Amerikan Doları'na "*altın kadar tyt batta altından daha tyt bir para*" gözüyle bakıyorlardı. Çünkü, Merkez Bankaları bu dolarları New York sermaye piyasasında kısa süreli hazine bonolarına yatırarak önemli bir faiz geliri elde edebiliyorlardı. Oysa merkez bankalarının kasalarında bulunan altın, resmi fiyatının sabit olmasından dolayı herhangi bir gelir getirmiyordu.

(1) ABD Açısından Sistemin Avantajları: Doların anahtar para olması Amerika'ya bazı avantajlar sağladığı gibi, bazı külfetler de getirmiştir. Sağlanan yararlar, Amerika'nın anahtar paraya sahip olmasından kaynaklanıyordu. Daha önceden de belirtildiği gibi, Amerikan Doları hem ABD'nin ulusal parası olarak kullanılıyor, hem de uluslararası ödemelere aracılık ediyordu. Durum böyle olunca ABD kendi Merkez Bankası'nın çıkardığı kâğıt paralarla ithalatını finanse etmek gibi önemli bir ayrıcalığa sahip oluyor, Amerika dışındaki diğer ülkeler ise mal ve hizmet ihraç edip dolar temin etmedikleri sürece ithalat yapamıyorlardı. Doların bu statüsünden dolayı Amerika'nın sağladığı kazanç "*seignorage*" kazançları adı verilmiş ve bu statü ABD'ye uluslararası siyasal ilişkilerde çok önemli bir üstünlük sağlamıştır.

(2) ABD Açısından Sistemin Sakıncaları: IMF sisteminin ABD'ye yüklediği külfetlere gelince, ABD; dış denge durumuna herkesten daha fazla dikkat etmek ve ödemeler bilançosunda açık doğuracak politikalardan kaçınmak zorundaydı. Çünkü dış açıklar doların değerini düşüreceği gibi, bu paraya duyulan güveni de sarsabilirdi. Ayrıca Amerika, kendi ulusal parası olan doları tek başına bağımsız olarak devalüe etme hakkına da sahip değildi, çünkü dolar hiçbir ülkenin parasına bağlı değildi. Bundan başka ABD, yabancı merkez bankalarının arzedecekleri dolarları altına çevirmek yükümlülüğü altında bulunduğundan, dışardaki dolar rezervlerinin aşırı ölçüde genişleyerek altın stoklarını eritmesine engel olmak için

gerekli tedbirleri almak zorundaydı. Diğer yandan New York'un büyük bir mali merkez oluşunun da bazı sakıncaları bulunmaktaydı. Yabancı ülkelerin ve şirketlerin bu piyasadan borçlanmaları para arzını ve faiz hadlerini beklenmedik şekilde etkileyebileceği gibi, dışarıya ihraç olunan fonlar da dış ödemeler bilançosu üzerindeki baskıyı artırabiliyordu. (13)

iii. Bretton Woods Sisteminde Dönemler

Bretton Woods sisteminin işleyişinde farklı özelliklere sahip çeşitli dönemler bulunmaktadır. Dolar kıtlığı, dolar bolluğu ve buhran dönemi gibi birbirinden tamamen farklı özellikler gösteren bu dönemleri kısaca açıklamak, sistemin işleyişini anlamamıza yardımcı olacaktır.

Bretton Woods sisteminin kurulduğu 1944 yılından 1950'lerin başına kadar dünyada şiddetli bir "dolar kıtlığı" çekilmiştir. Bu dönemde Batı Avrupa ülkeleri ve Japonya savaşta yıkılan ekonomilerini onarmak için yoğun bir çabaya girişmiş ve kendilerine gerekli olan malları ellerindeki altın rezervleri karşılığında ABD'den temin etmeye başlamışlardı. O yılların tek mal ve sermaye ihracatçısı olan Amerika Birleşik Devletleri'de çoğunluğu hibe şeklindeki Marshall yardımlarıyla bu ülkelerin kalkınmalarına önemli ölçüde destek oluyordu. 1950'lerin başında sistemin işleyişi açısından çok önemli bir olay meydana gelmiş ve Amerika'nın dış ödemeler bilançosu ilk defa açık vermiştir. O yıllarda hiç kimsenin dikkatini çekmeyen, hatta dünya likidite arzını artırdığı için faydalı dahi görünen bu durum ileride doğacak sorunlara temel teşkil etmiştir.

1958 yılına gelindiğinde, Amerika'nın giderek artan ve süreklilik kazanan dış açıklarına bağlı olarak dünyada aşırı bir "dolar bolluğu" kendini göstermiştir. ABD Dolarının aşırı değerlenmiş bir para durumuna gelmesi, doların devalüasyonunu gerektirdiği halde, gerek doların yüklendiği anahtar para statüsü, gerekse Amerika'nın tek başına devalüasyon yapma yetkisine sahip olmaması böyle bir olayı engellemiştir.

Batı Avrupa ülkeleri ve Japonya 1960'larda kalkınmalarını tamamlayıp önemli birer ekonomik güç haline gelince, biriktirdikleri dolar rezervlerini Amerika'ya arz ederek altına çevirmeye ve savaşta eriyen altın stoklarını yeniden oluşturmaya başlamışlardır. Bu sırada Fransa Devlet Başkanı General de Gaulle, ABD dolarına karşı adeta savaş ilân etmiş ve Bretton Woods sisteminin ABD'ye sağladığı

(13) Prof. Dr. Halil Seyidoğlu, "Uluslararası İktisat", 7. Baskı, Güzem Yayınları No:3, İstanbul, 1990, s.632

(14) Ali Aliç, "Dünyada ve Türkiye'de Altın", Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Yayını: 1985%268, s.28

ayrıcılıklara itiraz ederek, altın fiyatlarının iki veya üç kat artırılmasını, Bretton Woods sisteminin terk edilmesini ve tekrardan altın para standardına dönülmesi gerektiğini savunmuştur. (14)

Tüm bu olaylar neticesinde uluslararası mali alanda beklenen buhran ilk kez 1960 yılında altına hücumla başlamıştır. ABD'nin giderek eriyen altın stokları karşısında spekülâtorler doların er veya geç devalüe edileceğini tahmin ettiklerinden, Londra altın borsasından yoğun şekilde altın satın almaya başlamışlardır. Aşırı talep karşısında serbest piyasadaki altın fiyatlarını resmi fiyat olan 35 dolar düzeyinde tutabilmek için Amerika, İngiltere, Belçika, Almanya, Fransa, İtalya, Hollanda ve İsviçre 1960 yılında Londra Altın Fonu'nu (*Gold Pool*) kurmuş ve resmi altın rezervlerini kullanarak İngiliz Merkez Bankası'nın piyasaya müdahalelerine destek olmuşlardır. O yıllarda bu fonun kurulmasındaki en önemli amaç spekülâtorlerin altın talebini kırmaktır.

Bu sırada ABD, dış ödeme açıklarını kapamak için bazı önlemler almış ve Avrupalı şirketlerin düşük faizle New York borsasından borçlanmalarını önlemek için 1960 yılında "*faiz oranlarını eşitleme vergisi*"ni yürürlüğe koymuştur. Bundan başka, ödemeler bilançosunu düzeltmek ve ülkeye yabancı sermaye çekmek amacıyla kısa süreli faiz oranları düşürülürken, ekonomiye canlılık kazandırmak amacıyla uzun süreli faiz oranları yükseltilmiştir. Yabancıların biriktirdikleri rezervleri dolar olarak tutup, altına çevirmelerini engellemek amacıyla yabancı merkez bankalarına dolar rezervleri karşılığında "Roosa Bonoları" adı verilen orta vadeli tahviller satma yoluna gidilmiş, fakat bu önlemlerin hiçbirisi soruna esaslı bir çözüm getirmemiştir. (15)

Daha sonraları, sağlanan dış kredilere rağmen 1964 yılından beri sarsıntı geçiren İngiliz Sterlini 18 Kasım 1967 tarihinde devalüe edilmiş, bunun üzerine 1968 yılı başlarında spekülâtorler yeniden altın almaya başlamışlardır. Altın fonu aracılığı ile piyasaya önemli miktarda altın arz eden Merkez Bankaları (*özellikle ABD Merkez Bankası*) 17 Mart 1968 tarihinde serbest piyasadaki altın fiyatlarını "desteklememe" kararı almışlardır. Böylelikle altın fonu dağıldığı gibi, altın fiyatlarında birisi serbest piyasadaki arz ve talebe göre belirlenen yüksek fiyat, diğeri de merkez bankaları arasındaki işlemlerde geçerli olan resmi fiyat (*1 Ons=35\$*) olmak üzere ikili fiyat (*two-tier system*) sistemi benimsenmiştir. İkili piyasanın oluşmasıyla birlikte altının parasal fonksiyonunda önemli bir gerileme meydana gelmiştir.

(15) Prof. Dr. Halil Seyidoğlu, "Uluslararası İktisat", 7. Baskı, Güzem Yayınları No:3, İstanbul, 1990, s.634

İngiliz Sterlini'nin devalüe edilmesinden sonra Fransız Frangı'nda baskı altına girmiş ve 1969 Ağustos'unda frank devalüe edilmiştir. Almanya ise, tarihinde ilk defa markı dalgalanmaya bırakmış ve bir miktar değer kazanmasına izin verdikten sonra resmi kurunu yeniden belirlemiştir.

1958'lere kadar aksamadan işleyen altın kambiyo sistemi, bu yıllardan sonra sendelemeye ve ağır aksak yürümeye başlamıştır. Anahtar paraya sahip olan ABD'nin ödemeler dengesi açıklarını emisyonla kapatması dünyada bir dolar bolluğu yaratmış, ABD'de görülen enflasyonun tüm dünyaya yayılması anahtar paraya olan güveni sarsmış, Amerika'nın doları devalüe etmekten kaçınması ve ekonomileri gittikçe kuvvetlenen Batı ülkelerinin mark, sterlin, yen gibi güçlü paralara sahip olması dolardan kaçışı hızlandırmıştır. Elinde dolar olan kişiler bu dolarları ya yukarıda sıralanan, sağlam paralara yada altın ve gümüş gibi kıymetli madenlere çevirmeye başlamışlardır. 1960'ların sonlarında sürekli istikrarsızlıklar uluslararası mali piyasaların başlıca özelliği haline gelmiştir. Almanya ve Japonya gibi ödemeler bilançosu fazla veren ülkeler ABD'nin istemesine rağmen ulusal paralarını revalüe etmeye yanaşmamış, dış ödeme fazlalarını önemli bir ekonomik ve siyasal güç olarak kullanmışlardır.

Başkan *Nixon*, Batılı ülkeleri ve Japonya'yı revalüasyona zorlamak amacıyla 15 Ağustos 1971 tarihinde bir dizi önlemler almıştır. Doların altın konvertibilitesine son veren bu kararlardan en önemlileri;

- (1) İthalat üzerindeki gümrük vergilerinin yüzde 10 oranında artırılması,
- (2) Yerli malların satın alımında vergi indiriminin sağlanması
- (3) Yabancı merkez bankalarınca ABD Merkez Bankası'na arz edilecek dolar rezervlerinin altına dönüştürülme zorunluluğunun geçici olarak kaldırılmasıdır.

Altın kambiyo sisteminin çökmesine neden olan ülkelerin başında, Amerika'nın haksız kazanç sağladığını ileri süren ve elinde biriken tüm dolarları altına çevirmek için bu ülkeye veren Fransa gelmektedir. Dolardan kaçışı engellemek için kurulan "Altın Birliği" ve "ikili fiyat sistemi" gibi tedbirlerin de herhangi bir fayda sağlayamaması üzerine ABD Merkez Bankası %25 oranında altın karşılığı bulundurma uygulamasına son vermiş ve dolar/altın ilişkisini ortadan kaldırmıştır.

Tüm bu gelişmeler üzerine Washington'da Smithsonian Institute'de toplanan "Onlar Grubu" doların devalüasyonuna razı olmuş ve 18 Aralık 1971 tarihli Smithsonian kur ayarlamaları ile dolar %9 oranında devalüe edilmiştir. Altının resmi ons fiyatı 35 dolardan 38 dolara çıkartılmış ve altın penceresinin kapatılması onaylanarak doların altın konvertibilitesi sürekli olarak kaldırılmıştır. Bu anlaşma ile

ayrıca, ulusal paraların dolar paritesi etrafındaki dalgalanma marjı yüzde 1'den yüzde 2.25'e çıkartılmış, ABD'nin daha önceden koymuş olduğu gümrük vergilerinin tamamı kaldırılmıştır. Uluslararası para sisteminde çok küçük değişiklikler yaratan bu düzenlemeler neticesinde ulusal paralar daha yüksek kurlardan dolara bağlanmış, dalgalanma marjlarının genişlemesine paralel olarak sisteme esneklik kazandırılmıştır. (16)

Doların ikinci devalüasyonuna rağmen ABD'nin dış ödeme açıklarının artmaya devam etmesi üzerine, 1973 Şubatında ABD Doları bir kez daha spekülâtif baskı altına girmiş ve Batılı sanayileşmiş ülkeler doların devalüasyonuna bir defa daha razı olmuşlardır. Böylece dolar ikinci kez ortalama olarak yüzde 5 oranında devalüe edilmiş ve altının resmi ons fiyatı 38 dolardan 42.5 dolara yükselmiştir. Bu ikinci devalüasyon da dolardan kaçıışı durduramamış, 1973 Martında Avrupa döviz borsaları iki hafta süreyle kapatılmıştır. 16 Mart 1973 tarihinde borsalar yeniden açılmış ve Avrupa Topluluğu ülkeleri aldıkları ortak kararla, ulusal paralarını sabit kurlarla birbirlerine bağladıklarını ve dolar karşısında ayrı ayrı serbest bıraktıklarını tüm dünyaya duyurmuşlardır. Böylece 1944'de kurulan ve dünya ekonomisine 29 yıl süreyle damgasını vuran Bretton Woods sistemi 1973 Martında fiilen sona ermiştir.

iv. Bretton Woods Sonrası Dönem

Bretton Woods sistemine taraf olan ülkelerin 18 Mart 1968 tarihinde, serbest piyasadaki altın fiyatlarını desteklememe kararı almaları üzerine, 1971 yılının ortalarına kadar önemli bir artış kaydetmeyen altın fiyatları bu tarihten itibaren yavaş ama istikrarlı bir çıkış trendine girmiştir. Yatırımcı ve spekülâtörlerin altına yönelmeleri gerçek anlamda 1972-80 yılları arasında söz konusu olmuş ve 1972'de 40-45 dolar civarında seyreden ons fiyatı 1980 yılında 850 dolara kadar yükselmiştir. Bu yıllar arasında insanların altına yönelmeleri ve altına yatırım yapmaları acaba neden kaynaklanmıştır? Bu nedenlerin başında hiç şüphesiz dünya ülkelerinin bir çoğunda varolan yüksek enflasyon gelmektedir. Tasarruf sahipleri enflasyonun olumsuz etkilerinden korunabilmek amacıyla, paralarını 1974 yılının başlarından itibaren istikrarlı bir artış kaydeden altına yatırmaya başlamışlardır. Petrol fiyatlarının artmasıyla birlikte gelirleri artan Arap ülkeleri de borsalara yönelince, altın talebinde kelimenin tam anlamıyla patlama gözlenmiştir. Altının günden güne yükselmesi bu işe ilgi duymayan kişileri dahi altın almaya yöneltmiş, piyasaların derinliği artmıştır.

Vadeli piyasaların varlığı ve işleyişi her şeyden önce, "*beklentiler*" üzerine kurulmuştur. Herhangi bir malın piyasa fiyatının yükseleceğini hisseden kişiler

(16) Prof. Dr. Halil Seyidoğlu, "Uluslararası İktisat", 7. Baskı, Güzem Yayınları No:3, İstanbul, 1990, s.635

vadeli piyasalarda alıma geçerken, düşeceğini hisseden kişiler de satışa geçmektedir. Beklentilerin hakim olmadığı, kişilerin ne yapmaya tam olarak karar veremedikleri günlerde ise bu piyasalarda sessizlik hakim olmaktadır. Piyasaların beklentilerle dolu olduğu 70'li yılların ortalarında, yeni bir alternatif yatırım aracı olarak ortaya çıkan vadeli altın işlemleri, işte bu nedenden dolayı çok kısa zamanda kişiler tarafından genel bir kabul görmüştür. Bu tür piyasaların ortaya çıkması ile birlikte, altın fiyatının yakın gelecekte yükseleceğini tahmin eden kişiler vadeli olarak altın alabilme imkânına kavuşurken, düşeceğini tahmin eden kişiler de vadeli olarak altın satabilme imkânına sahip olmuşlardır.

Özellikle 70'li yılların ortalarından itibaren hareketlilik kazanan, altın borsalarının, vadeli altın işlemlerine başlamasını sadece Bretton Woods sistemine veya sadece yüksek enflasyona bağlamak doğru değildir. Bretton Woods sisteminin altın fiyatlarını baskı altında tuttuğu, enflasyonun ve enflasyon beklentilerinin arttığı dönemlerde altın fiyatlarının yükselişe geçtiği bilinmektedir. Vadeli altın işlemlerinin ortaya çıkması ve insanların bu tür bir işlemi kısa zamanda benimsemeleri esas itibarıyla böyle bir sisteme duyulan aşırı istekten kaynaklanmaktadır. Altın metalini üretenler ve kullananlar ile yatırımcıların ve spekülâtörlerin vadeli altın kontratlarına sık sık ihtiyaç duyduğu bilinmektedir. Aşağıda ele alacağımız ikinci kısmın esas konusu, vadeli altın işlemlerinin temel özellikleridir.

BÖLÜM II



VADELİ ALTIN İŞLEMLERİ

Vadeli altın kontratlarının tanıtımı ilk kez 31 Aralık 1974 tarihinde New York Commodity Exchange (COMEX), Chicago Mercantile Exchange (CME) ve Chicago Board Of Trade (CBOT) tarafından yapılmıştır. Çeşitli yatırım stratejilerine olanak tanıyan bu piyasalar kendilerini kısa zamanda tüm dünyaya kabul ettirmişlerdir. Bu tarihe kadar yalnızca spot altın alışverişlerinin yapıldığı uluslararası altın borsalarında, vadeli altın işlemlerinin de devreye girmesiyle yüksek bir hareketlilik gözlenmeye başlanmıştır.

ABD ve Japon borsalarında alım satımına konu olan vadeli altın kontratlarının sayısından ve bu işlemlere konu olan altın miktarlarından da açıkça görüleceği üzere, altın fiyatlarının durgun olduğu 80'li yıllar öncesinde pek dikkat çekmeyen vadeli altın işlemleri, altın fiyatlarının belirgin bir tırmanışa geçtiği 70'li yılların sonu ile 80'li yılların başlarında giderek önem kazanmaya başlamıştır. Önceki yıllarda yalnızca spot piyasalarda işlem yapan ve ani fiyat değişikliklerinden dolayı sık sık beklenmedik sürprizlerle karşı karşıya kalan yatırımcılar ve spekülâtörler, vadeli piyasaların ortaya çıkmasıyla birlikte bu tür risklerden büyük ölçüde kurtuldukları için rahat bir nefes almışlardır. İlk olarak Amerikan borsalarında uygulamaya konulan vadeli altın işlemleri, gördüğü aşırı ilgiden dolayı sonraki yıllarda Singapur ve Tokyo gibi diğer bazı deniz aşırı ülke borsalarınca da uygulamaya konulmuştur. (17)

Yeni yatırım stratejilerine olanak tanınmasından dolayı, vadeli altın işlemleri altın piyasasının işleyişini belirgin şekilde değişikliğe uğratmıştır. Altın piyasalarının katılımcıları arasında ilk sıralarda yer alan üreticiler ve tüketiciler ile yatırımcılar ve spekülâtörler spot piyasalar yerine vadeli piyasaları acaba hangi nedenlerden dolayı tercih etmektedir? Genel başlıklar halinde bu nedenler incelendiğinde, vadeli piyasalar da alışveriş yapan kişilerin başında spekülâtörlerin geldiği göze çarpmaktadır. Altın fiyatlarının kısa veya uzun vadede düşeceğini veya yükseleceğini tahmin eden spekülâtörler, fiziksel altın teslimatının söz konusu olmadığı (*vade bitiminden önce pozisyonun kapatılmaması durumu hariç*) bu piyasalarda "*açık pozisyonda*" altın alıp satarak, piyasaları ve fiyatları doğrudan doğruya etkilemektedirler.

(17) Robert Beale, "Trading in Gold Futures", Nichols Publishing Co., New York, 1985

Vadeli altın piyasalarında etkili olan bir diğer grup; "hedging" işlemi yapan kişilerdir. Bu durumda, sahip olduğu altınları spot piyasada peşin parayla satan kişi, altın fiyatlarının kısa veya orta vadede yükseleceğinden endişe ederek kendi pozisyonuna uygun olacak şekilde vadeli piyasadan altın almakta ve "açık" olan pozisyonunu kapatmaya çalışmaktadır. Örneğin, sahip olduğu 100 ons altını Ocak ayının başında spot piyasada 350 dolardan satarak paraya çeviren kişi, altın fiyatının yükseleceğinden endişe ederek satmış olduğu 100 ons altını Şubat ayı sonuna 353 dolardan satın alarak kur risklerine karşı kendini güvence altına almaktadır.

Vadeli altın piyasalarında işlem yapan bir diğer grup da, vadeli altın fiyatı ile spot altın fiyatı arasındaki fiyat farklılığının piyasa faiz haddinin üzerinde seyrettiğini tespit eden ve bu tür farklılıklardan para kazanmayı amaçlayan kişilerdir. Estetik yatırım stratejilerinin oluşturulmasına ve çeşitli yatırım kararlarının alınmasına imkân veren bu durum, vadeli altın işlemlerinin özünü oluşturmaktadır. Örneğin, ABD Doları'na uygulanan 1-yıl vadeli mevduat faiz oranının %4.12, spot altın fiyatının 350 dolar ve vadeli altın fiyatının da iki ay sonrası için 353.50 dolar olduğunu göz önüne alalım. Vadeli ve spot altın kontratları arasındaki fiyat farklılığının iki aylık süre için 3.50 dolar (*yani %1*) olması, bu farkın yıl bazında %6'ya karşılık gelmesi demektir. Bu durumda sahip olduğu parayı %4.12 ile faize yatırmak isteyen kişinin, spot piyasadan 350 dolara altın alması ve satın aldığı bu altınları iki ay sonra teslim etmek kaydıyla vadeli piyasada 353.50 dolardan satışa sunması daha avantajlı olmaktadır. Bu durumda yatırımcı, yıllık bazda % 1.88'lik ekstra bir faiz kazancı elde etmektedir.

Maden üreticisi şirketlerden, yatırımcılara ve son kullanıcılara kadar altın piyasasında yer alan tüm katılımcılar, vadeli altın işlemlerini farklı amaçlar doğrultusunda kullanmaktadır. Örneğin, maden üreticisi firmalar böyle bir işlem sayesinde; henüz yeryüzüne çıkmamış ancak çıkacak olan tahmini maden üretimlerini vadeli piyasada satarak, ileriki bir tarihte söz konusu olabilecek olası fiyat düşüklüklerinden korunmaktadırlar. Vadeli altın işlemleri yapma olanağı varken bu imkânı değerlendirmeyen veya pek fazla önemsemeyen piyasa katılımcılarının birçoğu, alternatif yatırım aracı olarak nitelendirilen bu işlem türünü uygulamadıkları için farkında olmadan binlerce hatta milyonlarca dolarlık kayba uğramaktadır.

Vadeli altın işlemlerine giriş niteliğinde olan bu bölümde; vadeli işlemlerin ne olduğu, nasıl kullanıldığı ve niçin önem taşıdığı kısaca anlatılmaktadır.

1. VADELİ ALTIN İŞLEMLERİNİN ÖZELLİKLERİ

Karşılığı ileriki bir tarihte ödenmek üzere yapılan mal alım satımlarına vadeli işlem, bu işlemleri içine alan piyasa türüne de vadeli piyasa denilmektedir. Günümüz dünyasında vadeli mal alım satımlarının yapıldığı çok çeşitli piyasalar bulunmaktadır. Alışverişe konu olan mal türü yönünden birbirinden tamamen farklı durumdaki bu piyasalarda altın, gümüş ve platin gibi kıymetli madenlerin yanısıra; kahve, portakal suyu ve fındık gibi binlerce çeşit yiyecek malının alışverişi de yapılmaktadır. Vadeli piyasalarda işlem yapan alıcı ve satıcılar, düzenledikleri kontratlarla; belirli miktardaki spesifik bir malı ve bu mal tutarı olan parayı ileriki bir tarihte karşılıklı olarak değiştirmeyi amaçlamaktadırlar.

Gerek kıymetli metal borsalarında gerekse diğer mal borsalarında gerçekleştirilen vadeli işlemler bazı kural ve prensipler dahilinde yerine getirilmektedir. Alım satım işlemleri sırasında isteyenin istediği miktarda mal alması veya satması mümkün olmadığı gibi, istenilen fiyattan alım veya satım teklifi vermek de mümkün değildir. Vadeli işlemlerin yapılabildiği piyasaların birçoğunda, değişik fiyat ve miktar uygulamalarının yaratacağı sıkıntılar göz önünde bulundurularak bazı kural ve standartlar belirlenmiştir. Şöyle ki, en az işlem biriminin 1 kontrat olduğu New York Borsası'nda bir kontrattan daha az miktarda altın içeren, örneğin 85 onsluk alış veya satış emri verebilmek mümkün değildir. Vadeli işlemler tüm dünyada 1600'lü yıllardan beri uygulanmaktadır. ABD'de vadeli işlemler ilk olarak 1860'lı yıllarda ortaya çıkmışsa da, alım satımına konu olan mallar uzun yıllar boyunca tarımsal ve endüstriyel mallarla sınırlı kalmıştır. Ancak vadeli işlemler; özellikle 70'li yılların başından itibaren kıymetli metaller ve diğer finansal araçların alım satımında da kullanılmaya başlanmıştır. Yaygın bir kullanım alanı olmasına rağmen vadeli işlem kontratlarının tümü aynı veya benzer tarzda düzenlenmiştir.

İşleme konu olan mal cinsi ne olursa olsun, vadeli bir kontrat; ileriki bir tarihte gerçekleşecek mal teslim işlemini ifade etmektedir. Vadeli piyasada gerçekleştirdikleri alım işlemi sonucunda herhangi bir ay için düzenlenmiş kontrata sahip olan alıcılar; "*spesifik ve belirli miktardaki bir malı*" (örneğin, 1.000 Ons altını), "*belirli bir fiyattan*" (örneğin, 353.50\$'dan) ve "*belirli bir tarihte*" (örneğin, Şubat sonunda) teslim almayı kabul ederken, satıcılar da; "*belirli bir malı*", "*belirli bir fiyattan*" ve "*belirli bir tarihte*" teslim etmeyi kabul etmektedirler. Vadeli piyasada alım işlemi yapan herhangi bir kişi, uzun bir pozisyona (*long position*) girerken, satış işlemi yapan kişi de kısa bir pozisyona (*short position*) girmektedir.

Vadeli işlemlerde kişiler, alım veya satımı yapılan malın kendisine sahip olmaksızın, uzun veya kısa pozisyona girebilmektedirler. Yani böyle bir işlem yapabilmek

için temel mala sahip olmak şart değildir. Örneğin, elinde olmayan 10 kontrat altını Aralık kontratıyla satışa sunan bir kişi, aslında; Aralık ayının belli bir gününde, 1.000 ons altını belli bir fiyattan satma yükümlülüğü altına girmiş olmaktadır. Ancak böyle bir yükümlülük altına giren kişinin, ne bu altına sahip olmak ne de vade sonunda bu altınları teslim etmek gibi herhangi bir niyeti bulunmadığı gibi, bu işlemin karşı tarafında bulunan ve Aralık ayı sonuna mal alan kişinin de; 1.000 ons altına sahip olmak veya vade sonunda bu altınları teslim almak gibi herhangi bir niyeti bulunmamaktadır. (18)

Vadeli işlemlerin rahatlıkla tasfiye edilmesinden ve pozisyon değişikliğinin kolaylıkla yapılabilmesinden dolayı, alım satım konu olan malın teslimi dikkate alınmamaktadır. Örneğin, Nisan ayı kontratıyla vadeli satış işlemi gerçekleştiren kişi, fiyatın kendisine uygun olması durumunda Nisan ayının bitiminden önceki herhangi bir tarihte satmış olduğu malı tekrardan satın alarak, açık durumda olan piyasa pozisyonunu kapatabilme hakkına sahiptir. Vadeli piyasada alış veya satış yapan kişinin, long veya short pozisyonunu kapatabilmesi için vadenin bitim tarihini beklemesine gerek bulunmamaktadır.

Vadenin son günü, mal tesliminin gerçekleşeceği günü ifade etmektedir. Alış veya satış yapan kişinin pozisyonuna bağlı kalması her ne kadar 'söz konusu olmasa da, bazı durumlarda, vade sonunda fiziksel mal teslimi de yapılabilmektedir. Vadenin bitim tarihinden önce pozisyonunu kapatmayan kişi vade tarihinin sonunda; almış olduğu mal tutarını tamamen ödemek; satmış olduğu malı da fiziksel olarak teslim etmek zorundadır. Ancak şu da var ki, gerçekleşen vadeli altın işlemleri içinde "*fiziksel teslim*" çok küçük bir yüzdeyi oluşturmaktadır. Normalde, ileriki bir tarihte alım yapan kişiler, almış oldukları malları vade tarihinden önce satarken; mal satan kişiler de, satmış oldukları malları vade tarihinden önce satın alma yoluna gitmekte ve böylelikle long veya short pozisyonlarını kapatmaktadırlar. (19)

2. FUTURE VE FORWARD İŞLEMLER ARASINDAKİ FARKLILIKLAR

Future işlemler ile Forward işlemler yüzeysel olarak birbirine benzer görünse de, aslında birbirlerinden oldukça farklıdırlar. Forward işlemler; altın, döviz veya herhangi bir mal için iki taraf arasında, ileriki bir tarihte yapılacak ticari bir işlem anlaşmasını ifade etmektedir. Future piyasalardan farklı olarak forward işlemlerde taraflar; bir başka taraf ile, yapılan işlemin yerini tutacak başka bir işlemi bir başka taraf ile gerçekleştirerek, o işlemde kaynaklanan yükümlülüklerini iptal

(18) Robert Beale, "Trading in Gold Futures", Nichols Publishing Co., New York, 1985.

(19) Kevin Commins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.2

edememektedirler. Bir başka taraf ile, daha önceden yapılan forward işlemin tam tersi pozisyona girilmesi durumunda, önceden yapılan vadeli işlemin gelecekte yaratacağı olumlu veya olumsuz etkiler ancak nötralize edilmekte, açık olan pozisyonlar dengelenmekte fakat önceden yapılan kontratın yerine getirilme zorunluluğu ortadan kalkmamaktadır. Buna karşılık future piyasalarda, herhangi bir pozisyon, eşit veya karşıt bir işlem yapılarak kapanabilmektedir. Örneğin, Aralık ayı kontratıyla 10 kontrat altın satan kişi, yine Aralık ayı kontratıyla 10 kontrat altın alınca pozisyonunu tamamen kapatabilmektedir. Forward işlemlerde taraflardan herhangi birinin yükümlülüğünü yerine getirmemesi, karşı tarafı zor durumda bırakmaktadır. Future piyasalarda ise, tüm işlemlerde karşı taraf "Takas Daire"sidir. İleride de açıklayacağımız gibi Takas Dairesi her ne durumda olursa olsun, yapılan ticari işlemi garanti altına almaktadır. Future işlemler ile forward işlemler arasındaki en önemli farklılıklardan bir diğeri de; forward işlemlerin future işlemlerden daha uzun süreli düzenlenmesidir. Bilindiği üzere future işlemler en fazla bir yıllık süre için düzenlenirken, forward işlemler; iki veya üç yıl gibi daha uzun süreli düzenlenebilmektedir.

Gelecekte teslim işlem piyasaları (*future markets*), ilerde teslim kaydıyla standart altın ve döviz sözleşmelerinin alım satımının yapıldığı, bu sözleşmelerin devredilebildiği piyasalardır. Bu tür işlemler bankalar tarafından yapılmamakta, borsadaki takas odası ile müşteriler arasında gerçekleştirilmektedir. Alıcı ve satıcılar, yaptıkları işlemlerden dolayı takas odasına belirli bir teminat (*marj*) ödemek zorundadırlar.

Gelecekte teslim işlem piyasaları olarak isimlendirilen future piyasalar çoğu zaman forward piyasalar ile karıştırılmaktadır. Oysa bu iki piyasa türü birbirine benzemekle birlikte aralarında önemli bazı farklılıklar bulunmaktadır. Benzerlik, her ikisinde de altının veya dövizin ilerde teslimi kaydıyla alınıp satılmasından kaynaklanmaktadır. Future piyasalardaki ilk alışveriş işlemleri 1942 yılında Chicago Borsası'nda ortaya çıkmıştır. Önceleri sadece mal alınıp satılan bu piyasada 1970'de döviz, 1975'de tahvil ve 1982'de de hisse senetlerinin alım satımına imkân tanınmıştır. Aynı türden gelişmeler işlem yapılan borsaların dünya üzerindeki dağılımında da kendini göstermiş ve önceleri sadece Chicago'da yapılan future işlemler, sonraları New York, Tokyo, Londra, Hong Kong ve Singapore borsalarınca da yapılmaya başlanmıştır.

Future ve forward piyasalar arasındaki farklılıklar ilk bakışta pek dikkat çekmese de, bu iki piyasa türü bir çok bakımdan birbirinden ayrılmaktadır. Bu farklılıkları şu şekilde sıralamak mümkündür; (20)

a) Future işlem piyasaları belli bir yerde kurulan formal piyasalar (*Chicago, New York ve Tokyo gibi*) olmasına rağmen, forward işlem piyasaları hızlı bir haberleşme ağından oluşan informal piyasalardır.

b) Forward işlem piyasalarının en önemli kuruluşu bankalardır. Oysa future işlemler bankalar tarafından yapılmamaktadır. Bu piyasalarda alışveriş yapan müşteriler birbirlerine karşı değil, takas odalarına karşı sorumludurlar.

c) Forward işlemlerin aksine, future işlemlerdeki sözleşmeler vade ve miktar yönünden standart niteliktedir. Örneğin Chicago borsasında, birbirini takip eder şekilde iki ayda bir düzenlenen vadeli altın kontratlarının her biri 100 ons altına karşılık gelmektedir. Bu piyasada yapılabilen en düşük işlem birimine kontrat denilmektedir. Alım satımlar kontrat sayısı ile ifade edilmektedir. İstenilen vade ve miktara göre yapılmadıkları için future işlemler, bazı kişilerin amaçlarına uygun düşmemektedir. Bu durumdaki kişiler forward piyasaları kullanmaktadırlar. Future piyasaların bir diğer özelliği, bu piyasalarda işlem yapan kişilerin genelde spekülörler olmasıdır.

d) Future piyasalar ile forward piyasalar arasındaki bir diğer farklılık alım satıma konu olan malların devri konusunda ortaya çıkmaktadır. Forward işlem sözleşmeleri üçüncü kişilere devredilememekte ve bu sözleşmelerin iptali ancak tarafların karşılıklı rızasına bağlı bulunmaktadır. Forward işlemler çoğu zaman alınıp satılan malların fiili teslimi ile sonuçlanmaktadır. Oysa future işlemlerde alınıp satılan malın fiili teslimi zorunlu değildir. Örneğin, iki ay sonra teslim almak kaydıyla vadeli altın piyasasında işlem yapan bir spekülör, altın fiyatlarının yükselmesiyle birlikte vade sonunu beklemezsizin bu altınları tekrardan satabilmektedir. Daha önceden satın alınan malın satışa sunulması sonucunda, sahip olunan pozisyon takas dairesinden çözülmektedir. Takas dairesindeki pozisyon çözme olayına "offset" veya "dengeleme" işlemi denilmektedir. Future piyasalarda alım-satımların büyük çoğunluğu fiili teslim yerine bu tür offset işlemleriyle sonuçlanmaktadır.

e) Future piyasalarda alım-satım sözleşmeleri Takas Odası'na belli bir teminat (*marj*) ödenerek yapılmaktadır. Bedelin kalan kısmı ise vade sonunda ödenmek

(20) Prof. Dr. Halil Seyidoğlu, "Uluslararası İktisat", 7. Baskı, Güzem Yayınları No:3, İstanbul, 1990, s.276-279

kaydıyla taahhüt edilmektedir. Marj hesabına önceden yapılan bu ödemeler bir tür teminat akçesi durumundadır. Forward piyasalarda ise böyle bir teminat yatırılmamaktadır. Future işlemlerde teminat olarak yatırılan paralar genellikle kontratın belli bir yüzdesi kadardır. Bu teminat, takas dairesi tarafından hem alıcılardan hemde satıcılardan tahsil edilmektedir. Teminat olarak tutulan paralar için genelde “*günlük hesaplaşma*” (*daily settlement*) yöntemi geçerlidir. Örneğin; piyasadaki fiyat değişimlerinden dolayı kontratın değerinde, teminat hesabına yatırılan miktardan daha yüksek oranda bir değer düşüşü olursa, aradaki farkın kontrat sahibi tarafından belirli bir süre içinde Takas Odasına ödenmesi gerekmektedir. Belirlenen süre içerisinde ödemenin yapılmaması durumunda, borsa kuralları gereğince kontrat tek taraflı olarak feshedilmekte ve alışveriş yapan kişinin teminatı yanmaktadır. Aksi durumda, yani kontrat değerinin teminat tutarından daha fazla artması durumunda ise aradaki fark kontrat sahibine günlük olarak geri ödenmektedir.

f) Forward piyasalarda olduğu gibi future piyasalarda da günlük fiyat değişimlerinin maksimum sınırları borsa yönetimlerince belirlenmektedir. Böylece borsada baş gösteren bir buhran daha yumuşak bir biçimde atlatılmış olmaktadır. Ancak şu da var ki, future işlemlerde güvence olarak tutulan teminat miktarları ve günlük hesaplaşmalardan dolayı bu piyasa ile forward piyasa fiyatları tam olarak birbirinin aynı değildir.

g) Aralarındaki farklılıklara rağmen iki piyasa arasında belirli bir etkileşim bulunmaktadır. Bu etkileşim arbitraj işlemlerinden kaynaklanmaktadır. Örneğin, iki ay vadeli altın fiyatı 355 dolar iken gelecekte teslim altın fiyatı 356 dolar ise, aradaki fiyat farkından kazanç sağlamayı amaçlayan arbitrajcular devreye girmekte ve forward piyasadan 355 dolara aldıkları altınları future piyasada 356 dolardan satışa sunmaktadırlar.

3. VADELİ (FUTURE) ALTIN KONTRATLARININ TEMEL ÖZELLİKLERİ

Ticari işlemlerin kolaylaştırılması amacıyla; vadeli piyasaların tümünde minimum fiyat adımları, teslimat ayları, işlem saatleri ve alım satım konu olan malların saflık dereceleri gibi temel bazı ölçüler standart hale getirilmiş ve bu standardizasyon sayesinde kontratların birbiri yerine geçebilmesine imkân tanınmıştır. Vadeli piyasadan altın alan bir kişi satın aldığı malı; saflık derecesine veya kontrat büyüklüğüne bakmaksızın aynı borsada rahatlıkla satışa sunabilmektedir. Örneğin, Haziran ayı teslimine 20 kontrat mal satan kişi, bu pozisyonunu 20 kontratlık tek bir alış işlemi ile kapatabileceği gibi bir kontrattan az olmamak kaydıyla birden fazla alış işlemi yaparak da kapatabilmektedir. Tüm bu alışveriş işlemleri sırasında, alım satım

konu olan altın külçelerinin ayar ve gram bakımından birbirinden farklı olup olmadığı, bu konuda varolan belirli kural ve standartlardan dolayı hiç kimse tarafından düşünülmemektedir.

Borsada işlem gören altın barlarının uluslararası geçerliliğe sahip herhangi bir altın rafinerisinin ayar ve gram damgasını taşıması, altın alışverişlerinin dünya çapında rahatlıkla yapılabilmesine imkân tanımaktadır. Vadeli piyasalarda gerçekleştirilen alışveriş işlemleriyle ister alış yapılınsın ister satış, düzenlenen her kontrat birbirinin tamamen aynıdır. Ağırlık ve ayar standardının sağlanmadığı bir ortamda, altın alışverişi yapmak gerçekten çok zordur. Ticari işlemlere konu olan külçe ve barların ağırlık ve ayar yönünden birbirinden farklı olması, aynı piyasa içinde işlem yapmaya çalışan, fakat, dillerinin farklı olmasından dolayı birbirleriyle anlaşamayan insanların durumundan pek farklı değildir. Gerek vadeli gerekse spot altın işlemlerinin özünü oluşturan ağırlık ve ayar birimleri, bir çok kişi tarafından tam olarak bilinmemektedir.

Bu kitap içerisinde sık sık kullandığımız ons ve ayar gibi terimlerin anlaşılmasına yardımcı olmak amacıyla, bu konuların kısaca açıklanmasında fayda vardır. Kimyasal ve fiziksel özelliklerinden dolayı diğer bir çok metalden ayrılan altın; 1,063 derecede erimekte, ısının daha da artması halinde mor buharlar çıkarmakta ve 2,966 derecede kaynamaktadır. Bütün metaller içerisinde en dövülgen ve en kolay çekilen madendir. 0.00001 mm kalınlığında, yeşil ışığı geçiren çok ince yapraklar haline getirilebilmektedir. 31.10 gram ağırlığındaki bir ons altın ile 58 km. uzunluğunda oldukça uzun ve ince bir tel elde edilebilmekte, yumuşaklığından dolayı bakır ve gümüş gibi madenlerle belirli oranlarda karıştırıldıktan sonra işlenebilmektedir.

a) Altın Piyasalarında Kullanılan Ağırlık Birimleri

Altının dünyanın her yerinde aynı ağırlık birimi ile alınıp satıldığını söylemek pek mümkün olmamakla birlikte genelde en fazla kullanılan ağırlık birimi ons ve gramdır. Altının dünya borsalarındaki geleneksel ağırlık birimi troy ons olup, bir ons; 31.10348079 gram saf altına karşılık gelmektedir. Uluslararası finans merkezlerinin bir çoğunda "Ons" üzerinden yapılan altın işlemleri, ağırlık ölçüsü olarak metrik sistemin kullanıldığı bazı ülkelerde gram ve gramın katları üzerinden yapılmaktadır. Bunlardan başka Ortadoğu ve Hint Yarımadası ile Asya'nın bazı bölümlerinde "Tolas" diye isimlendirilen değişik bir ağırlık birimi kullanılırken, Uzak Doğu'da "taels" olarak isimlendirilen farklı bir ağırlık birimi kullanılmaktadır. (21)

(21) Credit Suisse, "Gold", Switzerland, June 1983, s.14

1 gram ile 12500 gram arasındaki has altın külçelerinin, kaç ons altına karşılık geldiğini aşağıdaki tabloda görebilmek mümkündür;

**BAR VE KÜLÇELERİN
ONS CİNSİNDEN KARŞILIKLARI**

<u>Gram</u>	<u>Ons</u>
1.....	0.032151
2.....	0.064302
3.....	0.096452
4.....	0.128603
5.....	0.160754
6.....	0.192904
7.....	0.225055
8.....	0.257206
9.....	0.289357
10.....	0.321507
20.....	0.643015
50.....	1.607537
100.....	3.215074
250.....	8.037686
500.....	16.075372
1000.....	32.150743
12500.....	401.884288

Kaynak: Credit Suisse, GOLD

Bu tabloda da görüleceği gibi 1 kilogram ağırlığındaki has altın külçesi 32.150743 Ons'a karşılık gelmektedir. Örneğin ons fiyatının 350 \$ olduğu herhangi bir anda, bir kilo altının \$ cinsinden fiyatı $350 \$ \times 32.150743 = 11,252.76 \$$ olmaktadır. Binde 995 saflıktaki 1000 gramlık altın külçesi 31.99 adet ons ihtiva ederken, binde 999 saflıktaki aynı altın külçesi 32.119 adet ons ihtiva etmektedir. Külçe ve barların farklı saflık derecelerinde olması ons ve fiyat hesaplamalarında bazı yanlışlara yol açmaktadır.

Aşağıdaki tabloda ise; 1 ons ile 400 ons arasındaki bar ve külçelerin, gram cinsinden karşılıkları yer almaktadır. Uluslararası piyasaların bir çoğunda temel ağırlık birimi olarak kabul edilen troy ons 31.10348079 gram has altına karşılık gelmekte ve bu haliyle altın fiyatlarının tek belirleyicisi olmaya devam etmektedir.

**BAR VE KÜLÇELERİN
GRAM CİNSİNDEN KARŞILIKLARI**

<u>Ons</u>	<u>Gram</u>
1/4.....	7.7759
1/2.....	15.5518
1.....	31.1035
2.....	62.2070
3.....	93.3105
4.....	124.4140
5.....	155.5175
6.....	186.6210
7.....	217.7245
8.....	248.8280
9.....	279.9315
10.....	311.0348
100.....	3110.3481
400.....	12441.3922

Kaynak: Credit Suisse, GOLD.

Herhangi bir anda, Reuters ekranında ons fiyatı olarak 353.50-354.00 doların görüldüğünü farzedelim. Bu fiyatlar bize; bir ons yada diğer bir ifade ile 31.10348079 gram saf altının 353.50 dolardan satın alınırken, 354 dolardan satışa sunulduğunu göstermektedir. Satın alınan veya satışa sunulan altınların ülkeler veya kıtalar arasındaki fiziksel taşıma işlemi sırasında 400 onsluk has altın külçelerinin kullanıldığını burada belirtmekte yarar vardır.

Altın ticaretinde kullanılan geleneksel ağırlık ölçülerini bu şekilde gördükten sonra şimdi, vadeli altın kontratlarının temel özelliklerine kısaca göz atalım;

b) Kontrat Büyüklükleri

Kontrat hacmi, bir kontrat içinde temsil edilen altın miktarını ifade etmektedir. Bir kontratın kaç gram veya kaç ons altına karşılık geldiği, borsadan borsaya farklılıklar göstermektedir. *MtdAmerica Commodity Exchange* ile *Chicago Board Of Trade* de hacim bakımından daha küçük altın kontratları bulunmasına rağmen, vadeli altın

işlemlerinin yapılabilmesine imkân tanıyan uluslararası borsaların birçoğunda kontratların büyük bölümü 100 ons altına karşılık gelmektedir. Alışveriş işlemleri sırasında bu kontratların; yarım kontrat, çeyrek kontrat gibi desimal parçalara bölünebilmesi mümkün değildir. (22)

Vadeli altın piyasalarında bir kontrata karşılık gelen ons veya altın miktarı aşağıdaki gibidir;

VADELİ ALTIN BORSALARINDA KONTRAT BÜYÜKLÜKLERİ

Borsalar	Kontrat Hacmi
New York Commodity Exchange	100 Ons
Chicago Board Of Trade	100 ons
Chicago Board Of Trade	1 Kilo (32.15 Ons)
MidAmerica Commodity Exchange	33.2 Ons
Chicago Mercantile Exchange	100 Ons
Singapore International Monetary Exc.	100 Ons
Sydney Futures Exchange	100 Ons
Tokyo Commodity Exchange	1 Kilo
Bolsa Mercantil & de Futuros	250 Gram
Winnipeg Commodity Exchange	10 Ons

Kaynak: Kevin Commins, Gold Future.

Ons fiyatında meydana gelen değişikliklerin, alışveriş işlemine konu olan altın kontratının tümü üzerinde yarattığı fiyat farklılığı, kontrat hacminin bilinmesiyle mümkün olabilmektedir. Çünkü spot ve vadeli altın işlemlerinde altın fiyatı kontrat başına değil, birim ons başına dolar cinsinden ifade edilmektedir. Kontrat hacminin 100 ons olduğu vadeli bir alışveriş işleminde, bir kontrattaki toplam değer değişikliğini belirlemek için ons fiyatındaki değişikliğin 100 ile çarpılması gerekmektedir. Örneğin, onsu 360 dolardan 1 kontrat altın alan kişi, ons fiyatının 365 dolara yükselmesi durumunda $5\$ \times 100 \text{ Ons} = 500 \text{ dolar}$ para kazanmaktadır. Eğer bu kişi aynı fiyattan 10 kontrat altın almış olsaydı $500\$ \times 10 \text{ Kontrat} = 5000\$$ para kazanacaktı.

(22) Robert Beale, "Trading in Gold Futures", Nichols Publishing Co., New York, 1985.

Onsu 360 dolardan 10 Kontrat Altın Alışı

1 Kontrat altına ödenen para = $360\$ \times 100 \text{ Ons} = 36.000\$$

10 Kontrat altına ödenen para = $10 \times 36,000\$ = 360.000\$$

Onsu 365 dolardan 10 Kontrat Altın Satışı

1 Kontrat için tahsil edilen para = $365\$ \times 100 \text{ Ons} = 36.500\$$

10 Kontrat için tahsil edilen para = $10 \times 36.500\$ = 365.000\$$

Altın Satış Tutarı = 365.000\$

Altın Alış Tutarı = 360.000\$

10 Kontratın Kârı = 5,000\$

1 Kontratın Kârı = 500\$

Comex dışında kalan borsaların kontrat hacimlerini sık sık değiştirmeleri bu borsalarda alışveriş yapan kişileri daha dikkatli olmaya zorlamaktadır. X borsasının 10 onsa karşılık gelen altın kontratına sahip olan bir spekülör, kontrat hacminde değişiklik yapılması ve örneğin bir kontratın 33.2 ons olarak değiştirilmesi durumunda ciddi sorunlarla karşı karşıya kalabilmektedir. En yaygın kullanılan vadeli altın kontratı "*Comex Kontratı*" olduğundan, bu kitapta bulunan tüm örneklerde 100 onsa karşılık gelen Comex altın kontratları esas alınmıştır.

c) Fiyat Basamakları

Spot ve vadeli altın işlemleri birçok ülkede belirli kurallar dahilinde yerine getirilmektedir. Altın işlemlerinin rahatlıkla yapılabilmesine imkân tanıyan bu kurallar, vadeli altın piyasalarının son 10 yıl içinde yüksek bir performans sergilemelerine neden olmuştur. Dünya borsalarının birçoğunda altın alışverişleri ons üzerinden yapılmaktadır. Tam olarak 31.10348079 gram saf altına karşılık gelen bir ons altının uluslararası dünya piyasalarındaki fiyat tanımlaması ABD Doları

cinsinden yapılmaktadır. İsviçre, Londra veya New York altın borsalarından altın almak istediğimizde bize verilen fiyat, bir ons altının ABD doları cinsinden değerini ifade etmektedir. Spot ve vadeli altın işlemleri sırasında yarım kontrat veya çeyrek kontrat altın almak veya satmak nasıl mümkün değilse, dolar cinsinden ifade edilen ons fiyatını isteklerimiz doğrultusunda tespit etmekte mümkün değildir. Tüm altın kontratlarında minimum fiyat adımı ons başına 10 senttir (*örneğin, 365.00\$, 365.10\$, 365.20\$ gibi*). Vadeli altın piyasalarında 10 sente karşılık gelen bu fiyat basamaklarının her biri bir "lık" olarak isimlendirilmektedir. Fiyat hareketliliğinin yüksek olduğu günlerde, ons fiyatı birkaç basamak birden atlayabilmektedir. Ancak bu fiyat adımlarının hiçbir zaman bir basamaktan az yani 10 sentten küçük olması mümkün değildir. Alış veya satış işlemleri sırasında verilen fiyatın 10 sentin katları şeklinde olmasına dikkat edilmeli, 365.37\$ veya 353.43\$ gibi kuraldışı fiyatlar verilmemelidir.

Borsalar arasında, kontrat hacimlerinde olduğu gibi fiyat basamaklarında da farklı uygulamalar söz konusu olabilmektedir. Vadeli altın piyasalarında uygulanan fiyat basamakları şu şekildedir;

VADELİ ALTIN BORSALARINDA MİNİMUM FİYAT BASAMAKLARI

Borsalar	Minimum Fiyat Basamakları
New York Commodity Exchange	10 Cent/Ons (10\$/Kont.)
Chicago Board Of Trade	10 Cent/Ons (10\$/Kont.)
Chicago Board Of Trade	10 Cent/Ons (3.22\$/Kont.)
MidAmerica Commodity Exchange	10 Cent/Ons (3.32\$/Kont.)
Chicago Mercantile Exchange	10 Cent/Ons (10\$/Kont.)
Singapore International Monetary Exc	10 Cent/Ons (10\$/Kont.)
Sydney Futures Exchange	10 Cent/Ons (10\$/Kont.)
Hong Kong Futures Exchange	10 Cent/Ons (10\$/Kont.)
Tokyo Commodity Exchange	1 Yen/Gram (Yen/Kilo)
Bolsa Mercantil & de Futuros	0.10 Cz\$/Gram

Kaynak: Kevin Commins, Gold Futures..

d) İşlem Saatleri

Vadeli altın işlemleri borsaların açık olduğu saatler içinde yapılabilenkte, resmi alışveriş saatleri dışında işlem yapılamamaktadır. Alışveriş saatindeki sınırlamalar bu borsalarda işlem yapan kişiler açısından bazı sorunlar yaratabilmektedir. Örneğin ABD borsalarında, vadeli işlemlerin yapıldığı saatlerin öncesinde ve sonrasında da spot altın işlemleri yapılabilenkte.

Vadeli altın işlemlerinin sona ermesinden hemen sonra önemli bir olayın ortaya çıkması durumunda, vadeli piyasada işlem yapmak isteyen kişiler; ya başka bir piyasadan alışveriş yapmak ya da bir sonraki günkü seansı beklemek durumuyla karşı karşıya kalmaktadır. Oysa spot piyasada altın alışverişini yapan kişiler global piyasalara 24 saat boyunca ulaşabilmektedir. Şu an için sadece belli saatler arasında yapılan vadeli altın işlemlerinin, piyasaların kompüterize olması durumunda spot piyasalarda olduğu gibi günün her saatinde hizmet vermesi beklenmektedir.

Chicago Mercantile Exchange ve Chicago Board Of Trade tarafından; seans içi ticaretin gün içinde normal şekilde sürdürülmesi, seansın sona ermesinden sonra ise alışveriş işlemlerinin kompüterize bir network sistemi vasıtasıyla ara verilmeksizin yürütülmesi fikri ortaya atılmıştır. New York Commodity Exchange ve diğer altın borsalarını da kendi sistemlerine katma arzusunda bulunan CBOT ve CME borsaları, bu sistemin piyasalarda oturmasını arzu etmektedirler.

Amerikan borsaları önceleri değişik zaman dilimlerindeki borsalarla bağlantı kurmuş, kendi alışveriş saatlerini geceye ve sabahın erken saatlerine kadar uzatmışlardı. Son iki yaklaşımdan beklenen başarı elde edilemediği gibi, kurulması düşünülen kompüterize sistemin başarılı olacağına dair herhangi bir garanti de bulunmamaktadır. Bununla birlikte vadeli altın işlemlerinin günün 24 saatinde yapılabilmesi için yoğun çaba sarfedilmektedir. Vadeli altın işlemlerinin yapıldığı borsalar ve bu borsaların işlem saatleri aşağıdaki gibidir;

VADELİ ALTIN BORSALARINDA İŞLEM SAATLERİ

Borsalar	İşlem Saatleri
New York Commodity Exchange	8.20-2.30
Chicago Board Of Trade	7.20-1.40/17.00-20.30
Chicago Board Of Trade	7.20-1.40
MidAmerica Commodity Exchange	7.20-1.40
Chicago Mercantile Exchange	7.20-3.00
Singapore International Monetary Exc.	9.20-5.15(*)
Sydney Futures Exchange	8.30-4.00
Hong Kong Futures Exchange	9.00-12.00/14.00-17.30
Tokyo Commodity Exchange	
Bolsa Mercantil & de Futuros	10.00-4.30

*Chicago Saati ile 19.30-03.15 arası

e) Teslimat Ayları

Teslimat ayı; alınan veya satılan herhangi bir vadeli altın kontratında “*vadentin dolduğu aydır*”. Teslimat ayları borsadan borsaya farklılıklar göstermekte ve her teslimat ayı için farklı bir altın kontratı düzenlenmektedir. Vade sonuna en yakın kontrata “*yakın tarihli kontrat*” (*nearby contract*), yakın tarihli kontrattan sonraki kontratlara da “*uzak tarihli kontrat*” (*deferred contract*) denilmektedir. Örneğin, Nisan ayı için düzenlenen vadeli altın kontratı “*yakın tarihli kontrat*” olarak isimlendirilirken; Mayıs, Haziran, Ağustos, Ekim, ve Aralık ayları için düzenlenecek vadeli altın kontratlarından herhangi birisi “*uzak tarihli kontrat*” olarak isimlendirilmektedir.(23)

Teslimat işlemi, vadeli altın işlemlerinin en önemli bölümlerinden birini meydana getirmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi, vadeli piyasalarda işlem yapan piyasa katılımcılarının büyük bölümü, mevcut (*alım veya satım*) pozisyonlarını vade sonuna kadar korumamaktadırlar. Ancak, ileriki bölümlerde de görüleceği gibi piyasa katılımcılarından bazıları uyguladıkları yatırım stratejileri doğrultusunda, alışverişe konu olan altınları fiziksel olarak arz veya talep edebilmektedirler. Teslimat

(23) Kevin Commins, “Gold Futures”, Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.7

işlemi ile ilgili kesin bilgiler, bu tür yatırım stratejilerini uygulayacak kişiler için hayati önem taşımaktadır. Çünkü, düzgün ve hatasız işleyen bir teslimat işlemi, herhangi bir vadeli kontrattan beklenen başarının elde edilmesi için ön koşuldur. Genel olarak, teslimat işlemi şu şekilde yürütülmektedir: Kontrat şartlarını yerine getirmek için fiziksel altını teslim almaya veya fiziksel altını teslim etmeye gereksinim duyan piyasa katılımcıları ile alınan veya satılan altınların mülkiyet sertifikasına sahip olan veya olmak isteyen kişiler, borsa yönetimlerince belirlenen tarihten önce (*first notice day*) takas dairesine gerekli duyuruyu yapmak zorundadırlar. Tarafların gerekli duyuruları yapmasından sonra, alıcı ve satıcılar "*takas datrest*" tarafından eşleştirilmekte ve eşleşen piyasa katılımcıları (*tüccarlar, spekülâtörler ve yatırımcılar*) bu durumdan haberdar edilmektedir. Vadeli piyasada altın satanlar, daha önceden belirlenmiş bir tarihte ellerinde bulunan altın mülkiyet sertifikasını alıcıya transfer ederken; alıcılar da, bu altınları satan kişi veya kuruluşlara gerekli ödemeleri yapmaktadırlar. Teslimat işleminin nasıl yürütüldüğüne dair detaylar, borsa yönetimlerince belirlenmektedir.

Fiziksel altın teslimatlarının herhangi bir tıkanıklığa yol açmadan işlemlerini sağlamak amacıyla, borsaların birçoğu genelde bazı bankalar ve emanetçilerle anlaşma yoluna gitmektedir. Comex altın borsasında lisanslı olarak faaliyette bulunan ve altın emanetçiliği görevini üstlenen altı adet banka bulunmaktadır. Bu bankalar; Chase Manhattan Bank, Citibank, Iron Mountain Depository Corp., Irving Trust Corp., Republic National Bank of New York ve Swiss Bank Corporation'dır. Comex'de gerçekleştirilen vadeli altın alışverişlerinde fiziksel teslim söz konusu olduğunda, bu teslimat işlemleri sadece yukarıda belirtilen lisanslı emanetçiler vasıtasıyla yerine getirilmektedir. (24)

Vadeli altın kontratını fiziksel altın teslimatı yaparak yerine getirmek isteyen altın satıcısının, borsa tarafından tespit edilen lisanslı emanetçilerin herhangi birisinde daha önceden emanete alınmış altınlarının bulunması gerekmektedir. Emanette altını bulunan ve vadeli piyasada satış yapan kişi, fiziksel altın teslimatı yapacağını Takas Dairesi'ne önceden bildirmek zorundadır. Genelde borsalar tarafından, teslimatın bildirilmesi için vade tarihinden önceki bir tarih, fiziksel teslimatın kendisi için ise daha sonraki bir tarih saptanmaktadır.

Comex altın borsasında, fiziksel altın teslimatının yapılacağı durumlarda altın satışını gerçekleştiren kişi tarafından, teslim edilecek altının veya altınların özelliklerini belirten bir bildirim formu düzenlenmektedir. Bu formda; teslim

(24) Kevin Commins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.201

edilecek altının hangi rafinerinin ayar ve gram damgasını taşıdığı, külçe altının depo makbuz numarası, ağırlığı, saflığı ve emanet işleminin hangi banka tarafından yürütüldüğü gibi açıklayıcı bilgiler yer almaktadır. Comex kurallarına göre, teslimat bildirim formunun aşağıdaki şekilde düzenlenmesi gerekmektedir (25);

Comex Altın Teslim Formu

<i>Commodity Exchange Inc.</i>	
<i>Notice of Intention to Deliver Gold</i>	
<i>Clearing Member ID</i>	<i>Clearing Member name</i>
<i>House Customer</i>	
<i>Total number of notices</i>	<i>Issuance date</i>
<i>To Clearing Association Inc.</i>	
<i>Take notice that on, 19.. for each delivery notes record attached, we shall deliver to the clearing member to which you allocate this notice 100 troy ounces (5% more or less) of bar gold assaying not less than 995 fineness of the brand or marking and from the licensed warehouse or vault indicated on each record in accordance with the terms of our contract sale to said clearing member at the delivery notice price established by the Clearing Association.</i>	
<i>Signed</i>	

Vadeli piyasada altın alan herhangi bir kişi satın aldığı altınları vade sonunda teslim almak istiyorsa, son bildirim gününe (*last notice day*) kadar benzer bir formu Takas Dairesi'ne sunmak zorundadır. Satıcı veya satıcılardan alınan altın teslimat makbuzları vadeli piyasadan altın satın alan kişiye verildiği anda, altın alan kişi *New York City Bank*'a ait çekle gerekli ödemeyi hemen yapmak zorundadır.

(25) The New York Commodity Exchange Inc., Gold Futures Contract Specifications And Delivery Rules.

Fiziksel teslim işlemine vadeli altın alışverişleri sırasında pek fazla rastlanmasa da, sistemin güvencesi ve teslimat mekanizmasının düzgün işlemesi için etkili bir teslimat mekanizmasının var olması gerekmektedir. Vadeli olarak alınan veya satılan malların teslim edilmesi veya teslim alınması sırasında, vadeli piyasada işlem yapan kullanıcıların çabaları boşa çıktığı anda, birbirine sıkı şekilde bağlı olan spot ve vadeli piyasa fiyatları arasında da karışıklıklar ortaya çıkacak ve vadeli altın kontratlarının ekonomik faydaları ortadan kalkacaktır.

4. VADELİ İŞLEMLERİN TERCİH NEDENİ

Alışverişe konu olan mal türü ne olursa olsun, vadeli işlemlerin esas amacı fiyat riskinin bir taraftan diğer bir tarafa transfer edilmesidir. Herhangi bir malın (*bu mal petrol, buğday veya altın olabilir*) üretim veya tüketimini gerçekleştiren taraflardan hiçbiri; siyasi ve ekonomik konjonktürde meydana gelen beklenmedik olayların borsalarda yaratacağı sarsıntıyı doğal olarak arzulamamaktadır. Fiyatların aniden yükselmesi veya aniden düşmesi taraflardan birini direkt olarak zararla karşı karşıya bırakabilmektedir.

Ani fiyat değişikliklerinden kaynaklanan riskleri asgari düzeyde tutmayı ve sorunlardan uzak kalmayı arzulayan piyasa katılımcıları, vadeli piyasalarda işlem yaparak bu gibi olumsuzlukları kısmen veya tamamen ortadan kaldırmaktadır. Bu şekilde, örneğin; herhangi bir petrol rafinerisi, gelecek altı ay içinde ham petrol fiyatlarında yaşanabilecek artış olasılıklarını ortadan kaldırmak için altı ay vadeli ham petrol kontratı satın alırken; petrol üreticisi bir ülke de, altı ay sonra yaşanabilecek fiyat düşüklüğünden kendini korumak için altı ay vadeli ham petrol kontratı satabilmektedir. Aynı şekilde örneğin; bilgisayar, dekoratif eşya veya mücevherat yapımı amacıyla altın talep eden kullanıcılar, altın fiyatlarının kısa vadede yükselişe geçeceği endişesiyle vadeli piyasada altın talep ederken, maden üreticisi şirketler de gelecek bir yıl içinde altın fiyatlarının düşeceğinden endişe ederek vadeli piyasada altın satabilmektedir. Bu amaçla yapılan vadeli alışveriş işleminde altın talep eden kullanıcılar, ileriki bir tarihte kendileri için maliyet artışına yol açabilecek böyle bir durumla karşı karşıya kalmamak için, örneğin; 360 dolar olan 1 yıl vadeli altın alış fiyatına razı olurken (*spot altın fiyatı 340 dolar iken*), maden üreticileri de ileriki bir tarihte kendileri için sorun yaratabilecek olası bir fiyat düşüklüğünden korunmak amacıyla 360 dolar olan 1 yıl vadeli altın satış fiyatına razı olabilmektedir. (26)

Dünya altın borsalarında yeni bir işlem seçeneği olarak ortaya çıkan, vadeli ve opsiyonlu altın işlemleri birçok kişi tarafından dikkate dahi alınmamaktadır. Gittikçe

(26) Robert Beale, "Trading in Gold Futures", Nichols Publishing Co., New York, 1985.

küreselleşen bir dünyada, ülkeler ve buna bağlı olarak insanlar arasındaki siyasal, sosyal, politik ve ekonomik ilişkiler hızla artmaktadır. Ülkelerin birçoğunda dış korumacılığa son verilmekte ve tüm dünyada liberal ekonomi rüzgârları esmektedir. Yatırım araçlarında tek düzelğin söz konusu olduğu 80'li yıllar sona ermiş, para ve sermaye piyasalarının ülke ekonomilerinin gelişimine sağladığı faydalar hızla anlaşılmaya başlamıştır. Aralarında komünizmin bayraktarlığını yapan eski Sovyetler Birliği'nin de bulunduğu Doğu Bloku ülkelerinin birçoğunda özelleştirme hareketleri başlamış, dış ticaret günlük yaşamın en önemli parçası haline gelmiştir.

Tasarruf sahipleri günümüzde artık sadece altın, döviz veya gayrimenkul gibi klasik yatırım araçlarına yönelmemekte, yatırım kararı alırken Hazine bonosundan devlet tahviline, hisse senedinden repo faizlerine hatta İnterbank faizlerine kadar birçok seçeneği dikkatle incelemektedir. Günümüz insanı, para ve sermaye piyasalarında gördüğü yüksek hareketliliğin aynısını altın piyasasında da görmek istemektedir. Vadeli altın işlemleri, bu şekilde düşünen kişiler için eşsiz özellikleri olan güzel bir yatırım aracı niteliğindedir. Vadeli altın işlemlerinin toplam dünya altın ticaretindeki payı acaba ne kadardır? Böyle bir soruyla karşılaşan kişiler, dünya borsalarında bir yıl içinde gerçekleşen 2600-2700 tonluk spot altın miktarını telâfuz etmeye dahi çoğu zaman çekinmekte ve vadeli altın işlemlerinin payını küçümsemektedirler. Üreticilerin, tüketicilerin, yatırımcıların ve spekülâtörlerin

ABD & TOKYO BORSALARINDA GERÇEKLEŞEN VADELİ (FUTURE) İŞLEM HACMİ

Yıllar	Comex (100 ons)	CME (100 ons)	CBOT (1 kg)	CBOT (100 ons)	Mid- America (100)	Mid- America (33.2 ons)	Tocom (1 kg)	Toplam Kontrat (1000)	Toplam Altın (Ton)
1982	12.289.448	1.533.466	0	19.515	0	383.499	87.773	14.314	43.538
1983	10.382.805	994.132	302.475	4.133	0	349.044	81.750	12.115	36.144
1984	9.115.504	8.841	302.717	0	19.173	41.690	275.621	9.764	29.061
1985	7.773.834	7	168.527	0	31.467	76	547.777	8.522	24.993
1986	8.400.175	0	124.546	0	21.111	0	1.030.438	9.576	27.348
1987	10.239.805	261.639	159.627	24.893	17.957	0	2.158.745	12.863	35.115
1988	9.496.402	137	103.335	84.965	14.652	0	2.038.380	11.738	31.989
1989	9.998.577	0	27.994	73.362	9.698	0	2.686.684	12.786	34.041
1990	9.730.041	0	36.649	7.814	15.084	0	6.873.294	16.663	37.245
1991	6.799.917	0	17.873	825	6.785	0	4.567.630	11.393	25.759

Kaynak; GFMS Ltd., GOLD 1992

ihtiyaçlarına tam olarak cevap verebilen vadeli altın işlemlerinin hacmi, spot piyasa işlemlerinin 15-20 katına ulaşmaktadır. 1982-1991 yılları arasında ABD ve Japon borsalarında gerçekleşen "vadeli altın işlemleri"nin miktarı incelendiğinde, dünya altın ticaretinin %95'lik bölümünün vadeli piyasalarda gerçekleştiği görülmektedir. (27)

Yukarıdaki tabloda da görüleceği gibi altın fiyatlarının hareketlenmeye başladığı ve beklentilerin arttığı dönemlerde, vadeli altın kontratlarının miktarında önemli bir artış göze çarpmaktadır. 1980 yılında 850 dolarlık tarihi fiyat zirvesini yaptıktan sonra hızla değer kaybetmeye başlayan altının bu düşüşü günümüzde de devam etmektedir. Uzun süreli düşüş trendine giren altın fiyatlarının teknik açıdan dönmesi gerektiğine inanan spekülâtörlerle 80'li yılların başında yüksek fiyattan altın alan yatırımcılar, ellerinde tuttıkları yüksek fiyatlı altının ortalamasını düşürmek amacıyla yeniden altın almaya başlamış ve bunun sonucunda, 1981-1982 yıllarında gerçekleşen vadeli işlem miktarında önceki yıllara göre önemli bir artış gözlenmiştir. Ancak, yatırımcıların beklentileri doğrultusunda gelişme göstermeyen altın fiyatları, sonraki yıllarda vadeli piyasaların işlem hacmi yönünden zayıflamasına neden olmuştur. (28)

1990 yılında patlak veren Körfez Krizi sırasında spot piyasadaki altın fiyatının 423.75 doları geçmemesi, bu metale büyük umutlar bağlayan altın yatırımcılarını gerçekten hayal kırıklığına uğratmıştır. Soğuk savaş yıllarının geride kaldığı, siyasi kutuplaşmaların sona erdiği günümüz dünyasında, altın için spekülasyon yolları gittikçe kapanmaktadır. Önümüzdeki yıllarda gerek spot gerekse vadeli altın fiyatlarının, siyasi ve politik etkenlerden çok sanayi ve mücevherat talebindeki artış veya azalışlara bağlı olarak şekilleneceği unutulmamalıdır.

Vadeli piyasalarda kişilerin fiyat riskine maruz kalmalarını azaltan ticari taraflara (*yanıt alıcı ve satıcılara*) "*hedgers*" denilmektedir. Altın fiyatının düşeceğinden endişe eden maden üreticisi şirketler; vadeli piyasada mal arz ederek gelecekteki satışlarını güvence altına almakta ve kur riskini ortadan kaldıran bir hedging işlemine girişmektedirler. Taraflardan birinin eksik olması vadeli piyasaların işleyişini engellemektedir. Bu durumda örneğin, vadeli piyasalarda nial arzını gerçekleştiren tarafların olmaması durumunda altın satın almak isteyen kişilerin talebi yanıtsız kalırken, vadeli piyasalarda alım yapan kişilerin bulunmaması durumunda ise altın satmak isteyen kişilerin çabaları yanıtsız kalacak ve her iki durumda da işlem gerçekleşmeyecektir.

(27) Gold Fields Mineral Services Ltd., "Gold 1992", London, May 1992, s.64

(28) Mehmet Hakan Sağlam, "Türkiye'de Altın", Finans Dünyası, Temmuz 1992, s.81

Vadeli piyasalarda işlem yapmak kişilere bazı avantajlar sağlamasına rağmen, alışveriş işlemlerinin doğasında varolan ticari riskleri hiç bir zaman ortadan kaldırmamaktadır. Her çeşit ticari faaliyette veya sağlam olarak nitelendirilen her türlü sözleşmede dahi belli bir risk unsuru mutlaka bulunmaktadır. Vadeli piyasada altın alan kişi vade tarihinin son gününe kadar, fiyat düşüklüğünden; altın satan kişi de fiyat yükselişinden kaynaklanan risk unsuru ile karşı karşıyadır. Bu fiyat riski, diğer tüm borsalarda olduğu gibi spekülâtörler tarafından karşılanmaktadır. Spekülâtörler en yalın şekilde, fiyatlardaki yükseliş veya düşüşlerden kazanç sağlamayı arzulayan kişilerdir.

Hedging işlemine giren kişilerden farklı olarak spekülâtörler, spot ve vadeli piyasaların her ikisinde değil genelde sadece vadeli piyasalarda alışveriş yapmaktadırlar. Vadeli piyasalarda işlem yapan piyasa katılımcıları; üreticiler, tüketiciler ve spekülâtörler şeklinde üçlü bir sınıflamaya tabi tutulmaktadır. Gelecekteki fiyat yükselişlerinden veya fiyat düşüklüklerinden korunmayı amaçlayan ve bir piyasada kaybettiklerini diğer bir piyasada kazanmayı arzulayan üretici ve tüketicilerin aksine spekülâtörler; piyasanın genel seyrine göre tahminlerde bulunmakta ve gelecekteki fiyat hareketlerinden en optimal şekilde yararlanmayı arzulamaktadırlar.

Spekülâtörlerin varlığı hiçbir piyasada hoş karşılanmamakla birlikte, vadeli piyasaların işleyişi açısından özel bir önem taşımaktadır. Üreticiler ve tüketiciler olarak isimlendirilen taraflardan birinin veya her ikisinin birden piyasa içinde yer almadığı dönemlerde piyasaların işleyişi sona ermemekte, bu önemli eksiklik spekülâtörler tarafından giderilmektedir. Vadeli piyasaların vazgeçilmez unsurlarından olan spekülâtörler, ani fiyat düşüşlerine ve ani fiyat yükselişlerine bir yönde set koymaktadırlar.

Vadeli piyasalarda işlem yaparak riskten korunmayı amaçlayan kişilerin talepleri büyük oranda spekülâtörler tarafından karşılanmaktadır. Örneğin, ham petrol fiyatlarının yakın gelecekte yükseleceğini tahmin eden ve gelecekteki üretimini garanti altına almak isteyen herhangi bir ham petrol rafinerisi, vadeli piyasadan 200.000 varillik (*yant 200 kontratlık*) bir alım sözleşmesi yapmak zorunda kalabilir. Spekülâtif ticaretin var olmadığı piyasalarda görece olarak vadeli bir piyasadan bahsetmek mümkün değildir. Spekülâtörlerin yokluğu piyasa likiditesini azaltmakta, piyasa katılımcılarından gelen arz ve talebin ya yeter derecede ya da hiç karşılanmamasına neden olmaktadır. Örneğin; spekülâtörlerin bulunmadığı petrol piyasasında, rafinerilerden gelen 200.000 varillik ham petrol taleplerinin karşılanmasına imkân bulunmamaktadır.

Spekülatörlerin işlevi bakımından dikkat edilmesi gereken bir diğer nokta, likiditenin yüksek olduğu ortamlarda sağlanan fiyat fleksibilitesidir. Spekülatörlerin varlığı, spot fiyatlar ile vadeli fiyatlar arasındaki fiyat farklılığını minimum seviyede tutmaktadır. Ancak şu da var ki, spekülatörlerin yokluğu herhangi bir piyasada işlem yapılmasına engel değildir. Sadece üreticilerin veya sadece tüketicilerin bulunduğu bir piyasada, gelecekteki fiyat yükselişlerinden korunmayı ve 200.000 varillik ham petrolü vadeli piyasadan temin etmeyi amaçlayan petrol rafinerisinin bu istemi herhangi bir şekilde mutlaka karşılanacaktır. Ancak böyle bir durum karşısında rafinerinin, vadeli olarak satın alacağı petrol kontratları için daha yüksek bir prim vermek zorunda kalacağı unutulmamalıdır.

Spekülatörlerin piyasalardaki rolü genelde yanlış anlaşılmakta, bu kişilerin; arz ve talep yapısı ile piyasanın genel işleyişini ve fiyat mekanizmasını çarpıttıkları, kendi istekleri doğrultusunda piyasayı idare ettikleri ve işlemlere hile karıştırdıkları ileri sürülmektedir. Bu iddiaların bazı doğru tarafları bulunmakla birlikte, parası olan her insanın günlük hayatta birtakım spekülasyonlara girdiğini de göz ardı etmemek gerekir.

Bu konuda spekülatörlerin savunması daha kabul edilebilir düzeydedir. Gerçekte, vadeli piyasalar spekülasyonu teşvik eder niteliktedir. Herhangi bir kontratın kesin başarısı için spekülasyona yönelik alışveriş ile hedging işlemine yönelik alışveriş işlemi arasında bir dengeye gereksinim duyulmaktadır. Spekülatif hareketlerin hedging işlemine yönelik hareketlerden daha büyük boyutlarda olması, vadeli piyasaların borsa dışındaki olaylardan çabucak etkilenmesine neden olmaktadır. Örneğin, Ağustos 1990'da Kuveyt'in Irak tarafından işgal edilmesi neticesinde, Ortadoğu ülkelerinin birçoğunu içine alabilecek ciddi bir savaş tehlikesi ortaya çıkmış, bunun üzerine gerek kıymetli metal borsalarındaki gerekse petrol piyasalarındaki vadeli işlem hacminde büyük bir artış gözlenmiştir. Vadeli piyasalarda gözlenen yüksek hareketlilik bazı kişiler tarafından *"istenmeyen geçici bir durum"* olarak nitelendirilirken, bazı kişiler tarafından da *"arz ve taleple ilgili tüm gerçekleri tam olarak yansıtan olağan bir durum"* şeklinde izah edilmektedir. Ancak şu bir gerçektir ki, vadeli piyasalar spot piyasalardan daha farklı özellikler göstermekte ve risk dereceleri birbirinden oldukça farklı çeşitli yatırım seçeneklerini kişilere sunmaktadırlar. Vadeli altın piyasalarında en belirgin ve açık strateji, aslında en yaygın olanıdır. Altın fiyatlarının tırmanışa geçeceğinin tahmin edilmesi durumunda mal almak, düşeceğinin tahmin edilmesi durumunda ise mal satmak bu piyasanın temel kuralıdır. Vadeli altın piyasalarında sadece altın fiyatlarına bakarak stratejiler saptanmamakta, altın dışındaki diğer yatırım araçları da göz önünde bulundurulurken gerekli fiyat kıyaslaması yapılmaktadır.

Bu stratejilerin birçoğu “*spread*” işlemlerinin kullanımı sırasında kendini göstermektedir. İki kontrat arasındaki fiyat farklılığının artacağı veya azalacağı beklentisiyle, herhangi bir vadeli kontratın başka bir vadeli kontrata karşılık alınıp satıldığı ticari işleme “*spread*” denilmektedir. (29)

Spread işlemleri sayesinde vadeli altın kontratları; gümüş ve platin gibi diğer kıymetli metal kontratlarına karşı alınıp satılabilmektedir. Buna ek olarak, teslimat tarihleri farklı olan vadeli altın kontratları arasında da spread işlemi yapılabilmektedir. Altın piyasasında, spread işlemi en fazla gümüş ve platin gibi kıymetli metalleri kapsar şekilde yapılmaktadır. Genellikle, kıymetli metallerin fiyatları aynı yönde hareket etmektedir. Altın fiyatının yükselmesi gümüş ve platin fiyatları üzerinde aynı tür etki yaratırken, gümüş fiyatının aniden düşmesi altın ve platin fiyatının da değer kaybetmesine neden olabilmektedir. Kıymetli metaller genelde aynı yönde hareket ettikleri halde, birbirleri arasındaki hareket hızı piyasa şartlarına bağlı olarak sıkça değişmektedir. Tipik bir spread işleminde kişiler, örneğin, iki metal arasındaki fiyat farklılığının azalacağını tahmin ederek vadeli piyasada altın kontratı satın alırken, platin kontratı satabilmektedir.

Birbirinden farklı dövizler ve diğer para piyasası araçları kullanılarak, daha karmaşık altın spreadleri yapılabilmektedir. Altın ve platin kontratlarını kullanarak standart bir spread işlemine girişen tüccarın doğru tahmin yaptığını ve altın fiyatı yükselirken, platin fiyatının düştüğünü farzedelim. Bu durumda vadeli piyasadan düşük fiyata aldığı altın kontratını daha yüksek fiyata satan tüccar, vadeli piyasada yüksek fiyata satmış olduğu platin kontratını daha düşük fiyattan satın alarak açık durumdaki platin ve altın pozisyonlarını kapatmakta ve iki kontrat arasındaki spreadin genişlemesinden dolayı hiç de küçümsenmeyecek bir spread kazancı elde edebilmektedir.

Daha önce de belirtildiği gibi, vadeli piyasalarda yapılan alışveriş işlemlerinden kesin şekilde para kazanılacak diye bir güvence bulunmamaktadır. İki kontrat arasındaki fiyat farklılığının genişleyeceğini düşünerek spread işlemine girişen kişilerin tahminlerinin tutmaması ve altın fiyatı düşerken platin fiyatının yükselmesi durumunda, bu kişiler kâr yerine zararla karşılaşabilmektedir. Vadeli altın işlemleri bu haliyle, gerek spekülâtorler gerekse spread ve hedging işlemini uygulayan diğer piyasa katılımcıları açısından çok esnek bir piyasa aracı niteliğindedir.

(29) Marcia Stigum, “The Money Market”, 3rd. Edition, Dow Jones IRWIN, Homewood, Illinois, 1990, s.1231-1232

BÖLÜM III



PIYASA BİLEŞENLERİ

Bir önceki bölümde vadeli altın kontratlarının temel özellikleri anlatılmış, vadeli altın borsalarının açılmasına neden olan olaylar üzerinde durulmuş ancak, vadeli altın kontratları, borsalar, takas daireleri, piyasa katılımcıları, tüccarlar, komisyoncular ve piyasa düzenleyicilerinden bahsedilmemişti. Bu bölümde, herhangi bir altın borsasının var olması ve hatasız olarak işleyebilmesi için gerekli olan tüm unsurların bir araya nasıl geldikleri ve koordineli olarak nasıl çalıştıkları ele alınmaktadır.

1. BORSALAR

En basit şekilde, herhangi bir malın vadeli olarak alınıp satıldığı ortama "*vadeli mal borsası*" denilmektedir. Borsaların temel işlevi alışveriş işlemlerinin kolaylaştırılmasıdır. Bu işlevin yerine getirilmesini, alışveriş işlemlerinden kaynaklanan anlaşmazlıkların giderilmesini, ticaretin eşit şartlarda yapılmasını ve güvence altına alınmasını sağlamak amacıyla borsa yönetimleri bazı kurallar koyup uygulamaktadır. Borsalar tüm bunlara ek olarak; yatırımcı ve spekülâtörlerin yaptıkları alışveriş işlemlerinde hata yapmalarını önlemek ve doğru karar alabilmelerini sağlamak amacıyla; fiyat, işlem hacmi ve faiz oranları gibi önemli bazı kriterleri düzenli olarak duyurmaktadırlar.

İşleyiş yönünden serbest piyasa ekonomisinin en güzel örneğini kısmen de olsa borsa seans salonlarında görebilmek mümkündür. Seans salonlarında herkes eşit haklara sahiptir. Hiç kimsenin birbirinden üstün tarafı yoktur. Tek bir kişinin fiyatı düşürmesine veya tek bir kişinin fiyatı yükseltmesine imkân bulunmamaktadır. Fiyatların suni şekilde yükseltilmesi veya düşürülmesi serbest piyasa koşulları doğrultusunda kısa sürede dengelenmektedir. Yeterli derinliğe sahip mal borsalarında kişilerin herhangi bir mal üzerinde spekülasyona girmesi mümkün değildir. Tam rekabet şartlarının söz konusu olduğu piyasalarda tüm katılımcılar piyasa içinde eşit bilgilere sahip olup, en düşük fiyattan mal almak ve en yüksek fiyattan mal satmak için mücadele etmektedir. Arz veya talepte meydana gelen değişiklikler yeni fiyat oluşumlarına olanak tanırken, oluşan yeni fiyatlar o fiyatlardan mal almaya veya mal satmaya razı olan kişileri de borsaya çekmektedir.

Borsaların varolması ve işleyebilmesi için öncelikle borsa üyelerinin bulunması gerekmektedir. Borsaya üye olmak için, o üyenin borsada bir yer satın alması

gerekmektedir. Yer fiyatları arz ve talebe göre belirlenmektedir. Piyasaların hareketli olduğu ve fiyatların yükselmeye başladığı dönemlerde yer fiyatları artarken, piyasaların durgunluk içinde olduğu dönemlerde değer kaybetmektedir.

Borsa üyesi olmak için başvuruda bulunan kişi veya kuruluşun, borsa tarafından belirlenen bazı şartları ve finansal yükümlülükleri yerine getirmesi gerekmektedir. Bu yükümlülüklerin başında da, herhangi bir borsaya üye olmak isteyen kişi veya kuruluşun belli bir kazançta sahip olması gerekmektedir. Borsada yer satın alan kişinin yıllık gelirinin, satın aldığı yerin fiyatından daha yüksek olması gerekmektedir. Ancak üyeliğe kabul edilmek, o üyenin işlem yapabilmesine imkân tanımamaktadır. Borsa üyesinin, seans salonunda işlem yapabilmesi için takas şirketinde de hesap açtırması gerekmektedir.

Borsa seans salonuna aracı kurumlar yanında gerekli şartları yerine getiren şahıslar da girebilmektedir. Borsa yönetimlerince şahıslara tanınan "borsa üyesi" olabilme hakkı, bu kişilere herhangi bir aracıya gerek duyulmaksızın seans içinde direkt olarak alışveriş yapma imkânı sağlamaktadır. Böyle bir hakka sahip olan kişiler, aracı kurumlara ödedikleri komisyon masraflarından kurtuldukları gibi, en iyi fiyatlardan alım ve satım yapabileme imkânına da (*bid/ask price*) sahip olmaktadır. Future piyasalarda genelde alış ve satış fiyatları arasında tek basamaklık (*örneğin, 350.10 dolar alış, 350.20 dolar satış*) fiyat farklılığı bulunmaktadır.

Borsa üyesi olmayan kişiler alışveriş işlemlerini herhangi bir aracı kurum vasıtasıyla gerçekleştirmek zorundadır. Bu kişiler mal almak istediklerinde genelde daha yüksek, mal satmak istediklerinde ise daha düşük fiyatlarla karşılaşmakta ve yaptıkları alışveriş işlemlerinden pek memnun kalmamaktadırlar.

Seans salonunda bulunan üyeler, müşteri emirlerinden önce kendi işlemlerini gerçekleştirmekte ve en iyi satış fiyatları ile en iyi alış fiyatlarını büyük bir dikkatle izleyip en uygun şekilde değerlendirmektedirler. Borsa üyesi olarak seansı takip eden bu kişiler, tek basamaklık fiyat farklılıklarını tüm seans süresince izleyerek birkaç defa alım satım yapmakta ve oldukça iyi bir gelir elde etmektedirler. Örneğin; ons fiyatının 350.10/350.20 dolar olduğu herhangi bir anda 350.20 dolara altın satın alan bir kişi, 15 dakika sonra fiyatın 350.30/350.40 dolara yükselmesi durumunda satın aldığı altınları 350.30 dolarla en iyi alış teklifi veren kişiye satmakta ve ons başına 10 sent para kazanmaktadır. Borsa üyesi olan kişinin, aldığı malı çok az bir kazançla başka bir kişiye satmasına "*scalping*" denilmektedir. (30)

(30) Marcia Stigum, "The Money Market", 3rd. Edition, Dow Jones IRWIN, Homewood, Illinois, 1990, s.1230

Borsalara; aracı kurumların ve kişilerin yanısıra ticari şirketler de üye olabilmektedir. Yüksek işlem hacmi sergileyen, bundan dolayı oldukça yüksek bir komisyon ödeme durumuyla karşı karşıya olan ve müşterilerine daha iyi fiyatlarla hizmet sunmayı amaçlayan ticari şirketler borsaya üye olmak için başvurabilmektedir. Diğer üyelere olduğu gibi şirket üyeliklerinde de, verilen izin o şirketin herhangi bir brokera başvurmaksızın seans salonuna girip alışveriş yapabilmesine, daha iyi yatırım kararları alabilmesine ve hiç olmazsa "scalping" işlemi yapabilmesine imkân tanımaktadır.

Borsalar üyeleri tarafından kontrol edilmektedir. Borsaların yönetimiyle ilgilenmek üzere borsa üyesi olan ve borsa üyesi olmayan bazı kişilerin bir araya gelmesi sonucunda bir yönetim kurulu oluşturulmaktadır. Yönetim Kurulu içinde yer alan ve "borsa üyesi olmayan" kişiler, endüstriyel mal üretiminde belli bir işlem hacmine ve kapasiteye sahip kişilerden oluşmaktadır. Herhangi bir şirket nasıl yönetiliyorsa borsalar da aynı şekilde yönetilmektedir. Yönetim Kurulu; borsanın düzenli şekilde işlemlerini sağlamak amacıyla gerekli tüm kararları alabilmekte, aksaklıkları gidermekte ve borsanın gelişmesi için yeni projeler üretmektedir.

Ancak, borsa ile ilgili oldukça önemli kararların alınması durumunda yönetim kurullarına bazı sınırlamalar konulmuş ve bu tip kararların üyelere onaylanması istenmiştir. Yönetim Kurulu; borsanın günlük çalışmalarını ve işleyişini yürütecek herhangi bir kişiyi kendi içinden başkan seçmektedir. Başkan; borsa üyelerinin çalışmalarını izlemek, piyasalar hakkındaki istatistiki bilgileri toplamak ve dağıtmak, yeni kontratlar ve yeni iş imkânları geliştirmek, borsayı tanıtmak, basını ve diğer ilgili tarafları borsalar ve piyasalar hakkında bilgilendirmek amacıyla borsa içinde bölümler oluşturmakta ve personel seçimini yapmaktadır.

Borsa üyeleri tarafından yürütülen komiteler, borsaları kuvvetli şekilde etkilemektedir. Seans içi piyasa kurallarının belirlenmesinden yeni altın kontratlarının oluşturulmasına değin, borsaların çalışmalarını her yönüyle denetleyen ve amaçları birbirinden oldukça farklı olan komiteler bulunmaktadır. Bunun yanında borsaların birçoğunda her ana ürün kategorisinin (örneğin; kıymetli metaller ve dövizler gibi) ilgili birer komitesi bulunmaktadır.

2. TAKAS DAİRELERİ

Herhangi bir mal borsasının en önemli unsuru hiç şüphesiz takas dairesidir. Takas dairesi; borsaların ve finansal işlemlerin bütünlüğünü garanti altına almakta, bu işlemlerden kaynaklanan para ve mal akımlarını kontrol altında tutmakta ve gerektiği durumlarda mal teslimatlarını denetlemektedir. Takas dairesi olmaksızın vadeli altın işlemlerini gerçekleştirmek mümkün değildir.

Takas dairesinin en önemli görevi, yatırımcılar ve spekülâtörler tarafından girilen tüm açık pozisyonlarda (*vadeli alış veya satış işlemlerinde*) karşı tarafın çıkarlarını korumak ve garanti altına almaktır. Vadeli işlem piyasalarında alışveriş yapan veya yapmak isteyen taraflar, alım veya satım işleminden kaynaklanan ana yükümlülüklerin taraflarca yerine getirileceğini veya getirilmeyeceğini düşünmemektedir. Çünkü, bu piyasalarda alışveriş işlemi yapan kişiler borsayı ve buna bağlı olarak takas dairesini kendilerine karşı sorumlu görmektedirler. Vadeli altın piyasasında işlem yapan kişiler aslında birbirlerine karşı değil, takas dairesine karşı yükümlülük altına girmişlerdir. Vadeli piyasada altın alımı yapan kişi vade tarihi geldiğinde satın aldığı altınların parasını ödemek, altın satışı yapan kişi de satmış olduğu altınları takas dairesine teslim etmek zorundadır. (Vade bitiminden önce pozisyon kapatılmamışsa).

Vadeli piyasada alışveriş yapan kişilerin esas amacı yaptıkları işlemlerden para kazanmaktır. Vadeli fiyatın, vade tarihinde değişmemesi durumunda taraflardan hiçbiri zarar etmemekte, yükselmesi veya düşmesi durumunda ise taraflardan biri zarar ederken diğeri kâr elde etmektedir. Ancak, vadeli altın fiyatı ile spot altın fiyatı arasında piyasa faiz haddi kadar fark bulunmaktadır.

Herhangi bir altın kontratında vade sonu yaklaştıkça, vadeli altın kontratının fiyatı spot altın fiyatına doğru yaklaşmakta ve son gün birbirine eşitlenmektedir. Örneğin, spot ve vadeli altın kontratları arasındaki farkın 3.00 dolar olduğunu, vadeli altın kontratının son gününde spot altın fiyatının 3.00 dolar yükseldiğini ve vadeli kontrat fiyatının ilk baştaki duruma göre temelde bir değişiklik göstermediğini farzedelim. Bu durumda, Nisan ayı sonuna vadeli altın kontratı satan tüccar ile vadeli altın kontratı satın alan tüccarın durumu, fiyat değişikliklerine bağlı olarak aşağıdaki şekilde olacaktır :

a) Spot altın fiyatının aradaki fark kadar yükselmesi ve vadeli kontrat fiyatının değişmemesi durumunda taraflardan hiç birisi zarar etmemekte,

b) Spot altın fiyatının yükselmemesi ve vadeli kontrat fiyatının 3.00\$ değer kaybederek spot piyasa fiyatına yaklaşması durumunda; vadeli piyasada altın alan kişi zarar ederken, altın satan kişi para kazanmakta,

c) Spot altın fiyatının 3.00 dolardan daha fazla miktarda artış kaydetmesi ve vadeli kontrat fiyatının eski fiyatın da üstüne çıkması durumunda; altın satan kişi zarar ederken, altın alan kişi kâr elde etmektedir.

Takas dairelerinin önemi, yapılan alışveriş işlemine bağlı olarak vade sonunda anlaşılmaktadır. Para kazanan kişiler kazandıkları parayı takas dairesinden alırken, zarar eden kişiler kaybettikleri parayı takas dairesine ödemekte, altın teslimat makbuzlarını veya varsa fiziksel altınlarını teslim etmektedirler. Aslında, alışveriş yapan kişiler, takas dairesinde bulundurdıkları teminat oranına bağlı olarak kontrat bitiminde kârlarını veya zararlarını sıfırlamamaktadır. Çünkü, taraflardan her ikisinin de takas dairesinde belli bir teminatı bulunmaktadır. Kâr eden kişinin hesabına takas dairesince alacak kaydedilirken, zarar eden kişinin hesabına borç kaydedilmektedir.

Takas dairesi, şahıslar ve şirketler arasındaki işlemlerden kaynaklanan kredi riskini ortadan kaldırmakta, yapılan alışveriş işlemi garanti altına almaktadır. Taraflardan herhangi birinin yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda, karşı tarafın sözleşmesi iptal edilmemektedir. Örneğin, vadeli piyasada onsu 350 dolardan 100 kontrat altın satan herhangi bir kişinin, fiyatların aşırı derecede yükselmesinden dolayı yükümlülüğünü yerine getiremediğini düşünelim. Bu durumda, gelecekteki bir tarihte fiyatların yükseleceğini tahmin ederek onsu 350 dolardan 100 kontrat altın alan kişinin işlemi iptal edilmemektedir. Zarar eden kişinin zararlarını karşılayamaması durumunda, her iki tarafın da ortak muhatabı olan takas dairesi, bu işlemin karşı tarafında yer alan ve para kazanan kişinin kârını ödemektedir. Kişiler şahıslara karşı sorumlu değil, takas dairesine karşı sorumludurlar. Yatırımcıları ve spekülörleri para ve sermaye piyasalarına çeken etkenlerin başında, takas dairelerinin sağladığı bu garanti gelmektedir. Özellikle açığa alım/satım işlemlerinin yapıldığı vadeli piyasalarda bu tür garantilerin var olmaması durumunda, ticari faaliyetlerin büyük bir risk altına gireceği tartışma götürmez bir gerçektir..

Takas dairesinin kişilere sunduğu bu garanti, vadeli piyasada alışveriş yapan bir kişinin açık olan pozisyonunu istediği zaman kapatabilmesine ve ilk yaptığı işin tam tersini bir başka tüccarla dengeleyebilmesine imkân tanımaktadır. Takas dairelerinin kişilere sağladığı bu garanti olmasaydı, vadeli piyasada alışveriş yapan kişilerin açık olan pozisyonlarını kapatabilmek için, alışveriş yaptıkları ilk kişiyle daha önceden yaptıkları işlemin tam tersini yapmaktan başka çareleri kalmayacaktı. Yani, vadeli olarak bir tüccara 100 ons altın satan kişi, bu pozisyonunu yine aynı tüccardan 100 ons altın alarak kapatabilecekti. Yukarıda izah etmeye çalıştığımız bu olay, takas dairesinin en önemli faydalarından birisi olarak karşımıza çıkmakta ve vadeli piyasada alışveriş yapan kişilerin açık olan pozisyonlarını herhangi bir kişi ile rahatlıkla kapatabilmesine veya dengeleyebilmesine imkân tanımaktadır.

Herhangi bir mal borsasında bulunan takas dairesine üye olabilmenin ilk şartı o borsanın kayıtlı üyesi olmaktır. Ancak genelde, borsa üyelerinin birçoğu takas dairesine üye değildir. Takas dairesine üye olmayan borsa üyelerince (örneğin;

btreyse spekülâtörler) gerçekleştirilen alış ve satış işlemlerinin takası, takas dairesine üye olan kişiler tarafından yürütölmektedir. Takas üyeleri kendi işlemlerinin takasını direkt olarak yapabildikleri için, takas üyesi olmayan aracılara karşın daha avantajlı olmaktadırlar. Sonuç olarak vadeli işlem yapan herkes direkt veya endirekt olarak (*btir komitsyoncu vasıtasıyla*) herhangi bir takas üyesine bağımlı bulunmaktadır.

Vadeli işlemlerin bütönlüğünü garanti altına alan bir diğere olay, takas üyelerince yapılan takas denkleştirme hesaplarıdır. Takas üyeleri para kazanan müşterilerin hesaplarını alacaklandırırken, para kaybeden müşterilerin hesabını borçlandırmaktadır. Ancak şü da var ki, herhangi bir takas üyesinin finansal güçlüklerle karşılaşması durumunda, o şirket tarafından müşterileri adına düzenlenen tüm alış/satış kontratları takas dairesinin garantisi altında bulunmaktadır. Bu gibi durumlarda takas üyeleri, iflas eden üyenin zararlarını karşılamak amacıyla kendi aralarında para toplamaktadır. Bu şekilde, iflas eden takas üyesinin finansal sorunları çözümlenmese de, takas dairesinin dürüstlüğü ve güvenilirliği korunmuş olmaktadır.

3. TEMİNAT ORANLARI

Vadeli bir alışveriş işlemine taraf olan kişilerin, piyasaların çeşit ve özelliğine bağılı olarak yaptıkları veya yapacakları işlemler için belli bir teminat yatırması gerekmektedir. Birçok durumda, vadeli piyasa katılımcılarının işlem yapabilmeleri için toplam kontrat tutarının %5'i ile %15'i arasında ödeme yapmaları gerekmektedir. Menkul kıymet borsalarında ise riskin yüksek olmasından dolayı, satın alınan menkul kıymet toplamının %40'ına varan oranlarda teminat yatırılması gerekmektedir.

Teminat oranları, spekülâtörlerin vadeli piyasalarda işlem yapmasını sağlamak amacıyla özellikle düşük tutulmaktadır. Herhangi bir vadeli kontratın, o piyasada işlem gerçekleştiren kişilere fayda sağlayabilmesi; işlem hacminin bu kişilerin ihtiyaçlarına cevap verebilecek seviyede yüksek ve düzenli olabilmesiyle mümkündür.

Düşük teminat oranları spekülâtörlerin ve hedging işlemine girişen kişilerin piyasaya katılımlarını kolaylaştırdığı için, bu amaca ulaşmada temel etken olarak kabul edilmektedir. Bilindiğı üzere teminat oranı; piyasaların içinde bulunduğu şartlara bağılı olarak borsa yönetimlerince sık sık değiştirilmektedir.

Teminat sisteminin uygulanmadığı herhangi bir piyasada yapılan vadeli alışveriş işleminin finansal gereksinimlerini düşönelim. Ons başına altın fiyatı 360\$ iken, herhangi bir kişinin 100 ons (*yant 1 Comex kontratı*) altın satın aldığı farzedelim.

Vadeli işlemlerde teminat sistemi var olmasaydı (*ki bu durumda yapılan işlem zaten vadeli işlem olmayacaktı*), satın alınan bir kontrat altın için tüccar tarafından 36.000\$ ödenmesi gerekecekti. Eğer tüccar, vadeli altın kontratından 10 adet almak isteseydi bu durumda komisyoncusuna ödemesi gereken miktar 360.000 dolara yükselecek ve yapılan vadeli işlemin finansal yönden kişiye hiçbir avantajı olmayacaktı. Bunun aksine, örneğin, kontrat başına 3.000\$ teminat ödenerek vadeli bir işleme girilebilmesi durumunda ise, satın alınması düşünülen 10 kontrat altın için kişinin 30.000\$ ödemesi yeterli olabilmektedir. Bu sistemde; 30.000\$ teminat yatıran kişi 360.000\$ değerindeki altını kontrol altında tutabilmektedir. Teminat sisteminin uygulanmadığı bir piyasada sahip olduğu 360.000\$ ile sadece 10 kontrat altın alabilen kişi, teminat sisteminin uygulandığı ticari bir ortamda 120 kontrat altın alabilmekte, daha doğru bir ifade ile 120 kontrat altını kontrol altında tutabilmektedir.

Teminat oranları, işlem yapılan vadeli piyasaların borsa yönetimlerince belirlenmektedir. Bu oranın belirlenmesi sırasında, o borsadaki mal alım satımlarında uygulanan maksimum fiyat artış veya azalış limitleri göz önünde tutulmaktadır. Ani ve yüksek oranlı fiyat değişikliklerinin yaşandığı veya beklendiği dönemlerde, günlük fiyat marjlarının aşılabileceğinden endişe eden borsa yönetimleri teminat oranlarını yükseltme yoluna gidebilmektedir. Piyasaların normal seyir takip ettiği günlerde bir kontrat altın için 2-3.000\$ teminat isteyen borsalar, piyasaların dengesiz ve riskli olduğu günlerde teminat miktarını kontrat başına 4-5.000 dolara kadar yükseltebilmektedir. Piyasaların durgunluk içinde bulunduğu ve fiyatların pek fazla değişmediği günlerde ise yukarıdaki durumun tam tersi sözkonusu olmakta ve teminat oranlarının düşürülmesi yoluna gidilmektedir. (31)

Vadeli altın işlemlerine uygulanan teminat oranları ile hisse senetlerine uygulanan teminat oranları arasında büyük farklılıklar bulunmaktadır. Gerekli olan teminat miktarını yatırarak hisse senedi satın alan herhangi bir yatırımcı aslında, bu hisse senetlerini spot piyasadaki borçlanarak satın almış olmaktadır. Bunun aksine, herhangi bir vadeli kontratı alan veya satan yatırımcı aslında, herhangi bir malın alım satımını yapmamakta, sadece gelecek bir tarihte o malı alma veya satma yükümlülüğü altına girmektedir. Hisse senedi piyasasındaki teminat oranlarından farklı olarak, vadeli işlemlerde borçlanma söz konusu değildir. Vadeli piyasalarda uygulanan teminat oranı aslında, yükümlülüklerini yerine getirmeyen tüccarlara karşı alınan bir önlem niteliğindedir.

(31) Credit Suisse, "GOLD", Switzerland, June 1983, s.78

Vadeli piyasalarda alışveriş yapmak isteyen herkes yapılan ve yapılacak alışveriş işlemlerine ait teminat miktarını işlem yaptıkları takas üyesine yatırmak zorundadır. Takas üyeleri tarafından toplanan bu teminatlar borsa takas dairesince saklanmakta ve vadeli pozisyonun alacağı şekle göre artmakta veya azalmaktadır. Takas dairesine üye olan kişiler ve borsa komisyoncuları gerektiği takdirde, borsa yönetimlerince belirlenen teminat oranından daha yüksek bir miktarı müşterilerinden talep edebilme hakkına sahiptir. Ancak, borsa komisyoncuları ile takas üyelerinin, borsa yönetimlerince belirlenen teminat miktarından daha düşük bir miktarı müşterilerinden tahsil etmelerine hiçbir şekilde izin verilmemektedir.

4. TAKAS DENKLEŞTİRME HESAPLARI

Borsa takas dairesince vadeli alışveriş işlemlerinden kaynaklanan kazanç ve kayıplar her iş günü sonunda hesap edilmekte ve taraflara bildirilmektedir. Takas denkleştirme hesapları olarak isimlendirilen bu işlem sırasında; alışveriş işleminden para kazanan kişilerin hesabına takas dairesi tarafından alacak kaydedilirken, zarar eden kişilerin hesabına borç kaydedilmektedir. Vadeli piyasalarda yaşanan fiyat değişiklikleri hangi yönde olursa olsun, takas dairesindeki hesaplamalar o iş günü sonunda hiçbir şekilde açık vermemektedir. Çünkü, takas dairesinden para çıkışına yol açan ve kârla sonuçlanan herhangi bir alışveriş işleminin karşı tarafında bulunan bir diğer kişi hiç şüphesiz para kaybetmektedir. Kazanan her bir kişiye karşılık kaybeden bir tarafın mutlaka var olması, vadeli piyasaların temel özelliğini oluşturmaktadır.

Vadeli piyasalarda işlem yapan kişileri en fazla korkutan olay, takas denkleştirme hesapları sonucunda "*yent teminat*" talebinin gündeme gelmesidir. Teminat olarak yatırılan paranın belli bir limitin altına düşmesiyle birlikte, güncel teminat miktarı ile eski teminat miktarı arasındaki farkın, en kısa zamanda takas dairesine yatırılması gerekmektedir. Ek fon ihtiyacı yaratan böyle bir durum, nakit pozisyonu pek güçlü olmayan veya elindeki paranın tümünü teminat olarak yatıran bazı kişileri zaman zaman sıkıntıya sokabilmektedir. Güncel fiyat ile eski fiyat arasındaki teminat farkının belirlenen süre içinde yatırılmaması durumunda, takas dairesine üye olan kişiler ile borsa komisyoncularının bu tür vadeli pozisyonları tasfiye etme hakkı bulunmaktadır.

Düşük teminat oranları ve takas dairesi tarafından her iş günü sonunda yapılan takas denkleştirme hesapları, vadeli piyasa işlemlerinin tehlikelerle dolu olduğu izlenimini yaratmaktadır. Aslında, vadeli piyasa fiyatlarında pek yüksek bir hareketlilik söz konusu değildir. Ancak, vadeli işlemler düşük bir teminat

karşılığında büyük miktardaki bir malın kontrol altında tutulabilmesine imkân tanıdığı için, kısa zamanda büyük kazanç veya kayıplara neden olabilmektedir.

5. SEANS İÇİ KATILIMCILAR

İster resmi olsun ister gayri resmi, alışveriş işlemine konu olan her malın belirli bir pazarı bulunmaktadır. Alınan ve satılan malların tür ve özelliklerine göre değişik yerlerde bir araya gelen insanlar, kendi şartlarına en uygun vade ve koşullarla alışveriş yapmayı amaçlamaktadır. Bazı insanlar spot piyasada alışveriş yapmayı tercih ederken, bazıları vadeli, bazıları da opsiyonlu piyasaları tercih edebilmektedir. Belli bir olgunluk düzeyine ulaşmış olan ABD, Avrupa ve Uzakdoğu borsalarında yatırımcı ve spekülâtlere çok çeşitli yatırım seçenekleri sunulmakta, alışveriş işlemlerinin tam bir serbesti içinde yürütülmesini sağlamak amacıyla gerek borsa yönetimleri gerekse yetkili makamlarca özel bir çaba sarfedilmektedir.

Bilindiği üzere arz ve talebin dengeye geldiği, mal ve para değişimlerinin yapıldığı ticari sahalara "borsa" denilmektedir. Hiç şüphesiz dünya ekonomisinin kalbi borsalarda atmaktadır. Birkaç saniye içinde milyarlarca doların el değiştirdiği uluslararası borsalarda, seans salonuna akan binlerce hatta milyonlarca alış ve satış emrinin kısa bir zaman süresi içerisinde en az hatayla yerine getirilmesi, alışveriş işlemlerine aracılık eden kişi ve kuruluşlar açısından büyük bir beceri gerektirmektedir.

Her borsanın kendine has kuralları bulunmakla birlikte, müşteri emirlerinin borsa seans salonuna ulaştırılması için genelde hep aynı yol takip edilmektedir. İş yaptığı aracı kurum veya brokera telefon açarak alacağı veya satacağı mallarla ilgili gerekli talimatları veren müşterinin bu emri, borsa seans salonunda bulunan brokera en kısa zamanda iletilmektedir.

Kendisi ve başkası hesabına alışveriş yapan seans içi katılımcılar; borsa üyelerinden, üye temsilcilerinden ve daha küçük boyutlu diğer borsa üyelerinden oluşmaktadır. Üyeler, telefonla gelen alış veya satış emirleri doğrultusunda, kendileri veya müşterileri hesabına alışveriş yapacakları vakit, alacakları veya satacakları malın fiyat ve miktarını el hareketleriyle diğer üyelere duyurmaktadırlar. Herhangi bir tüccar tarafından yapılan satış veya alış teklifinin başka bir tüccar tarafından kabul edilmesi durumunda teklifi kabul eden tüccar da aynı tür işaretler kullanarak alım veya satım yaptığını karşı tarafa bildirmektedir. Örneğin; parmakların hepsi açık durumda iken sağ elin havaya kaldırılması ve avuç içinin gösterilmesi başka bir kişi tarafından satışa sunulan malın satın alındığını, sağ el yine aynı durumda iken bu

kez avuç içinin değil de elin yüz tarafının gösterilmesi mal almak isteyen kişiye satışın yapıldığını ifade etmektedir. Bundan başka; sağ elin yumruk şeklinde alıcılara ve satıcılara gösterilmesi fiyatın tam fiyat olduğunu; başparmak haricindeki dört parmağın birbirine bitişik olarak gösterilmesi fiyatın 3/4 sent olduğunu (*örneğin; 350.75\$*); başparmak haricindeki dört parmağın birbirinden ayrı olarak gösterilmesi fiyatın 2/4 sent olduğunu (*örneğin; 350.50\$*); son olarakta işaret parmağı ile orta parmağın V harfi şeklinde gösterilmesi fiyatın 1/4 sent (*örneğin; 350.25\$*) olduğunu ifade etmektedir.

Seans içi katılımcılardan bazıları sadece müşteri emirlerini karşılayıp komisyon geliri ile yetinirken; bazıları, kendi hesaplarına alışveriş yapıp scalping işleminden kâr elde etmeyi; diğer bazı seans içi katılımcılar da o malın fiyat salınımlarından kazanç sağlamayı amaçlamaktadır.

6. BORSA DIŞI KATILIMCILAR

a) Borsa Komisyoncuları ve Tanıtırıcı Brokerlar

Borsa dışında bulunan kişilerin vadeli piyasalarda yapacakları alışveriş işlemlerine aracılık eden, seans salonu ile bağlantı kurmalarına yardımcı olan kişi ve kuruluşlara "*borsa komisyoncusu*" denilmektedir. Borsa komisyoncuları ile tanıtırıcı brokerlar arasında bazı farklılıklar göze çarpmaktadır. Müşterilerine ait alış ve satış emirlerini, borsada işlem yapmaya yetkili olan aracı kurumlar üzerinden geçirerek yerine getiren "*tanıtırıcı brokerlar,*" müşterilerinden ticari amaçla fon kabul eden borsa komisyoncularının aksine, ticari amaçla fon kabul edememektedir. Bu durumda tanıtırıcı broker tarafından alınan komisyonun belli bir kısmı, işlemi gerçekleştiren aracı kuruma verilmektedir. Borsa komisyoncuları ile tanıtırıcı brokerlar diğer birçok açıdan birbirlerine benzemektedir. (32)

Oldukça büyük boyutlardaki uluslararası şirketlerden, kişisel olarak çalışan seans içi katılımcılara kadar değişik şekil ve büyüklükteki borsa komisyoncularına rastlamak mümkündür. Bu komisyoncular sundukları hizmete ve işlem yaptıkları borsa türüne bağlı olarak farklılıklar göstermekte, mecbur olmamakla birlikte istedikleri takdirde takas dairesine üye olabilmektedirler.

(32) Kevin Connors, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.29

Borsa komisyoncuları ile tanıştırıcı brokerlar arasındaki en önemli farklılık; borsa komisyoncularının müşterilerine sundukları araştırma ve ticari danışmanlık hizmetleridir. Örneğin, "discount broker" olarak isimlendirilen ve eksik hizmet veren brokerlar, araştırma ve öneri yapmaktan kaçınıp sadece müşteri emirlerini yerine getirirken, "full-service broker" olarak isimlendirilen ve müşterilerine her türlü hizmeti veren brokerlar, piyasa ile ilgili çeşitli araştırma ve önerileri müşterilerine sunmakta, ticari danışmanlık hizmeti vermekte ve alım satım işlemlerine aracılık etmektedirler. Bu farklılığın doğal bir sonucu olarak tam hizmet veren brokerlar, eksik hizmet veren brokerlara göre daha yüksek komisyon talep etmektedirler.

b) Ticari Danışmanlar

Yatırım kararlarının alınmasında ve riskin en aza indirilmesinde etkili olan ve "Commodity Future Trading Commission" tarafından verilen onay üzerine faaliyette bulunan ticari danışmanlar, vadeli piyasalarda alışveriş yapan herkese (istemeleri halinde) danışmanlık hizmeti sunmaktadır. Vadeli Mal İşlemleri Komisyonu, vadeli piyasalarla ilgili tüm konularda son karar mercii niteliğindedir. Herhangi bir dış etkenin piyasalar üzerinde yaratacağı olumsuzlukları ortadan kaldırmak için oldukça aktif çalışan bu komisyon, haksız rekabete neden olabilecek açıklamalara kesin sınırlamalar koymuştur. Örneğin, gerek vadeli gerekse spot piyasalarla ilgili olarak haber hazırlayan köşe yazarlarının, kendi önerilerini halka sunmadan önce bu komisyondan izin almaları gerekmektedir.

c) Ticari Mal Operatörleri

Vadeli piyasalarda alışveriş işlemlerine aracılık eden borsa komisyoncuları ve tanıştırıcı brokerlardan farklı olarak ticari mal operatörleri (Commodity Pool Operators), müşterilerinden topladıkları parasal fonları kendi kişisel kararları doğrultusunda yatırımlara yönlendirmektedir. Fon yönetimi ile uğraşan kişi ve kuruluşların, danışmanlık hizmeti veren diğer kişi ve kuruluşlarda olduğu gibi Vadeli Mal İşlemleri Komisyonu'ndan izin almaları, kendi ticari geçmişleri ve iş tecrübeleri ile ilgili bilgileri müşterilerine ve ilgili taraflara açıklamaları gerekmektedir.

7. BORSALARIN DENETİMİ

ABD'de vadeli işlemlerin ve piyasaların denetimi, Mal Borsaları Kanunu'na (Commodity Trading Act) dayanarak 1975 yılında kurulan ve federal bir büro olan Vadeli Mal İşlemleri Komisyonu tarafından yapılmaktadır. Mal Borsaları Kanunu (CTA), vadeli işlem piyasalarının tüm katılımcılarını denetleme hakkını bu komisyona vermiştir. Genel olarak komisyon, finansal entegrasyonun

sağlanmasından ve sahtekârlığın önlenmesinden sorumludur. Vadeli işlem yapılan borsalarla ilgili denetleme ve organizasyon yetkisi sadece komisyona verilmemiş, borsa yetkili organları ile *Nattonal Futures Associatton* olarak isimlendirilen Ulusal Vadeli İşlemler Birliği'ne de bu konuda önemli yetkiler tanınmıştır. (33)

Vadeli piyasalarda işlem yapan aracı kurumlar ve aracı brokerlar ile danışmanlık ve fon yönetimiyle uğraşan kişi ve kuruluşların eğitimi ve faaliyet alanlarının tesbiti NFA tarafından belirlenmektedir. Ulusal Vadeli İşlemler Birliği bundan başka; kuruluş aşamasındaki şirketlerin asgari sermaye limitlerini belirlemekte, gerekli sermayeye sahip olmayan kişi ve kuruluşları uyarmakta, alışveriş işlemlerinin nasıl yürütüleceğine dair kuralları belirlemekte ve kurallara uymayanlar için uygulanacak cezaları düzenlemektedir. Bunlara ek olarak, kişi ve kuruluşların kanun ve yönetmeliklerde belirlenen kural ve standartlara tam olarak uyup uymadığını tespit etmek amacıyla, bu şirketlere ait defter ve kayıtları denetleme yetkisi de yine bu birliğe verilmiştir.

(33) The New York Commodity Exchange Inc., Gold Futures Contract Specifications and Delivery Rules.

BÖLÜM IV



PIYASALARIN İŞLEYİŞİ

Alınan veya satılan mal türü ne olursa olsun seans salonlarının hareketliliği birçok insanı adeta büyülemektedir. Vadeli ve spot mal piyasalarını tanımayan ve bu piyasalarla ilgisi olmayan pekçok kişi, bu piyasalarda alışveriş yapan herkesin para kazandığını zannetmektedir. Mal fiyatlarının birkaç dakika içinde defalarca alçalıp yükselmesi, borsa komisyoncularının ve brokerların bitmek tükenmek bilmeyen koşuşturmaları, bir dakika önce mal almak için birbirlerini iteleyeni insanların bir dakika sonra mal satmak için birbirleriyle yarışmaları borsalarda hemen her gün yaşanan olağan durumlardandır.

Bu borsalarda bazı insanlar servet kaybederken bazıları servet kazanmakta, bazı kişiler tüm çaba ve gayretlerine rağmen hayal kırıklığına uğrarken bazıları şans eseri başarılı olmaktadır. Bazıları anlamsız bir uğraşı, bazı kişilerce de varolmanın tek sebebi olarak nitelendirilen para kazanma isteğini, çeşitli malların alınıp satıldığı seans salonlarında açıkça görebilmek mümkündür.

Kişilerin birbirlerini rahatça görebilmesi için genelde sekizgen bir yapı içinde yürütülen alışveriş işlemleri, günün belli saatleri arasında, sadece belli kişilerin girebileceği borsa seans salonlarında yürütülmektedir. Her gün milyarlarca doların el değiştirdiği seans salonlarında, bir taraf para kazanırken diğer taraf mutlaka kaybetmekte, kârla sonuçlanan herhangi bir işlem zararlı sonuçlanan diğer bir işlemin habercisi olmakta, bazı kişiler paralarına para katarken bazı kişilerde para kaybetmenin üzüntüsünü yaşamaktadır.

Seans salonlarının oldukça sıkışık ve kalabalık ortamlarında kişiler birbirlerini sık sık uymakta, kalemlle dürtmekte, farkında olmaksızın birbirlerinin ayaklarına basmakta, uygun olan fiyat ve pozisyonlardan yararlanmak için birbirlerini itelemekte, hatta bazen işlem yapan kişiler arasında çıkan tartışmalar yumruklaşmalarla sonuçlanmaktadır.

Seans salonlarında yaşanan telaşlı koşuşturmalara ve gürültülere rağmen, bu piyasaların tümünde geçerli olan tek bir kural vardır. Bilindiği üzere, kendi adına veya başkaları adına alışveriş eden herkesin belli bir amacı bulunmakta ve bu amaçlar kişileri toplu halde tek bir sonuca yöneltmektedir. *"En iyi fiyatla, en hızlı şekilde işlem yapmak"* para ve sermaye piyasalarında alışveriş yapan kişilerin ortak arzusudur. Altın, gümüş, platin ve paladyum gibi kıymetli metaller ile döviz ve diğer

menkul kıymetlerin alım satımı sırasında piyasa aktivitesini gösteren en iyi ölçüt, fiyat ve zaman ikilemidir.

Dünyanın herhangi bir köşesinde patlak veren en küçük olaydan direkt ve endirekt şekilde etkilenen para ve sermaye piyasaları, bu haliyle diğer birçok piyasadan ayrılmaktadır. Enflasyon, faiz hadleri, işsizlik, büyüme hızı, tüketim harcamaları, milli gelir, tasarruf meyli, ithalat ve ihracat gibi makro ve mikro ekonomik veriler ile savaş, ihtilal ve seçim gibi sosyal ve siyasi faktörlerin etkisi altında kalan borsalar bu haliyle komplike bir yapı sergilemektedirler. Alım veya satım kararlarının alınmasında etkili olan bu faktörler her insanda farklı bir duygu yaratmaktadır. Ortaya çıkan herhangi bir olay karşısında bazı insanlar alım yaparken bazı insanlar satış yapmakta ve böylelikle alışveriş işlemlerinde süreklilik sağlanmaktadır.

1. SEANS İÇİ KATILIMCILAR

Seans salonlarında işlem yapan kişilerin fonksiyon ve görevlerini anlayabilmek için; temsilci yardımcıları, ulaklar, brokerlar, spekülâtörler ve borsa personeli gibi kişilerin görev ve yetkilerinin tam olarak incelenmesi gerekmektedir. Seans salonunda alışveriş yapan, alışveriş işlemlerine aracılık eden, kendi nam ve hesaplarına mal alıp satan kişileri önem sırasına göre ele alalım;

a) Brokerlar

Seans salonu içinde alışveriş yapan kişilerin bir çoğunu brokerlar oluşturmaktadır. Borsa komisyoncularının seans salonundaki temsilcisi olan brokerların en önemli görevi; müşteri emirlerini mümkün olan en iyi fiyattan, en kısa zaman içinde yerine getirmektir. ABD borsalarında faaliyet gösteren brokerlarda, herhangi bir şirkete bağımlı olmaksızın borsa seans salonuna girip işlem yapabilmektedir. Kendi başlarına bireysel olarak çalışan brokerlar ülkemizden farklı olarak bulunmasına rağmen brokerların büyük bölümü, mal borsalarında yapılan işlemlere aracılık eden kişi ve kuruluşları temsil etmektedirler. Brokerlar belli kurallar doğrultusunda kendi adlarına da alışveriş yapabilmektedir. Ancak bazı brokerların, ikili ticaret (*dual trading*) olarak isimlendirilen sistemde ticaret kurallarına aykırı davranışlarda bulunduğu bilinmektedir. Kârla sonuçlanan alışveriş işlemlerini kendi hesaplarına, zararlı sonuçlanan işlemleri ise müşterilerinin hesabına yazan brokerlara hemen her borsada rastlamak mümkündür. Piyasalarda ciddi tartışmalara neden olan ve piyasaların güvenilirliğine gölge düşüren bu tür olayların sık sık yaşanmaması amacıyla, brokerlara tanınan bu tür yetkilerin yasaklanması yönündeki görüşler ağırlık kazanmaktadır.

Seans salonunda kendi adına veya müşterileri adına işlem yapan bir brokerin, alışveriş öncesi ve sonrası işlemleri tek başına yürütebilmesi mümkün değildir. Borsada işlem yapmak için brokerını arayan kişinin alış-satış talimatı, telefonlara cevap veren görevli tarafından en kısa zamanda seans salonunda bulunan brokera iletilmektedir. Birçok durumda el işaretleriyle iletilen müşteri emirleri, emirlerin karışık olması durumunda kâğıda yazılmakta ve bir ulak vasıtasıyla brokera ulaştırılmaktadır. (34)

Müşterilerin genelde pasif emir niteliğinde limitli emirler vermesi, el hareketleriyle haberleşmeyi güçleştirmektedir. Müşterilerden her birinin belli bir fiyat için alım veya satım emri vermesi, o fiyatlara ulaşıldığında işlem yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Bu nedenle müşteri emirleri çoğu zaman küçük kartlara yazılmakta ve ulaklar vasıtasıyla brokerlara ulaştırılmaktadır. Gerçekleşen müşteri emirlerinden belli bir komisyon alan brokerler, kazançlarını artırmak için devamlı olarak daha fazla işlem hacmi sergilemeye çalışmaktadır. Bu teşvik edici sistemden dolayı brokerların birçoğu sürekli olarak müşterileri için en uygun alışveriş şartlarını aramaktadır. Nitekim, brokerlar uzun vadede müşteri çekebilme ve işlem hacimlerini artırabilmek için, müşterileri adına alışveriş yaparken sürekli olarak en iyi fiyattan alışveriş yapmak için çaba sarfetmektedirler. Aksi takdirde müşteriler bir başka brokera gitmekte, alışveriş işlemleri sırasında ideal şartları yakalayamayan brokerların işlem hacmi ise azalmaktadır.

Bazı kişiler de brokerların kendi nam ve hesaplarına alışveriş yapabilmelerine olanak tanıyan ikili ticareti savunmaktadır. Bu kişiler, kendi hesaplarına alım satım yapan brokerların, sadece komisyonculuk faaliyetiyle uğraşan brokerlardan daha iyi şartlarla alışveriş yaptıklarını ileri sürmektedirler. Bu görüş, ikili ticaret yapan brokerların full-service çalışan brokerlardan daha deneyimli oldukları esasına dayanmaktadır. İkili ticaretin yasaklanması durumunda bu şekilde çalışan brokerların ya kendi hesaplarına spekülasyon yapacağı ya da daha az deneyimli olan full-service brokerlar ile iş yapmak zorunda kalacağı bir gerçektir.

b) Spekülatörler ve Piyasa Düzenleyicileri (Market Makers)

Borsa seans salonlarındaki canlılık ve çekiciliğin büyük bölümü spekülatif hareketler yaratan spekülatörlerden kaynaklanmaktadır. Spekülatörler, brokerların aksine sadece kendi nam ve hesaplarına alışveriş yapmaktadır. Finansal güçlerine ve kabiliyetlerine bağlı olarak spekülatörler, hemen hemen günün her saatinde

(34) Kevin Cummins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.24

piyasanın kendisi ile mücadele etmektedirler. Bu mücadeleden bazı spekülâtörler kazançlı çıkarken bazıları yenik çıkmakta, bir kısmı kısa bir süre içinde zengin olurken, bir kısmı da yok olup gitmektedir. Bu kişilerden sadece bir avuç kadarı, risklerini sınırlamak ve seans salonunda bulunmanın avantajlarından yararlanmak suretiyle sabit bir gelir elde etmeyi öğrenmekte ve gereksiz risklere girmemektedirler.

Seans sırasında ortaya çıkan bazı avantajlı pozisyonları gerektiği şekilde değerlendirebilen spekülâtörler, aldıkları malı seans içinde çok az bir kârla hemen paraya çeviren kişilerle (*scalpers*) piyasa düzenleyicilerinden (*market makers*) daha üstün durumdadırlar. Adından da anlaşılacağı üzere piyasa düzenleyicileri (*market makers*), piyasaya devamlı olarak alış ve satış emirleri yağdırmakta, herhangi bir kişinin ticaret yapmak için kendilerine başvurması durumunda değişik fiyat ve yatırım seçenekleri sunmaktadırlar. Spekülâtörlerin kazancı, mal alış fiyatı ile mal satış fiyatı arasındaki çok küçük bir farktan (*scalping*) kaynaklanmaktadır.

Piyasa düzenleyiciliği, açık spekülasyondan daha az riskli olmasına rağmen bu şekilde çalışan tüccarların dengelenmemiş bir pozisyona girmek için çok dikkatli olmaları gerekmektedir. Dengelenmemiş pozisyonların varolması ve piyasanın kendilerinden gittikçe uzaklaşması durumunda spekülâtörlerin riski hızla artmaktadır. Örneğin; borsada o an için geçerli olan alış/satış (*bid/ask*) fiyatları üzerinden 100 kontrat altın alan herhangi bir spekülâtörün esas amacı, satın aldığı 100 kontrat altını alış fiyatının bir ya da iki basamak üstünden paraya çevirmektir.

Ancak, spekülâtörlerin beklenti ve hareketleri çoğu zaman tahmin edildiği gibi kârla sonuçlanmamaktadır. Fiyatların aniden düşmesi ve satın alınan malın paraya çevrilememesi durumunda, stratejik öneme sahip bazı kararların kısa bir süre içinde uygulamaya konulması gerekmektedir. Böyle bir durum karşısında, şanslarına güvenen bazı kişiler fiyatların tekrardan yükselmesini beklerken, bazı kişiler de "zararın nerestinden dönülürse kârdır" mantığıyla hareket etmekte ve yüksek fiyattan aldıkları malları düşük fiyattan satışa sunmaktadırlar. Beklemeye karar veren kişiler açısından, fiyat yükselişinin gecikmesi veya fiyatların daha da düşmesi, hem zarar artışını hem de o malın satın alınmasıyla ilgili finansman giderlerini gündeme getirmektedir. Bu tür olumsuzluklar karşısında, yüksek fiyattan satın alınan malların zararına da olsa paraya çevrilmesi, spekülâtörler açısından reel bir kayıp yaratmış olsa da aslında daha yararlı olmaktadır. Özellikle vadeli piyasalarda işlem yapan spekülâtörlerin ve tüccarların, bu gibi ters pozisyonlara yakalanmamak için piyasa genel trendi ile ekonomik göstergeleri büyük bir dikkatle takip etmeleri gerekmektedir.

Seans salonuna gelen alım ve satım emirlerinin iyice dengelenmesi, piyasa düzenleyicileri için en uygun alışveriş ortamını yaratmaktadır. Çünkü bu durum, kişilerin değişik pozisyonlara rahatlıkla ve hızlı şekilde girip çıkabilmesine imkân tanımaktadır. Bunun aksine, tek yönlü eğilim gösteren piyasalarda spekülâtorleri çok ciddi tehlikeler beklemektedir. Tek yönlü piyasalarda spekülâtorler kısa bir zaman içinde büyük kârlar elde etmekle birlikte, piyasanın ve buna bağlı olarak fiyatların geri dönmesi durumunda kazandıkları paranın birkaç katını rahatlıkla kaybedebilmektedir. Spekülâtorler; durağan piyasalarda satın aldıkları malları, mal alış fiyatının birkaç kademe üstünde satmayı planladıkları ve çok düşük bir kâr marjı ile çalıştıkları halde, tek yönlü piyasalarda olası bir geri dönüş sırasında ortaya çıkabilecek kaçınılmaz zararları finanse etmek amacıyla, daha yüksek bir kâr marjını hedeflemektedirler. Spekülâtorler, genelde stabile hale gelmiş ve durgunlaşmış piyasalarda iş yapmayı tercih etmektedirler.

Piyasa düzenleyicilerinin rolü piyasaların işleyişi açısından büyük önem arz etmektedir. Spekülâtorlere ve gelecekteki fiyat artışlarından zarar etmemek için vadeli piyasalarda alışveriş yapan kişilere sürekli olarak alım/satım teklifi veren piyasa düzenleyicileri, alım satım işlemlerinin yerine getirileceği konusunda bu kişilere güvence vermektedir. Piyasa düzenleyicilerinin bulunmadığı bir piyasada, gerek fiyatların gerekse piyasanın tam olarak oturduğundan ve işlediğinden söz etmek mümkün değildir.

Piyasa düzenleyicileri ile spekülâtorleri birbirinden ayıran en büyük özellik, piyasa düzenleyicilerinin kısa süreli alışveriş işlemlerine girişmesi ve pozisyonlarını en kısa zamanda kapatmalarındır. Pozisyonun en kısa süre içinde kapatılması piyasa düzenleyicilerinin ticari işlemlerden kaynaklanan risklerini sınırlandırmaktadır.

Bunun aksine, seans salonunda işlem yapan spekülâtorlerin birçoğu pozisyonlarını biraz daha uzun süre korumaktadırlar. Bu süre, üç beş dakikadan birkaç güne, hatta birkaç haftaya kadar uzayabilmektedir. Pozisyon tüccarları olarak bilinen bu kişiler, piyasa düzenleyicilerine nazaran daha yüksek oranda kâr elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Alınan veya satılan mal cinsi ne olursa olsun, yüksek kazanç yüksek risk faktörünü de beraberinde getirmektedir. Piyasa düzenleyicilerine oranla daha yüksek oranlı riske maruz kalan pozisyon tüccarlarının kâr elde edebilmeleri, piyasanın genel trendini iyi tahmin edebilmelerine bağlıdır. Bazı pozisyon tüccarları bu amaçla teknik analiz sistemlerini kullanırken, bazıları da içgüdülerine ve deneyimlerine güvenmektedirler. Bir başka grubu oluşturan pozisyon tüccarları ise; seans salonundan sızan dedikodu ve söylentilere göre alım satım yapmaktadırlar.

Altın borsasında profesyonel şekilde işlem gerçekleştiren tüccarların başında spred işlemi yapan kişiler gelmektedir. Farklı aylara ait altın kontratları arasındaki fiyat farklılıklarından yararlanan bu kişiler, herhangi bir aya ait altın kontratının diğer aylara ait altın kontratlarına göre olması gereken fiyattan daha düşük veya daha yüksek seyretmesi durumunda devreye girmekte ve örneğin; fazla talep görmediği için fiyatı düşük kalan altın kontratlarını satın alarak, talebi ve fiyatı daha yüksek olan diğer kontrat aylarında satmaktadırlar. Farklı aylara ait altın kontratları arasındaki fiyat dengesizliğinin kısa zamanda düzeleceğini tahmin ederek vadeli piyasada işlem yapan bu kişiler, düşük fiyatlı altın kontratının fiyatını talep artışından dolayı yükseltirken, yüksek fiyatlı altın kontratının fiyatını da arz artışından dolayı düşürmekte ve böylelikle altın kontratları arasındaki aşırı fiyat farklılığını kısa zamanda ortadan kaldırmaktadırlar.

c) Temsilci Yardımcıları ve Ulaklar

Aracı kurumları borsada temsil eden üye temsilcilerinin diğer bir ifade ile brokerların, seans salonuna gözlemci sıfatıyla giren ve alışveriş yapma yetkisi bulunmayan bazı yardımcıları bulunmaktadır. Bu yardımcıları seans sırasında ve sonrasında broker tarafından yapılan alışveriş işlemlerini takip etmekte, sözleşmeleri düzenlemekte ve varolan yanlışlıkların düzeltilmesi için gerekli işlemleri yapmaktadırlar.

Yardımcıların ve ulakların esas fonksiyonu; seans salonunda gerçekleşen işlem fiyatlarını bağlı buldukları aracı kurumun merkezine telefonla bildirmek, şirket merkezinden gelen müşteri emirlerini en kısa zamanda seans salonunda bulunan brokerlara iletmek ve çeşitli mal piyasalarında alışveriş yapan insanların piyasaya katılımını kolaylaştırmaktır. Piyasa katılımının tam olarak sağlanması ve işlemlerden gerekli verimin elde edilebilmesi, yardımcı ve ulakların hızlı ve doğru şekilde hareket etmelerine bağlıdır. Genelde çok düşük ücret alan ve yaşları oldukça genç olan temsilci yardımcıları ile ulakların esas amacı ileri de iyi bir tüccar olmaktır.

Temsilci yardımcıları, seans salonlarının etrafında bulunan telefonların başında durmaktadırlar. Genelde her broker, iki temsilci yardımcısı ve bir ulak ile birlikte çalışmaktadır. Temsilci yardımcılarından bir tanesi brokerın yanında diğer bir tanesi de telefon santralının başında durmakta ve el işaretleriyle haberleşmektedirler. El işaretleriyle ifade edilmesi güç olan alış/satış emirleri ulaklar vasıtasıyla iletilmektedir. Brokerın yanında bulunan temsilci yardımcısı piyasadaki en iyi alış ve satış tekliflerini el işaretleriyle telefon başında bulunan ve aracı kurumla direkt irtibat halinde olan diğer yardımcıya iletmekte, şirket merkezine iletilen bu bilgiler de en kısa zamanda alışveriş yapmak isteyen müşterilere ve yatırımcılara duyurulmaktadır.

Yardımcılar, piyasadaki fiyat değişikliklerini seans süresi boyunca bağlı oldukları aracı kuruma iletirken merkezden kendilerine gelen müşteri talimatlarını da ya el işaretleriyle ya da kartlarla işlem yapan brokerlara iletmektedirler. Müşteri tarafından verilen talimatın gerçekleşmesi durumunda, gerçekleşen emirler en kısa zaman içinde yine temsilci yardımcıları tarafından aracı kurumun merkezine iletilmekte ve bu durumdan müşterilerin haberdar edilmesine çalışılmaktadır. Limitli alış/satış emirlerinin el işaretleriyle brokera iletilmesi oldukça güçtür. Bu tür emirlerin var olması durumunda, daha önceden hazırlanmış matbu kağıtlar üzerine telefon başında duran temsilci yardımcısı tarafından yazılan alış veya satış emirleri, ulaklara verilerek en kısa zamanda brokera ulaştırılmakta ve böylelikle müşteri emrinin yerine getirilmesine imkân tanınmaktadır.

d) Borsa Personeli

Borsa içinde bulunan görevliler genelde gözlemci statüsündedir. Seans salonunda yapılan alışveriş işlemlerini büyük bir dikkatle takip eden bu kişiler, gerçekleşen işlem fiyatlarını kaydetmekte ve bu fiyatları birkaç saniye içinde çeşitli haber ajanslarına ve veri servislerine ulaştırmaktadırlar. Oldukça büyük ve hareketli borsalarda, alışveriş işlemine konu olan malların dünyanın diğer borsalarında kaç paradan alınıp satıldığını öğrenmek ve fiyatları kontrol edebilmek brokerlar açısından büyük önem arz etmektedir. Aynı olay bu piyasalarda işlem yapmak isteyen yatırımcılar ve müşteriler için de söz konusudur. Reuters gibi haber ajansları vasıtasıyla tüm dünyaya anında ulaştırılan borsa fiyatları, genelde gerçek fiyatı tam olarak yansıtmamaktadır. Ekranda görülen alış/satış fiyatlarının birkaç dakika önce gerçekleşen işlemlere ait olması, geçen birkaç dakika içinde fiyatın değişmediği veya değişmeyeceği anlamına gelmemelidir. Herhangi bir alışveriş işleminin gerçekleşmesini takiben ortaya çıkabilecek yeni bir haber, fiyatların birkaç dakika hatta birkaç saniye içinde artmasına veya azalmasına neden olabilmektedir.

2. SEANS SALONLARININ HAREKETLİLİĞİ

Günün belli saatleri arasında seans salonlarında bir araya gelen brokerlar, piyasa düzenleyicileri ve spekülâtörler oldukça önemli olan bir oyunu her gün sahneye koymakta ve en iyiyi başarabilmek için tüm becerilerini göstermektedirler. Müşterilerden gelen talimatlar doğrultusunda brokerlarca seans salonuna iletilen alış/satış emirleri büyük ölçüde piyasa düzenleyicilerince karşılamaktadır. Çok düşük alış-satış farklarıyla brokerlardan gelen istekleri karşılamaya çalışan piyasa düzenleyicilerinin en iyi müşterileri brokerlerdir. Bundan dolayı piyasa düzenleyicilerinin birçoğu, seans süresi boyunca brokerların etrafına toplanmakta ve brokerlara gelen alış/satış tekliflerinin en iyisini yakalamaya çalışmaktadırlar.

Altın fiyatlarının yükseleceğini tahmin eden bir kişinin 50 kontrat altın almak istediğini ve bu amaçla borsa seans salonunda bulunan brokerına 50 kontratlık serbest alım emri verdiğini farzedelim. Broker, kendisine verilen alış emrini direkt olarak uygulamamakta ve daha ucuz fiyata mal alabileceğini düşünerek, satın alınacak vadeli kontrat için birden fazla piyasa düzenleyicisinden aynı anda fiyat teklifi almayı tercih etmektedir. Brokerdan gelen 50 kontratlık alım teklifine piyasa düzenleyicilerinin 350.10-350.30\$ şeklinde çift yönlü fiyat kotasyonu verdiğini farzedelim. Müşterisinin çıkarını düşünen broker, satın alınacak 50 kontrat altını daha ucuz fiyata satın alabilmek amacıyla piyasa düzenleyicisi tarafından verilen satış teklifinin bir basamak altından (*yani 350.20 dolardan*) satış yapmaya hazır olduğunu söyleyebilir. Karşısındaki brokerın 350.20 dolardan 50 kontrat altın satmaya razı olduğunu gören (*daha doğrusu zanneden*) piyasa düzenleyicisi bu durum karşısında satış teklifini 350.30 dolardan 350.20 dolara çekerek satış işlemini sonuçlandırmak isteyebilir. Ancak genelde alışveriş işlemleri bu kadar çabuk sonuçlanmamakta ve brokerlar tarafından verilen daha düşük fiyatlı alış veya satış teklifleri, piyasa düzenleyicileri tarafından çoğu zaman dikkate alınmamaktadır. 350.30 dolardan satış teklifi veren piyasa düzenleyicisi ile anlaşamayan broker, bunun üzerine diğer piyasa düzenleyicilerinden de fiyat teklifi isteme yoluna gidebilmektedir. Eğer broker daha düşük fiyattan satıcı bulamıyorsa 50 kontrat altını 350.30 dolardan satın alacak ve alışveriş işlemini sonuçlandıracaktır.

Brokerların sadece piyasa düzenleyicileri ile ticaret yapacağına dair herhangi bir zorunluluk doğal olarak bulunmamaktadır. Piyasadan mal almak isteyen herhangi bir brokera, piyasa düzenleyicileri yanında diğer brokerlar ile spekülâtörler de fiyat teklifi verebilmektedir. Böylece, seans salonundaki herkes piyasanın nerede olduğu konusunda yaklaşık bir fikre sahip olmakta, fiyatlarını rekabetten uzak tutan kişiler (*oldukça yüksek veya oldukça düşük fiyat teklifi verenler*) ya kendi fiyatlarını yeniden ayarlama ya da işlem yapmaktan vazgeçme yoluna gitmektedirler. Tüm bu işlemlerin oldukça uzun bir zaman süresi içinde yapıldığı sanılmakla birlikte, aslında bu işlemlerin tümü on-onbeş saniye gibi kısa bir zaman süresi içinde gerçekleşmektedir.

Broker tarafından seans salonuna getirilen alış veya satış teklifleri genelde, bu tekliflere cevap veren ilk tüccar tarafından yerine getirilmektedir. Kişilerin birbirleri ile alışveriş yapma isteği, seans salonlarında görülen bağışların ve çırpınışların tek nedenidir. Brokerlar genelde tanıdıkları ve güvendikleri kişilerle iş yapmaktadırlar. Brokerın mal almak için fiyat teklifi verdiğini ve önerilen fiyattan iki tüccarın mal satmaya razı olduğunu farzedelim. Bu durumda brokerın verdiği teklif, hareketleriyle brokerın dikkatini çekmeyi başaran tüccar tarafından yerine getirilmektedir.

Oldukça hareketli olan para ve sermaye piyasalarında gün içerisinde milyonlarca dolarlık alışveriş işlemi yapılmakta, yüzlerce hatta binlerce kez değişen fiyatlar bu piyasalarda işlem yapan hemen herkesi büyük bir stres altında bırakmaktadır. Piyasa düzenleyicileri (*market makers*) olarak isimlendirdiğimiz kişiler, fiyatların aşağı düşeceğini hissettikleri veya düştüğünü gördükleri anda düşük fiyatlardan mal toplamaya başlayarak brokerlardan ve spekülâtorlerden gelen satış emirlerini durdurmaya çalışmakta fiyatların yükselmesi durumunda ise yüksek fiyatlardan mal satarak brokerlardan ve spekülâtorlerden kaynaklanan aşırı talebi kırmayı amaçlamaktadırlar.

Piyasa düzenleyicilerinin yaptığı bu hareket, düşüş dönemlerinde fiyatların aşırı derecede düşmesini engelleyip tekrardan yükseliş trendine girmesine neden olurken, yükseliş dönemlerinde de fiyatların aşırı derecede şişmesini önleyerek dengeli bir seyir takip etmesine imkân tanımaktadır. Herhangi bir malın piyasa/fiyat dengesini olumsuz şekilde etkileyen spekülasyon ve manipülasyon gibi hareketlere tüm dünya borsalarında rastlamak mümkündür. Bu amaçla bazı kişiler herhangi bir malın fiyatını bilerek düşürürken bazıları da bilerek yükseltmekte, sonuçta bu malın fiyat istikrarı bozulmakta ve bu durumdan genelde küçük yatırımcılar zarar görmektedir. Piyasa düzenleyicilerinin var olduğu piyasalarda bu tür hareketler tam olarak önlenemese de asgari düzeyde tutulmaktadır. Piyasa düzenleyicilerinin aktif hareketleri neticesinde, fiyatları düşürmek isteyenler ile fiyatları yükseltmek isteyenler genelde amaçlarına ulaşmamakta ve çoğu zaman başarısız olmaktadır.

Brokerlar müşterilerine ait alış/satış emirlerinin durumunu piyasa düzenleyicilerinden doğal olarak saklamaktadırlar. Bununla birlikte piyasanın genel görünüm ve eğilimi, piyasa düzenleyicilerini az da olsa bilgi sahibi etmektedir. Seans içinde fiyatlar düşerken mal alan piyasa düzenleyicilerinin esas amacı, fiyatların yükselişe geçmesini takiben aldıkları malları az bir kârla satabilmektir. Alınan veya satılan malın tür ve çeşiti ne olursa olsun tüm piyasalarda düşüşe ve yükselişe geçen fiyatların belli bir durma noktası bulunmaktadır. Seans içinde fiyatların düşmeye başladığını ve piyasa düzenleyicilerinin devreye girerek mal topladıklarını düşünelim. Bu durumda örneğin, endeksin 5 puan düşmesinden veya altın fiyatının ons başına 50 sent değer kaybetmesinden sonra, fiyatların tekrardan yükseleceğini tahmin eden piyasa düzenleyicileri düşük fiyatlardan mal satın almakta ve fiyatların yükselmesi durumunda da tekrardan satışa sunmaktadırlar. Piyasa düzenleyicileri tarafından yapılan alışveriş işlemlerinin her zaman başarıya ulaşmadığını da burada belirtmekte yarar vardır. Yatırımcı ve spekülâtorlerin yoğun alış ve satış işlemleri karşısında piyasa düzenleyicileri doğal olarak çaresiz kalmaktadır. Tahminlerin tutmaması ve fiyatların daha da aşağı düşmesi durumunda piyasa düzenleyicileri tarafından uygulanan strateji ters tepmekte ve satın alınan mallardan zarar edilmek-

tedir. Ancak piyasa düzenleyicileri tarafından uygulanan bu strateji, taşıdığı tüm risklere rağmen spot ve vadeli mal piyasalarının birçoğunda kullanılmaktadır.

Seans salonlarının hızlı ve ateşli alım/satım ortamlarında yanlışlıklara sık sık rastlanılmaktadır. Fiyatların aşırı derecede yükseldiği veya aşırı derecede düşüş kaydettiği günlerde hata ve yanlışlık oranı artış kaydetmektedir. Borsaların olağan görüntülerinden olan yüksek sesle bağırışmalar, el ve parmak işaretleriyle yapılan fiyat ve kontrat ayı pazarlıkları, tarafların birbirlerini yanlış anlamalarına ve hiç istemedikleri şekilde bir alışveriş yapmalarına neden olabilmektedir.

Bu yanlışlıklar genelde alışveriş işlemlerinin denkleştirildiği takas dairelerinde, takas görevlilerince fark edilmektedir. Alışverişe konu olan malların fiyatı, kontrat miktarı, kontrat ayı, alıcının ve satıcının kimler olduğu ve hatta alım satım işleminin yapılıp yapılmadığı tarafların takas dairesine yaptıkları farklı beyanlar sonucunda ortaya çıkmaktadır. Yapılan hatanın çeşitine bakılmaksızın taraflar arasındaki en küçük anlaşmazlıkların dahi bir sonraki seanstan önce mutlaka çözülmesi gerekmektedir. Hataya sebebiyet veren kişi yaptığı hatadan sorumlu tutulmakta ve yapılan yanlışlığı düzeltmek durumuyla karşı karşıya kalmaktadır. Hatanın kimde olduğuna karar verilemediği durumlarda ise kişiler kendi aralarında uzlaşma yoluna gitmektedirler.

Yanlışlıkların ve hataların düzeltilmesiyle borsa resmi organları ilgilendiği gibi, yine aynı amaca hizmet veren ve sadece tüccarlar arasında geçerli olan ve resmi bir dayanağı olmayan bazı kural ve uygulamalar da bulunmaktadır. Alışveriş yapılan borsalarda, ticari işlemlere hile karıştıran kişileri cezalandırmak amacıyla kendi kendine işleyen bazı idari mekanizmalar meydana gelmektedir.

Modern dünya borsalarının yanısıra, resmi bir statüsü olmayan Kapalıçarşı Altın ve Döviz Borsası'nda dahi aynı durumu görebilmek mümkündür. Bu borsalarda, örneğin, alışveriş işlemlerine hile karıştıran, fiyatların yükselmesi durumunda düşük fiyattan yapılan satış işlemi, fiyatların düşmesi durumunda ise yüksek fiyattan yapılan alış işlemi kabullenmeyen kişi ve kuruluşların borsayla ilişkileri kesilmektedir. Yaptığı işlemi inkâr eden ve alım/satım işleminden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmeyen kişi ve kuruluşların, gerek borsa yönetimlerince gerekse tüccarların bizzat kendilerince işlem yapılmayarak cezalandırılmaları, para kazanan veya para kaybeden tüm tarafların alım/satım işlemlerine bağlı kalmalarının tek nedenidir.

3. MÜŞTERİ EMİRLERİNİN SEANS SALONUNA İLETİLMESİ

Bilindiği üzere küçük tasarruf sahipleri borsa seanslarına aktif olarak katılamamaktadır. Gerek para ve sermaye piyasalarında gerekse altın ve gümüş gibi kıymetli malların alınıp satıldığı borsalarda alışveriş yapmak isteyen küçük tasarruf sahiplerinin ilk aşamada, alışveriş yapmak istediği piyasada komisyonculuk faaliyetiyle uğraşan herhangi bir aracı kurumda hesap açtırması gerekmektedir. Bundan sonraki aşamada, mal almak isteyen kişinin hesap açtırdığı aracı kuruma veya brokera telefon açması ve alım/satım emrini direkt olarak vermesi gerekmektedir.

Emrin alınması durumunda, müşteri ve müşteri emriyle ilgili bilgilerin matbu bir kâğıda yazılması, bu kâğıdın emrin alındığı saat ve tarihi tam olarak gösteren bir mühürle damgalanması gerekmektedir. Müşteri emriyle ilgili kayıtları tam olarak alan görevli (*dealer*) alınan emri en kısa zamanda borsa seans salonunda bulunan brokera iletmektedir. Borsa salonunda bulunan ve şirket merkezinden telefonla gelen alış satış emirlerini brokera ileten temsilci yardımcıları, şirket merkezinden gelen emirleri kâğıda not edip damgalamakta ve mümkün olan en kısa zamanda el hareketleri ya da ulaklar vasıtasıyla brokerlara iletilmektedir. Seans salonunda bulunan ve alışveriş işlemlerini yürüten brokerlar, kendilerine gelen talimatlar doğrultusunda alım veya satım işlemini yerine getirdiklerinde, gerçekleşen müşteri talimatlarını seans salonunun hemen kenarında bulunan temsilci yardımcılarına gerisin geriye iletmekte, temsilci yardımcıları da gerçekleşen emirlere ait bilgileri şirket merkezine en kısa zamanda ileterek, müşterilerin bu durumdan haberdar edilmesine yardımcı olmaktadır.

Tüm bu işlemler belli bir iş akımını karşımıza çıkarmaktadır. Mal almak veya satmak isteyen müşteri öncelikle şirket merkezini arayarak karşısındaki dealera gerekli talimatları verecek, dealer tarafından alınan emirler temsilci yardımcılarına ulaştırılacak, temsilci yardımcıları da ya el işaretleri ya da ulaklar vasıtasıyla bu emirleri brokerlara yetiştirecektir. İşlemin gerçekleşmesi durumunda ise, müşteriye bilgilendirmek amacıyla yukarıdaki iletişim yöntemi tam ters yönde yeniden başlamakta ve gerçekleşen alım/satım emirleri hiç bekletilmeksizin şirket merkezine iletilmektedir. Alışveriş işlemi broker tarafından on-onbeş saniye içinde yerine getirildiği halde, alım/satım talimatlarının uzun bir prosedürden sonra brokerlara ulaştırılması müşteri menfaatleri açısından bazı olumsuz durumlar yaratmaktadır. Zaman kaybına yol açan bu hiyerarşik yapı, alım veya satım yapmak için uygun fiyat düzeyini bekleyen kişilerde hayal kırıklığı yaratmaktadır. İşte bu nedenden dolayı, yüksek işlem hacmi sergileyen bazı müşteriler, kendi borsa komisyoncusu ile anlaşarak alım/satım emirlerini direkt olarak seans salonunda bulunan şirket bürosuna bildirmektedirler. İçinde çok sayıda telefonun bulunduğu bu bürolar,

birbuçuk-iki metre kare büyüklüğünde çok küçük odacıklar halinde düzenlenmiştir. Bazı müşteriler ise, hem şirket merkezini hem de şirketin borsadaki bürosunu atlayarak doğrudan doğruya seans salonunda işlem yapan brokerlarla bağlantı kurmaktadırlar.

Borsaların kompüterize olması durumunda sözkonusu alım/satım işlemlerine ait talimatlar daha kısa sürede yerine getirilecek, gerek talimat verme işlemleri gerekse takas işlemleri daha verimli hale gelecektir. Müşterilerce dealara verilen alım veya satım talimatlarının bilgisayara yazıldığı an da seans salonunda bulunan büroya print edilmesine imkân tanıyan bilgisayar programlarını yapma ve network sistemlerini kurma çabaları bazı borsalarca yürütülmektedir. Bu durumda, büroda bulunan printer vasıtasıyla alınan talimatların ulaklar vasıtasıyla brokera ulaştırılması; talimatın yerine getirilmesi durumunda ise gerçekleşen işlemin büroda bulunan bilgisayar yardımıyla şirket merkezine ulaştırılması amaçlanmaktadır.

Kompüterize olmuş borsalarda işlemler daha verimli şekilde ve direkt olarak yapılabilir. *Chicago Mercantile Exchange* ve *Chicago Board of Trade*'in hazırladığı sistemlerde, borsa üyesi olan aracı kurumlar müşterilerden gelen alım satım emirlerini bilgisayara girmektedir. Fiyat ve miktarın eşleşmesi durumunda güncellenen işlemler çok kısa bir zaman süresi içinde yerine getirilmekte ve borsa seans salonu ile şirket merkezi arasında haberleşmeden kaynaklanan zaman kaybı ortadan kalkmaktadır. Kompüterize ticaretin bir diğer faydası da, alım/satım talimatlarının kişiden kişiye aktarılması sırasında ortaya çıkabilecek hata yapma olasılığını asgari düzeye indirmesidir.

BÖLÜM V



PİYASA STRATEJİLERİ

Kişilerin vadeli piyasalarda alışveriş yapmaları veya yapmak istemeleri birbirinden farklı bir çok nedenden kaynaklanmaktadır. İnsanoğlunun doğasında var olan para kazanma isteği, ticari işlemlerin çeşitli şekillerde yapılabilmesine imkân tanımıştır. Önceleri malı malla değiştiren insanlar daha sonra parayı keşfetmiş, toplumsal gelişmişliğe bağlı olarak çek ve senet gibi kaydi ödeme araçlarını kullanmaya ve daha ileri aşamada da mallarını vadeli olarak alıp satmaya başlamışlardır. Vadeli işlemler asırlardan beri kullanılmakla birlikte, bu tür işlemlerin yasa ve kurullarla düzenleyip, modern dünya borsalarında uygulamaya konulması oldukça yenidir.

Para ve sermaye piyasalarıyla dünya ekonomisi arasında kurulan sıkı organik bağ günümüzde açık şekilde hissedilmekte, dünyanın herhangi bir bölgesinde patlak veren çok küçük bir olay piyasaları anında etkisi altına alabilmektedir. Özellikle II. Dünya Savaşı'ndan sonra etkili olan ve dünya ekonomisini sarsmaya başlayan enflasyon ve işsizlik gibi makro ekonomik sorunlar, piyasalar üzerinde oldukça etkili olmuştur. Teknolojik gelişmişliğe bağlı olarak mükemmel bir hâl alan haberleşme endüstrisi ise, piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarının giderilmesinde önemli rol oynamıştır.

Günümüz dünyasında ülkelerin ve ülke ekonomilerinin kendi içine kapalı kalması pek mümkün değildir. Örneğin, herhangi bir anda İsviçre borsasında 350 dolara satılan bir ons altının Londra borsasında 352 dolardan satılması çok zor bir ihtimaldir. Çünkü, iki farklı ülke borsası arasındaki fiyat farkının bir ons altının İsviçre'den Londra'ya taşınması için gerekli olan navlun ve sigorta masraflarından daha fazla olması durumunda, İsviçre borsasından altın alan kişiler bu altınları Londra borsasında satarak hiç de küçümsenemeyecek bir arbitraj kârı elde etmektedirler. (35)

(35) Robert Beale, "Trading in Gold Futures", Nichols Publishing Co., New York, 1985.

1. VADELİ PİYASALARIN TERCİH NEDENİ

Kişiler, vadeli piyasalarda işlem yapmayı belli başlı dört nedenden dolayı tercih etmektedir:

a) Spekülasyon Amacıyla

Piyasa içinde bulunan bazı kişilerin, herhangi bir aya ait vadeli altın kontratlarını almak veya satmak suretiyle spekülasyona giriştiği bilinmektedir. Dünya altın borsalarında etkili olabilecek türde fiktif haberler yayan bu kişiler (*geçici bir süre için dahi olsa*) yapmayı düşündükleri spekülatif hareketin gerçekleşme şansını önemli oranda artırmaktadırlar. Herhangi bir mal üzerinde spekülasyon yapmak isteyen kişilerin dikkat ettikleri en önemli konu, spekülatif hareket ortamının iyi tespit edilmesidir. Piyasa yükseliş trendinde iken herhangi bir vadeli kontratı satarak fiyatları düşürmeye çalışmak veya piyasa düşüş trendinde iken vadeli altın kontratı satın alarak fiyatları yükseltmeye çalışmak, başarılı olacak spekülatif bir hareketin ilk işaretleridir. Gerek düşüş gerekse yükseliş yönünden piyasa trendinin doygunluğa ulaştığı dönemler spekülasyon yapılacak en iyi ortam olarak kabul edilmektedir. Fiyatların daha fazla yükselmediği veya daha fazla düşmediği dönemlerde yapılan spekülatif hareketler oldukça başarılı olmaktadır. Fiyat yükselişinin veya düşüşünün tamamlandığı bir piyasada "alış" veya "satışa" geçen spekülatörler, fiyatları oldukça aşağı veya oldukça yukarı çekecek bir hareketin öncülüğünü yapabilmektedirler.

b) Spred İşlemi Düzenlemek Amacıyla

Vadeli piyasalarda işlem yapan bir diğer grup, herhangi bir vadeli altın kontratını diğer bir altın kontratına karşı veya altın kontratlarını gümüş ve platin gibi diğer kıymetli metal kontratlarına karşı alıp satmak suretiyle spekülasyona girişen, yani spred işlemi yapan (*ileriki bölümlerde kapsamlı olarak görülecektir*) kişilerdir. Farklı aylara ait kontratların birbirlerine karşı alınıp satılması, tek yönlü vadeli kontratların alınıp satılmasından daha az risklidir. Risk oranının düşüklüğünden dolayı vadeli işlem piyasalarında yapılan alışverişlerin büyük bölümü spred işlemleri şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

c) Hedging İşlemi Düzenlemek Amacıyla

Bazı büyük mücevherat üreticileri ile altın ihracatçıları, altın fiyatlarının aniden düşmesi veya yükselmesi durumunda ortaya çıkabilecek beklenmeyen zararlardan korunmak amacıyla vadeli altın piyasasında düz bir hedging işlemine girişmektedir. Bu şekilde, örneğin, yıllık ihracat miktarı kadar altını vadeli piyasada satın alan tüccar, altın fiyatları yükselse dahi zarar etmemektedir.

d) İleriki Bir Tarihte Mal Teslimi Yapmak Amacıyla

Vadeli altın piyasalarında işlem yapan son bir grup ise ileri ki bir tarihte fiziksel altın teslim almayı veya teslim etmeyi amaçlayan kişilerdir. Örneğin, altın madeni üreten bir şirket, gelecek altı ay içinde yeryüzüne çıkartacağı altınları vadeli altın piyasasında satmakta ve sattığı altınları altı ay sonra fiziksel olarak teslim etmektedir.

2. VADELİ PİYASALARDA SPEKÜLASYON

Vadeli altın piyasalarında spekülasyon yapmak isteyenlerin kontrat başına belli bir teminatı öncelikle yatırması gerekmektedir. Yatırılan teminat miktarı baz alındığı takdirde vadeli piyasalarda yüksek oranlı kazanç ile riskin içiçe olduğu göze çarpmaktadır. Kişiler 3.000\$ tutarındaki düşük bir teminat miktarıyla 100 ons altını (1 kontrat) kontrol altında tutabilmektedir. Diğer bir ifade ile bir ons altının 350\$ olduğunu farzederseniz, 3.000\$ veren kişi 35.000\$ değerindeki 1 kontrat altını, aldığı veya sattığı kontrat ayına bağlı olarak belli bir süre zarfında kendi kontrolü altında tutmaktadır. Altının ons fiyatının 10 dolar düşmesi veya yükselmesi, kişinin pozisyonunda 1.000 dolarlık kâr veya zarara yol açmaktadır. Yukarıdaki örnekte de görüldüğü gibi; 3.000\$ tutarındaki teminata karşılık, tüccarın 1.000\$ kâr veya zarar etmesi, vadeli piyasada işlem yapan kişilerin hayli yüksek boyutlara varan kazanç ve kayıplarla karşı karşıya kalabileceğini açıkça ortaya koymaktadır. Vadeli piyasada işlem yapmanın dezavantajlarından bir diğeri de, teminat oranlarının borsalar tarafından her an değiştirilebilme ihtimalidir. Teminat oranının bir kontrat altın için 3.000\$ olduğunu düşünerek, sahip olduğu paranın tamamını teminat olarak kullanan kişilerin, teminat miktarının borsa yönetimi tarafından 3.000 dolardan 3.500 dolara yükseltilmesi durumunda ciddi bir finansal sıkıntı ile karşı karşıya kalacağı bir gerçektir. Bundan dolayı, vadeli piyasalarda işlem yapmak isteyen kişilerin teminat miktarının yükselmesi gibi olağanüstü durumları göz ardı etmemeleri ve tek bir kontrat üzerine oynamamaları gerekmektedir.

Vadeli altın işlemlerinde kullanılan en yaygın ve en basit strateji; yüksek fiyat beklentilerinde mal almak, düşük fiyat beklentilerinde ise mal satmaktır. Bu stratejinin aynısı fiziksel altın işlemlerinde, opsiyonlu altın işlemlerinde ve bir dereceye kadar altın şirketlerine ait hisse senetlerinin alışverişi sırasında uygulanmaktadır. Kişiler, finansal durumlarına ve yatırım amaçlarına bağlı olarak, değişik risk ve kazanç profilleri sunan bu araçlardan kendileri için en uygun olan birini veya birkaçını seçmektedirler. Ancak şu da var ki; vadeli altın işlemleri, fiziksel ve opsiyonlu altın işlemlerini içine alan diğer altın araçlarından genellikle çok daha etkilidir. Yapılan işlem sonucunda yüklenilen risk ve kazanç çok büyüktür. Gerekli

teminatı yatırıp vadeli alım veya satım pozisyonuna giren kişiler, beklentilerinin gerçekleşmesi durumunda paralarını birkaç günde ikiye katlayabildikleri gibi, aksi durumlarda da paralarını tamamen kaybedebilmektedirler. Bu nedenden dolayı, anaparalarından maksimum düzeyde yarar sağlamak isteyen kişilerin yüksek oranlı risklere önceden hazırlıklı olmaları gerekmektedir.

Ancak unutulmamalıdır ki vadeli altın işlemlerindeki risk, vadeli piyasada işlem yapan kişilerin almaya veya satmaya karar verdiği kontrat miktarına bağlıdır. Sonucun ne olacağı %100 oranında bilinse dahi, bu piyasada işlem yapmak isteyen kişilerin tek bir pozisyona yönelmemesi gerekmektedir. Vadeli altın işlemi yapan bir kişi, takas dairesince belirlenen miktardan daha fazla bir parayı teminat olarak yatırabileceği gibi, istediği taktirde kontrat tutarının tamamını da yatırabilmektedir. Böylece, gelecek bir tarihte yapılacak teslimat işlemi için fiziksel altın almaya benzer bir durum yaratılmakta ve altın fiyatındaki değişikliklerden kaynaklanan yüksek oranlı kazanç ve kayıp ihtimalleri ortadan kaldırılmaktadır.

Risk ve kazanç arasında belli bir denge kurmak amacıyla opsiyonlu işlemlerin, vadeli pozisyonlara benzer şekilde kullanıldığını da burada belirtmekte yarar vardır. Vadeli altın piyasasında spekülasyon yapmak isteyen kişilerin bazı konulara dikkat etmeleri gerekmektedir. Nitelik ve özelliklerinden dolayı, vadeli piyasada işlem yapılırken zamanlamanın çok iyi yapılması ve piyasanın çok iyi izlenmesi gerekmektedir. Piyasanın kendi yönünde hareket edeceğini sanarak işlem yapan spekülâtör, böyle bir olayın gerçekleşmemesi durumunda pozisyonunu hemen terk edebilmeli ve kaybını en aza indirmelidir. Vadeli altın işlemlerinde dikkat edilmesi gereken bir diğer nokta da, alım/satım fiyatlarının tam zamanında ve doğru olarak alınabilmesidir. Mevcut brokerla böyle bir şeyin yapılabilmesi mümkün değilse, spekülâtörün, kendini fiyat değişikliklerinden en kısa zamanda haberdar edecek bir başka brokerla anlaşması gerekmektedir. Fiyat değişikliklerinin hızlı ve düzenli şekilde alınamaması, spekülasyon yapmayı amaçlayan kişileri piyasanın gerisinde bırakmakta ve başarısızlığa itmektir. Fiyatlar düşerken, düşüşün durduğunu zannederek mal alan spekülâtörler, fiyatların daha da düşmesi durumunda planladıkları stratejide başarısız olabilmektedirler.

Temel bazı verilere dayanarak vadeli altın piyasasında işlem yapmak, kişileri yanlışlıklara itmektir. Altın piyasasıyla ilgili bazı temel veri ve bilgiler, fiyatları uzun vadede doğal olarak etkileyecektir. Ancak kısa vadede fiyatlar, verilerin tam aksine aşağı veya yukarı doğru hareket edebilmektedir. *"Güney Afrika Cumburtyett'nin altın ürettimnde kısıtlamaya gideceğini"* iddia eden bir haber, uzun vadede altın fiyatlarının yükselmesi için önemli bir sebep olmasına rağmen, kısa vadede herhangi bir anlam ifade etmeyebilir. Çünkü, böyle bir haberin fiyatlarda yükselişe yol

açabilmesi için öncelikle, yeryüzüne çıkarılan altın miktarında görece bir azalışın açıkça hissedilmesi gerekmektedir. Böyle bir haberin hemen arkasından yayınlanan "Federal Rezerv Bank faiz oranlarını yükseltecek" şeklindeki diğer bir haber altın fiyatlarının düşmesine sebep olurken, sermaye piyasalarında yaşanan büyük bir panik altın talebinin ve dolayısıyla altın fiyatlarının tekrardan artmasına neden olabilmektedir. Bazı teknik analiz sistemleri ani fiyat değişikliklerinin yaşandığı borsalarda piyasaya ne zaman girilip ne zaman çıkılacağı konusunda kişilere yardımcı olmaktadır.

3. VADELİ PİYASALARDA İŞLEM YAPANLARIN DİKKAT ETMESİ GEREKEN KURALLAR

Vadeli ve opsiyonlu işlemlerin nasıl yapıldığı, yatırım kararları alınırken nelere dikkat edilmesi gerektiği, alış/satış emirlerinin ne şekilde verileceği bir çok kişi tarafından tam olarak bilinmemektedir. Vadeli piyasalarda işlem yapmak isteyen kişilerin bazı konulara dikkat etmesi gerekmektedir. Borsadan borsaya farklılıklar gösterse de vadeli piyasalarda işlem yapan ve bu konuda oldukça başarılı olan kişilerin takip ettiği kurallar dizisini şu şekilde sıralamak mümkündür.

a) İyi Bir Ticaret Planı Yapmak

Herhangi bir piyasada vadeli mal alışverişi yapmak isteyen kişilerin öncelikle, riske atmaya hazır oldukları para miktarını, ne tür pozisyona girmek istediklerini (*alış veya satış*) ve son olarak da kâr veya zararlı sonuçlanan kontratları nasıl ve ne zaman terk edeceklerini çok iyi planlamaları gerekmektedir. Örneğin, 1 kontrat altın için 3,000\$ tutarındaki teminat miktarını riske atmayı, vadeli piyasada alım işlemi yapmayı ve 500 dolar kâr edince satmayı daha önceden planlayan bir kişi, kontrat fiyatının gerçekten 500\$ yükselmesi durumunda aldığı malı satıp satmama konusunda tereddütte kalmamalı ve ani karar vererek elindeki kontratı paraya çevirmelidir. Bu şekilde önceden plan yapmayan kişiler, altın fiyatının yükselmesi veya düşmesi durumunda genelde tereddütte kalmakta ve atik davranmadıkları için kazandıkları parayı kaybetmelerinin yanısıra çoğu zaman zarar dahi etmektedirler.

Bunlara ek olarak kişilerin çeşitli ihtimalleri göz önünde bulundurmaları ve piyasada ortaya çıkabilecek gelişmelere nasıl karşılık vereceklerini önceden hesap etmeleri gerekmektedir. Örneğin, altın fiyatı ons başına 10 dolar düşene değin beklemeyi kafasına koyan bir kişinin, fiyatın 10 dolardan daha fazla düşmesi durumunda sahip olduğu pozisyonu kapatma yoluna gitmesi ve kaybının daha fazla artmasına izin vermemesi gerekmektedir. Vadeli alışveriş işlemi öncesinde yapılan bu tür bir hazırlık işlemi, kişilerin irasyonel bir mekân olarak gördükleri borsalar için rasyonel bir yaklaşım geliştirmelerine yardımcı olmaktadır.

Böyle bir ön hazırlık, borsada alışveriş yapan kişilerin kendi başlarına karar alabilmelerine imkân tanıdığı gibi, bu kişilerin vadeli piyasalardaki başarı şansını da artırmaktadır.

b) Zararı En Kısa Zamanda Durdurmak, Kârın Artmasına İzin Vermek

Ticaretteki en önemli kural bu olmakla birlikte, zaman zaman bazı kişiler ellerinde olmadan bu kuralı çiğnemektedir. Buradaki sorun, diğer tüm alışveriş kurallarında olduğu gibi bu kuralla ilgili uygulamanın insan doğasına ters düşmesidir. Bir insanın aldığı maldan zarar etmesi ve daha fazla zarar etmemek için zararına satması uygulamada gerçekten çok zor bir harekettir. Bu durumun aynısı, alınan maldan kâr edilmesi durumunda da söz konusudur. Kişiler, para kazandıran bir alışveriş işlemini daha fazla para kazanmak amacıyla çoğu kez sona erdirmemekte, fiyatların aniden geri dönmesi durumunda ise sürpriz bir zararla karşı karşıya kalmaktadırlar. Birçok tüccar, kendilerince yapılan piyasa analizlerinin doğruluğuna güvendikleri ve piyasanın tekrardan yükseleceğine inandıkları için zararlarını sona erdirmeyi çoğu kez reddetmektedir.

Bunun yanında kazanç ve kayıplarına çok çabuk gem vurabilen kişilerin bulunduğunu da unutmamak gerekir. Kendilerince yapılan piyasa ve fiyat analizlerine dahi yeter derecede güvenmeyen bu kişiler, sahip oldukları pozisyonun kâra veya zarara geçmesiyle birlikte, fiyatın daha fazla yükselmesini veya düşmesini beklemeden pozisyonlarını kapatma yoluna gitmektedirler. Kârla sonuçlanacak herhangi bir vadeli işlem pozisyonunda kazancın daha fazla artmasına izin vermeden pozisyonu sona erdirmek hatalı gibi görünse de, ekonomik ve sosyal olayların etkisi altında kalan borsaların her an geri dönüş yapabileceği ihtimali, kişilerin bu tür bir davranış içine girmelerinin esas nedenidir.

Fiyat istikrarının sağlanamadığı hareketle bir piyasa ortamında, kısa vadede para kazanmak amacıyla mal almak pek doğru bir hareket değildir. Bu gibi durumlarda "bekle, gör" politikası uygulanmalı ve ekonomik ortamın yatırım yapmaya müsait olduğuna karar verildikten sonra alım veya satım yapılmalıdır. Piyasaları etkileyen, daha doğru bir ifadeyle yönlendiren faktörlerin başında gelen ekonomik, sosyal ve siyasi etkenlerden herhangi birinin tehlike sinyalleri vermesi, para ve sermaye piyasalarında işlem yapan kişileri büyük ihtimalle zararlı karşı karşıya bırakacaktır. Örneğin, seçim beklentisinin var olduğu dönemlerde, seçim sonrasında başa geçebilecek hükümetlerin uygulayacağı ekonomi politikası tam olarak bilinmeksizin, işsizliğin ve enflasyonun azalacağı yönünde olumlu bir karara varmak ve bu karar doğrultusunda altın satmak çok büyük bir risktir.

Kârla sonuçlanan vadeli işlemlerin yanında zararlı sonuçlanan işlemlerin sayısı oldukça fazladır. Zararla karşılaşan kişiler genelde zararlarını frenleyememektedir. Zararlarına en kısa zamanda “dur” diyebilen, kârlı pozisyonlarını en iyi şekilde değerlendirebilen ve bu tür bir strateji uyguladıkları için para kazanabilen kişilerin sayısı oldukça azdır. Yapılan araştırmalara göre, dünya piyasalarında alışveriş yapan kişilerin ancak %5'i başarılı olabilmektedir. Yukarıda da belirtildiği gibi bu kişilerin başarısı, esas itibarıyla zarar eden pozisyonların kısa zamanda sona erdirilmesinden ve trend yönünde hareket edilmesinden kaynaklanmaktadır.

c) Zarar Eden Pozisyona Hiçbir Şekilde Ekleme Yapmamak

Vadeli piyasalarda işlem yapan bazı kişiler, piyasanın ters yönde hareket etmesi ve girdikleri pozisyonun zarar etmesi halinde ellerindeki malın ortalama fiyatını düşürmek amacıyla tekrardan alım veya satım yapma yoluna gitmektedir. Altın fiyatlarının yakın gelecekte yükseleceğini tahmin ederek vadeli piyasada mal alan bir kişi, fiyatların düşmesi durumunda ortalama alım maliyetini düşürmek amacıyla tekrardan mal alarak aslında çok riskli bir pozisyona adım atmaktadır. Çünkü, düşük olarak kabul edilen fiyattan mal almak, o malın daha fazla düşmeyeceği anlamına gelmemektedir.

Aynı tehlike fiyatların yükselmesi durumunda da söz konusudur. Herhangi bir kontrat ayında altın fiyatlarının düşeceğini tahmin ederek vadeli piyasada mal satan kişinin, fiyatların yükselmesi durumunda ortalama satış maliyetini yükseltmek amacıyla yükselen fiyattan tekrardan mal satması oldukça tehlikelidir. Bu tür bir hareket kişilerin yüklendiği riski önemli ölçüde artırdığı gibi teminat olarak yatırılması gereken ek para ihtiyacından dolayı ciddi finansal sıkıntılar da yaratmaktadır. Örneğin, onsu 350 dolardan 10 kontrat altını 30.000\$ teminat yatırarak vadeli piyasada satışa sunan bir kişinin, fiyatın 370 dolara yükselmesi durumunda ortalama satış fiyatını 350 dolardan 360 dolara yükseltmek amacıyla 10 kontrat altını 370 dolara sattığını farzedelim. Bu durumda kişi, toplam piyasa değeri 740.000\$ olan 20 kontrat altını kontrolü altında tutmaya başlamakta ve ikinci işlemin teminatı olarak 30.000\$ tutarındaki ek bir fona gereksinim duymaktadır. Piyasanın kişi lehine geri dönmesi durumunda kişinin kâra geçmesini kolaylaştıran bu teknikte esas tehlike, piyasanın geri dönüş yapmaması ve kişi lehine hareket etmemesi sonucunda kendini göstermektedir. Böyle bir durum meydana geldiğinde kontrat pozisyonunu ilk durumuna göre üç beş katına çıkartan kişi, yıkıcı zararlarla karşı karşıya kalabilmektedir. Bu teknik çoğu zaman kişilerin lehine işlemekle birlikte, işlemediği durumlarda ortaya çıkabilecek zararların büyük ve yıkıcı boyutlarda olmasından dolayı pek tavsiye edilmemektedir.

d) Dikkatlerin Kâr ve Zarar Üzerinde Yoğunlaştırılmaması

İlk bakışta daha önce açıklanan kurallara benzer gibi görünse de oldukça önemli olan bu kural, kişilerin kazanç ve kayıplarının farkında olmalarını amaçlamaktadır. Vadeli piyasalarda para çok çabuk kazanılıp çok çabuk kaybedilebilmektedir. Bu tür piyasalarda ilk defa işlem yapan ve yaptığı işleminden para kazanan bir kişi, bu hızla giderse yılın kalan bölümünde ne kadar para kazanabileceğini hesaplamaya başlamakta ve sonuç olarak bundan sonraki işlemlerinde, daha önceleri aklının ucundan dahi geçirmedeği kâr beklentileriyle hareket etmektedir. Bir sonraki alışverişinde de başarılı olması durumunda bundan sonra devamlı olarak başarılı olacağına inanan kişi, üçüncü işlemde genelde, daha önceki başarılarını yinelemek ve aklından geçirdiği kârı bir defada yakalamak amacıyla pozisyonunu gereğinden fazla tutmaktadır.

Sonuçta, piyasanın kişiye karşı ters yönde hareket ettiğini ve bu kişinin kârdan zarara geçtiğini farzedelim. Tüccarın bu alışveriş işleminden zarar etmesinin nedenleri; kişisel görüşlerini devamlı olarak kazanç üzerinde yoğunlaştırması, tek bir işleminden yüksek kazanç beklemesi ve zarar edebileceği ihtimalini aklının ucundan dahi geçirmemesidir. Vadeli piyasalarda alışveriş yapmayı düşünen kişilerin kâr veya zarar konusunda sabit fikirli olmamaları, fiyatların aşağı ve yukarı doğru esnek olduğunu devamlı olarak göz önünde bulundurmaları gerekmektedir. Sürekli olarak kâr veya zarar hesabı yapan kişilerin aslında, piyasa aktivitesini tarafsız şekilde izlemeleri ve pozisyonlarını bu aktivitelerde meydana gelen değişikliklere göre ayarlamaları gerekmektedir. Dikkatleri devamlı olarak kâr veya zarar üzerinde yoğunlaştırmak, kişilerin karar verme sürecini bozduğu gibi alım/satım kararlarının kişi psikolojisinin etkisi altında kalmasına da neden olmaktadır.

e) Belirsizlik Durumlarında Kenara Çekilmek

Borsaların durağan olduğu günlerde dahi alım/satım yapan kişilere hemen her borsada rastlanmaktadır. Seans salonunda bulunan veya borsa seanslarını dikkatle takip eden kişilerin birçoğu, işlem yapmadıkları gün kendilerinde eksiklik hissetmektedir. Piyasalarda işlem yapan kişilerin en tehlikeli pozisyonlara, piyasanın durgunluk içinde bulunduğu ve fiyatların hareketsiz olduğu dönemlerde girdiği bilinmektedir. Belirsizliğin hakim olduğu günlerde birşeyler yapıyor olmanın sorumluluk duygusu içinde hareket eden kişiler, risk oranı oldukça yüksek tehlikeli pozisyonlara girmektedirler.

1980 yılının ortalarında *Chicago Board of Trade*'de faaliyet gösteren birtakım deneyimli tahıl tüccarları, tahıl piyasalarının göreceli olarak sıkıcı bir hâl almasıyla birlikte yeni finansal araçlarla ticaret yapmayı düşünmüş ve altın piyasasına gelmişlerdir. Tahıl tüccarlarının bazıları tahıl alım satımında uyguladıkları temel prensipleri yeni finansal araçlar üzerinde de uygulamaya girişmiş, ancak, finansal araçların çok farklı ticari karakterlerinden dolayı deneyimli tahıl tüccarlarının birçoğu büyük kayıplarla karşı karşıya kalmışlardır. Diğer taraftan tahıl piyasalarında uygulanan tekniklerin finansal alanlara hemen transfer edilemeyeceğini anlayan tahıl tüccarlarından bazıları da, anlamadıkları bu piyasalara hemen girmek yerine seans salonlarında durmayı ve incelemeyi yeğlemiş, alışveriş yapma konusunda kendilerini yeterli gördükleri zaman yeni piyasalarda işlem yapmaya başlamışlardır.



BÖLÜM VI



EMİR TÜRLERİ

Herhangi bir malın alınıp satılması sırasında dikkat edilmesi gereken en önemli konu alım satım emirlerinin nasıl verileceğidir. Mal piyasalarında işlem yapmak isteyen kişiler, alım satım emirlerini değişik şekillerde seans salonlarına ulaştırmaktadırlar. Alım ve satım talimatlarının nasıl verileceğini ve belirli durumlarda hangi talimatın bizim için en uygun sonucu yaratabileceğini bilmek, yaptığımız işlemin geleceği bakımından büyük önem arz etmektedir.

Alış/satış talimatı veren kişilerin, bu emri yerine getirecek aracı kurum veya brokera bildirmesi gereken bazı konular bulunmaktadır. Verilen emrin; alış veya satış işlemlerinden hangisi için kullanılacağı, kontrat sayısı, kontratın teslimat tarihi, alınan veya satılan malın ne olduğu, alım veya satım fiyatı, işlemin hangi borsada yapılacağı ve emrin geçerlilik süresi bu konulardan bazılarıdır. İster karışık olsun ister basit tüm bu bilgilerin her bir talimat için, emri veren kişi tarafından matbu olarak düzenlenmiş formlara yazılması ve imzalanması gerekmektedir.

Talimat vermek için brokerını arayan kişinin, talimat ile ilgili tüm bilgileri yavaş ve açık şekilde izah etmesi gerekmektedir. Talimatla ilgili farklı bir durumun var olması durumunda, mevcut farklılığın üzerine basa basa tekrarlaması gerekmektedir. Örneğin, vadeli altın işlemleri sırasında devamlı olarak Comex kontratını tercih eden bir kişinin, MidAm kontratını kullanmak istemesi durumunda "MidAm" kontratı ile alışveriş yapacağını özellikle belirtmesi gerekmektedir. Yapacağı alışveriş işlemiyle ilgili talimatları brokerına ileten kişi yanlış anlamaya fırsat vermemek amacıyla tüm söylediklerini brokera tekrar ettirmeli, herhangi bir yanlışlık varsa talimatın tümünü yeni baştan izah etmelidir.

1. VADELİ PİYASALARDA UYGULANAN EMİR TÜRLERİ

Dünya borsalarında kullanılan emir türlerinin önem sırasına göre kısaca açıklandığı bu bölümde, emir türleri ve bu emirlerin özellikleri aşağıdaki gibidir;

a) Serbest Emirler

Serbest emirler en sık kullanılan ve en fazla suiistimal edilen emir türüdür. Piyasadaki işlem fiyatı üzerinden alım veya satım yapma yetkisini brokera tanıyan bu emir türü, altın fiyatlarının seans içinde yükselişe veya düşüğe geçeceğine inanan ve mümkün olduğu kadar çabuk hareket etmek isteyen kişiler tarafından sık sık

kullanılmaktadır. Serbest emirlerdeki en büyük sorun, alışveriş işlemlerinin genelde kişinin aleyhine sonuçlanmasıdır. İşlem yapma konusunda brokerını serbest bırakan ve mal satmak isteyen kişiler, satmak istedikleri malı piyasa fiyatından daha düşük fiyata satarken, mal almak isteyenler de, almak istedikleri mal için piyasa fiyatından daha yüksek bir fiyat ödemek durumuyla karşı karşıya kalmaktadırlar. Gerek alış gerekse satış işlemi sırasında yapılan ticari işlemde beklediği verimi elde edemeyen kişiler, alışveriş işlemlerini gerçek piyasa fiyatları üzerinden yerine getirememekte ve çoğu zaman brokerlarından şüphelenmektedirler.

Alım satım işlemlerinin istenildiği şekilde yapılamaması ve kişilerin değişik fiyatlarla karşı karşıya kalması çeşitli nedenlerden kaynaklanmaktadır. Herhangi bir tüccarın verdiği emir birçok durumda, o an için seans salonuna gelen yüzlerce hatta binlerce emirden sadece birisi olmakta ve bu hızlı emir akışı fiyatların aniden düşmesine veya yükselbilmesine neden olabilmektedir. Müşteri tarafından brokera verilen emrin seans salonuna benzer emirlerden beş on saniye sonra gelmesi, bu tür emirlerin uygulanışı sırasında ortaya çıkan tartışmaların temel nedenidir. İşlem gerçekleştiği sırada piyasanın beklenen yöne doğru önemli ölçüde hareket etmiş olmasından dolayı birçok kişi kendini temel bir düşüş veya yükseliş reaksiyonunun başında bulacağına, ortasında veya sonunda bulabilmektedir. Fiyatların birkaç saniye içinde yüzde 5-10 civarında değer kaybedebildiği para ve sermaye piyasalarının birçoğunda, müşteriler ile brokerlar arasındaki tartışmalara hemen her gün rastlamak mümkündür.

Serbest piyasa emirlerinin uygun fiyatlardan yerine getirilmesi bazı durumlarda seans salonunda bulunan piyasa katılımcıları tarafından da engellenebilmektedir. Fiyatların aşağı ve yukarı doğru ani hareketlenme gösterdiği durumlarda, seans salonundaki katılımcılar trendin gücünü denemek amacıyla çok dengesiz alım /satım fiyatları sunacaklardır (350.10/350.40 \$ gibi). Bu gibi durumlarda alış fiyatlarını oldukça düşük tutan piyasa düzenleyicileri, herhangi bir alım emrinin seans salonuna gelmesiyle birlikte satış fiyatlarını iki üç basamak yükseltmektedirler. Serbest emirler herhangi bir alış veya satış fiyatı içermediği için, müşterinin verdiği alım emrini yerine getirmek isteyen broker bu malı, fiyat bakımından iki üç basamak daha yüksek olan 350.40 dolardan satın alırken, tersi durumda da müşterisinin malını o an için oldukça düşük bir fiyat düzeyi olan 350.10 dolardan satmak zorunda kalmaktadır.

Trendin normal bir seyir içinde bulunduğu günlerde seans salonuna gelen alış/satış emirlerinin, müşterilerin beklentileri doğrultusunda gerçekleşmesi pek mümkün değildir. Vadeli işlem yapılan piyasalarda, seans salonunda bulunan piyasa katılımcılarının, aldıkları malları çok düşük kârlarla hemen sattıkları daha önceki

bölümde anlatılmıştı. Vadeli kontrat fiyatının 350.10/350.20 dolar olduğu herhangi bir anda altın satmak isteyen müşterinin malı normal şartlarda 350.10 dolardan satılırken, altın almak isteyen müşterinin malı da 350.20 dolardan satın alınmaktadır. Spekülatörlerin bir an için alıma başladıklarını ve altın fiyatını bir basamak yukarı çekerek 350.20/350.30 dolara yükselttiklerini farzedelim. 10-15 saniye içinde gerçekleşen bu işlem sırasında Reuters ekranında 350.20 dolardan alış, 350.30 dolardan da satış yapıldığını gören kişiler, satış yapmak için brokerlarını arayana ve "sat" emrini verene kadar, (o an için ekranda görülme de) piyasa fiyatı eski düzeyine zaten gerilemektedir. Çünkü, fiyat yükselişinin başlamasından üç beş dakika önce spekülatörlerce 350.10 dolardan satın alınan altınlar, müşteri emirleri borsaya ulaşana kadar 350.20 dolardan satışa sunulmakta ve bundan dolayı fiyat tekrardan 350.10/350.20 dolara gerilemektedir.

Serbest emirlerin bir diğer dezavantajı, müşterilerce tanınan işlem serbestisinin bazı brokerlar tarafından suistimal edilmesidir. Müşterileri yanında kendi adlarına da alışveriş yapan bazı brokerlar, altın fiyatlarında ani düşüşlerin yaşandığı günlerde yüksek fiyata satılan malları kendi hesaplarına, düşük fiyata satılanları da müşterilerinin hesabına yazarken; altın fiyatlarının yükseldiği günlerde düşük fiyata alınan malları kendi hesaplarına, yüksek fiyata alınan malları da müşterilerinin hesabına yazabilmektedirler. Alış veya satış talimatının "serbest emir" şeklinde verildiği borsaların birçoğunda bu tür haksızlıklara rastlanmakta ve bu durumdan genelde küçük tasarruf sahipleri zarar görmektedir.

Tüm bu sakıncalarına rağmen serbest emirlerin bazı avantajlı tarafları da bulunmaktadır. Serbest emir türü dışında kalan diğer emir türlerinin birçoğunda, emir yerine getirilmezden önce bazı koşulların gerçekleşmesi gerekmektedir. Bu koşulların gerçekleşmemesi durumunda alışveriş işlemi yerine getirilememektedir. Serbest emirler, mevcut olan herhangi bir fiyattan yerine getirildikleri için her zaman işlem yapılabilir. Piyasanın aşağı veya yukarı doğru hareket edeceğinden emin olan ve piyasaya kesinlikle girmek isteyen tüccarın, bu nedenden dolayı serbest emirle iş yapmaktan başka çaresi bulunmamaktadır.

b) Limitli Emirler

Limitli emir, alışveriş işleminin belirli bir fiyattan veya daha da uygun bir fiyattan yerine getirilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Onsu 355 dolardan 10 kontrat altın satın almak için limitli alış emri veren tüccar, bu altınları 355 doların altındaki herhangi bir fiyattan ya da en fazla 355 dolardan almayı kabul etmekte, 355 doların üstünde gerçekleşen bir alım işlemini asla kabul etmemektedir. Yukarıdaki örneğin tam tersine, 355 dolardan 10 kontrat altın satmak için limitli satış emri veren tüccar

da, 10 kontrat altını en az 355 dolardan veya 355 doların üstündeki herhangi bir fiyattan satmayı kabul etmekte, 355 doların altında gerçekleşen satış işlemini asla kabul etmemektedir.

Limitli emirler alış veya satış fiyatlarının bir dereceye kadar kontrol edilebilmesine imkân tanımaktadır. Çünkü limitli emir brokera, *“bu malı bu fiyata sat, ama daha düşük fiyata satma”* veya *“bu malı bu fiyata al, ama daha yüksek fiyata alma”* gibi kesin sınırlamalar getirmektedir. Serbest piyasa emirlerinde olduğu gibi limitli emirlerin de bazı olumsuz yanları bulunmaktadır. Örneğin, brokerına limitli satış emri veren bir kişi, bu emirle; satmaya razı olduğu minimum fiyat düzeyini ortaya koymakta, maksimum fiyat düzeyini belirlememektedir. Altın fiyatı 345 dolar iken bir kişinin satış fiyatı olarak 355 dolar belirlediğini, brokerına satış işlemiyle ilgili gerekli talimatları verdiğini ve o günkü seansta altın fiyatının 345 dolardan 358 dolara kadar yükseldiğini farzedelim. Bu durumda, fiyatı 355 dolara yükselinceye kadar müşterisinin malını satışa sunmayan broker, altın fiyatı 355 dolara ulaşır ulaşmaz devreye girmekte ve 355 dolardan aşağı olmamak kaydıyla altınları satmaktadır. Normal şartlar altında yapılması gereken olay bu olmakla birlikte, 355 dolar olan altın fiyatının 356 hatta 358 dolara birdenbire fırlaması ve müşteri malının 355 dolardan değil de 358 dolardan satılması durumunda, brokerlardan kaynaklanan bazı istenmeyen durumlar ortaya çıkabilmektedir. Müşterisinin malını 358 dolara satmasına rağmen 355 dolara sattığını iddia eden brokerlara bu tür durumlarda sık sık rastlanmaktadır.

Limitli emirler bazı durumlarda kişileri korumakla birlikte, bazı durumlarda da işlem yapılmasına engel olabilmektedir. Bir limitli emir brokera aslında şunu söylemektedir; *“Bu fiyattan veya daha güzel fiyattan işlem yapabilirsen yap, yapamazsan hiç yapma”*. Örneğin, fiyatın 356 dolar olması durumunda elindeki altını satmak isteyen bir tüccarın malı, fiyatın 355.90 dolara kadar çıkması ve o noktadan sonra tekrardan düşüşe geçmesi durumunda satılmamaktadır. Bazı durumlarda da, fiyatın 356 doları sadece birkaç saniyelikliğine görmesinden dolayı, o kadar kısa bir zaman süresi içerisinde kişinin malını satabilmek mümkün olmamaktadır.

c) Beklemeli Emirler (Stoploss Order)

Vadeli piyasalarda serbest emirlerden sonra en fazla kullanılan emir türü beklemeli emirlerdir. Beklemeli emirler, mevcut bir vadeli işlem pozisyonundaki kayıpları sınırlamak amacıyla kullanıldığı gibi, kâr ve zararın frenlenmesi veya yeni bir pozisyona girmek için de kullanılabilir. Beklemeli emirleri serbest emirlerden ayıran en büyük özellik, erişilmesi gereken fiyat düzeyinin alışverişten önce tespit

edilmesidir. Piyasa, beklemeli emrin fiyatına ulaştığında beklemeli emirler serbest emir haline gelmektedir. Sonuç olarak, belli bir fiyattan beklemeli emir verilmesi, alışverişin o fiyattan yerine getirileceğini garanti etmemektedir. (36)

Beklemeli emirler, tipik olarak mevcut bir vadeli işlem pozisyonundaki kayıpları sınırlamak için kullanılmaktadır. Örneğin, onsu 360 dolardan 10 kontrat altın alan kişinin 355 dolardan beklemeli satış emri (*sell stop*) vermesi ve altın fiyatının 355 dolara gerilemesi durumunda, beklemeli satış emri yürürlüğe konulmakta ve kişinin daha fazla zarar etmemesi için pozisyon tasfiye edilmektedir. Bekleme sınırının 355 dolar olarak belirlenmesi, o malın 355 dolardan satılacağı anlamına gelmemektedir. Çünkü, fiyatın 355 dolara düşmesiyle birlikte beklemeli emir serbest emir haline dönüşmekte ve söz konusu mal 355 dolardan veya 355 doların altındaki veya üstündeki herhangi bir fiyattan alışverişe konu olmaktadır. Piyasa fiyatının 355 dolara düşmesi fiyatın daha da aşağı düşmeyeceği anlamına gelmemektedir. Önemli bir reaksiyon durumunda fiyatların aniden 340 dolara kadar gerilemesi durumunda müşterinin malı 340 dolardan satılacaktır.

Müşteri tarafından brokera verilen beklemeli emir, aslında ateşlemenin yapılacağı fiyat düzeyini ifade etmektedir. Vadeli piyasada mal satın alan tüccarlar fiyat düşüşlerinden kaynaklanan zararlarını belli bir noktada durdurmak amacıyla, o günkü piyasa değerinden daha düşük bir fiyata beklemeli satış emri koyarken, vadeli piyasada mal satan kişiler de fiyat yükselişlerinden dolayı aşırı oranda zarar etmemek amacıyla o günkü piyasa değerinden daha yüksek bir fiyata beklemeli alım emri koymaktadırlar. Örneğin, vadeli piyasada 370 dolardan altın satan kişi, 375 dolara beklemeli alım emri koymakta ve böylelikle; altın fiyatının 375 doları geçmesi durumunda, yüksek oranlı bir zararla karşılaşmamak için vadeli piyasada satmış olduğu altınları tekrardan satın almayı amaçlamaktadır.

Beklemeli alım veya beklemeli satım emirlerinde karşılaşılan en büyük sorun emrin hangi fiyat düzeyine konulacağıdır. Beklemeli emrin o günkü piyasa fiyatına çok yakın yerleştirilmesi durumunda, piyasa fiyatının bekleme noktasına ulaşıp geri dönmesi risk oranı düşük küçük bir zarara yol açarken, beklemeli emrin o günkü piyasa fiyatından çok uzağa yerleştirilmesi, ciddi boyutlardaki kayıplara neden olabilmektedir. Vadeli piyasalarda işlem yapan kişiler açısından, beklemeli alım veya beklemeli satım emirlerine konu olan fiyat düzeyinin teknik analiz yöntemleriyle belirlenmesi gerekmektedir. Örneğin, altın fiyatı 370 dolar iken, trend göstergeleri ons fiyatının 378 doları hızla geçmesi durumunda 385 dolara kadar

(36) Kevin Commins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.37

yükselebileceğine işaret ediyorsa, vadeli piyasada satış yapan kişinin 376 dolara beklemeli alım emri koyması mantıksızlıktır. Çünkü, altın fiyatı trend göstergelerine göre 376 dolara hatta 377.90 dolara kadar yükselebilir ve o noktadan itibaren hızla geri dönebilir. Buradaki en kritik nokta 378 dolarlık fiyat düzeyidir. 378 dolarlık fiyatın hızla aşılabilmesi durumunda altın fiyatının tekrardan düşüşe geçmesi olasılıklar dahilindedir. Bundan dolayı kişinin, beklemeli alım emrini 376 dolar yerine 378 dolara koyması gerekmektedir. Bu tür emirlerin verilmesi durumunda, trend gücünün ve yönünün dikkatle analiz edilmesi gerekmektedir. Kişilerin kendi görüşleri doğrultusunda çeşitli fiyat düzeyleri belirlemesi, yapılan işlemlerin çoğu zaman zararlı sonuçlanmasına neden olmaktadır.

Vadeli piyasalarda işlem yapan bazı kişilere göre seans salonunda bulunan piyasa katılımcılarının birçoğu, beklemeli alım ve satış emirlerinin hangi fiyat seviyelerinde yoğunlaştığını bilmekte ve piyasa fiyatını o seviyelere doğru bilerek hareket ettirmektedirler. Böyle bir durumda piyasa katılımcıları kendi pozisyonlarını tam tersi duruma sokmakta ve beklemeli emirlerin serbest emir olmasından istifade ederek ya düşük fiyattan mal toplamakta, ya da yüksek fiyattan mal satmaktadırlar.

Mal piyasalarının birçoğunda fiyatlar seans içinde devamlı olarak hareket halindedir. Bazı günler sadece yukarı doğru hareket eden fiyatlar, bazı günler sadece aşağı doğru hareket edebilmekte, bazen de aşağı ve yukarı yönde dalgalanmalar göstermektedir. Seansın ilk saatlerinde yüksek olan fiyatlar yoğun satış emirlerinin gelmesiyle düşüşe geçerken, düşük fiyatlardan mal almak isteyen kişilerin gelmesi sonucunda tekrardan yükselişe geçebilmekte, sonuçta bu tür dalgalanmalar gün içerisinde defalarca tekrarlanmaktadır.

Beklemeli alım veya satım emirleri, vadeli işlem pozisyonundaki kazancını garanti altına almak isteyen kişiler tarafından da tercih edilmektedir. Bir kişinin, altın fiyatlarının gelecek iki ay içerisinde düşeceğini tahmin ederek 20 kontrat altını 375 dolardan vadeli piyasada sattığını ve altın fiyatının, bu kişinin tahminleri doğrultusunda iki hafta sonra 365 dolara düştüğünü farzedelim. Böyle bir durumda normalde yapılması gereken olay, yüksek fiyattan satılan malın daha düşük fiyattan satın alınması ve yapılan işlemde kâr elde edilmesidir.

Ancak kişinin böyle davranmadığını ve ons fiyatının daha da düşeceğine inandığı için alım yapmayarak beklediğini farzedelim. 375 dolardan 365 dolara gerileyen ons fiyatının ani bir reaksiyon sonucunda tekrardan 375-380 dolara yükselebileceğini de göz ardı etmeyen kişi, böyle bir durum karşısında beklemeli alım emri vererek mevcut kazancını bir yönde garanti altına alabilmektedir. Kişinin bu amaçla 370 dolardan beklemeli alım emri verdiğini farzedelim. Böyle bir emir, altın fiyatlarının

yükselmeye başlaması durumunda 375 dolardan satılan malın hiç olmazsa 370 dolardan yerine konmasına imkân tanımaktadır.

Beklemeli alım ve satım emirleri piyasadaki fiyat değişimlerine göre sık sık ayarlanmaktadır. Altın fiyatının 355 dolara düşmesi durumunda, yukarıdaki kişi beklemeli alım emrini bu sefer 360 dolar olarak belirlemekte ve fiyatların geri dönmesi durumunda 375 dolardan sattığı malı hiç olmazsa 360 dolardan yerine koymayı amaçlamaktadır. Böyle bir durumda kişi, satmış olduğu altınlar 360 dolardan satın alabilirse kontrat başına 1500 dolar kazancı garanti altına almış olacaktır.

Pozisyon kazancının garanti altına alınmasına imkân tanıyan bu olayın aynısı beklemeli satım emirleri içinde geçerlidir. Fiyatların yakın gelecekte yükseleceğini düşünerek vadeli piyasada 375 dolardan 15 kontrat altın alan kişinin görüşlerinde haklı çıktığını ve fiyatın 390 dolara yükseldiğini farzedelim. Bu durumda kişi, altın fiyatının daha da yükseleceğini düşünerek aldığı altınları satmamakta fakat, fiyatın her an geri dönebileceği ihtimalini de göz ardı etmemektedir. Bundan dolayı kişi, 385 dolara beklemeli satış emri koyarak, ani bir fiyat düşüklüğü durumunda 375 dolardan aldığı altınları hiç olmazsa 385 dolardan satmayı ve kontrat başına 1.000 dolarlık kazancı garanti altına almayı amaçlamaktadır.

Beklemeli alım veya beklemeli satım emirlerini kullanarak alışveriş yapmak isteyen kişilerin bazı konulara özellikle dikkat etmesi gerekmektedir. Bazı kişiler limitli emirler ile beklemeli emirleri birbirine karıştırmaktadır. Gerek serbest gerekse limitli ve beklemeli müşteri emirlerinin, spesifik bir fiyat üzerinden yerine getirilmesi pek mümkün değildir. Birkaç dakika içerisinde yüzlerce defa değişen fiyatlar, mal almak veya satmak isteyen müşterilerin umdukları fiyatı bulamamalarına neden olmaktadır. Limitli alım emirlerinde; satın alınacak malın maksimum limit fiyatından veya limit fiyatının daha da altındaki bir fiyattan satın alınması gerekirken; beklemeli alım emirlerinde satın alınması düşünülen mal, beklemeli alım fiyatından veya beklemeli alım fiyatının altında veya üstünde belirlenecek herhangi bir fiyattan satın alınabilmektedir. Limitli satış emirlerine gelince; satılacak malın, minimum limit fiyatından ya da limit fiyatının daha da üstündeki bir fiyattan satılması gerekirken; beklemeli satış emirlerinde satılması düşünülen mal, beklemeli satış fiyatından veya beklemeli satış fiyatının altında veya üstünde belirlenecek herhangi bir fiyattan satılabilmektedir.

Serbest, limitli ve beklemeli emirlerin birleşimlerinden oluşan çeşitli türlerdeki alış/satış emirleri kişiler tarafından uygulanmakta ve değişik tiplerdeki borsaların birçoğunda farklı alışveriş stratejilerinin yapılabilmesine imkân tanımaktadır.

d) Piyasa Kapanış Emri

Vadeli mal borsalarında kullanılan emir türlerinden bir diğeri piyasa kapanış emridir. Kapanış emri, borsaların kapanışı sırasında kişilerin alışveriş yapabilmesine imkân tanımaktadır. Alınıp satılan mal türü ne olursa olsun, piyasaların birçoğunda kapanış anında tek bir fiyatın varlığından söz etmek mümkün değildir. Gerçek anlamda kapanış fiyatı tek bir fiyat değil, alışveriş yapılan fiyatlar dizisi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Gün içerisinde alışveriş yapan tüccarların birçoğu borsanın kapanmasına az bir süre kala pozisyonlarını kapatma yoluna gitmektedir. Borsaların hemen hemen tümünde seans içi spekülâtif hareketlere sık sık rastlanmaktadır. Seans sonuna doğru fiyatların düşeceğini tahmin edenler, seansın ilk başlarında açığa mal satarken; seans sonuna doğru fiyatların yükseleceğini tahmin edenler de seansın başında açığa mal almaktadırlar. İşte bu nedenden dolayı seansın son dakikalarında büyük bir canlılık gözlenmektedir. Bazı kişiler seans başında ucuza aldıkları malları daha yüksek fiyattan satışı sunarken, bazı kişiler de yüksek fiyattan sattıkları malları daha düşük fiyattan yerine koymaya çalışmaktadır. Seansın sonuna doğru mal almak veya satmak isteyen kişiler, bu işlemlerle ilgili emirlerini genelde *"kapanış fiyatından al"* veya *"kapanış fiyatından sat"* şeklinde vermektedir. Alış ve satış emirlerinin son on-onbeş dakika içinde yoğunluk kazanması, kapanış fiyatı olarak tek bir fiyatın belirlenmesini imkânsız kılmaktadır. Örneğin, seans sonuna kadar oldukça hareketsiz kalan ve 356.20/356.30 dolar üzerinden alım satımına konu olan altın fiyatının, hareketliliğin başlamasıyla birlikte bazı dengesizlikler göstermesi doğaldır. Bu durumda bazı kişiler 356.10 hatta 356.00 dolara mal verirken, bazı kişiler 356.40 hatta 356.50 dolardan mal almaktadır. Alış ve satış işlemlerinin yoğunluk kazanması sonucunda kapanış esnasında alış ve satış fiyatları arasındaki fiyat basamaklarının sayısı artış kaydetmektedir. Normal şartlar altında 10 sentlik basamaklar halinde artan veya azalan altın fiyatının dört beş basamak artması veya azalması, brokerlar ile müşterileri bazı durumlarda karşı karşıya getirmektedir.

e) Piyasa Açılış Emri

Piyasa kapanış emrinin tersi piyasa açılış emridir. Kapanış fiyatlarında olduğu gibi açılış fiyatları da tek bir fiyat halinde değil, fiyatlar dizisi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Fiyatların gün içinde düşeceğine veya yükseleceğine inanan kişiler, piyasanın açılmasından kısa bir süre önce brokerlarına gerekli talimatı vermekte ve *"kaça olursa olsun al"* veya *"kaça olursa olsun sat"* anlamına gelen piyasa açılış emrini vermektedirler. Piyasa açılış emirleri genelde belirli bir fiyat ile birlikte verilmektedir. Örneğin, brokerına *"açılış anında 357.50 dolara mal bulabilirsen al"* diye talimat veren bir kişi aslında limitli bir alım emri vermektedir. Gerek açılış gerekse kapanış emirlerinin ortak özelliği, açılış ve kapanış sırasında yerine getirilmeyen

alışveriş emirlerinin, tüccar tarafından aksi bir talimat verilmemesi durumunda otomatik olarak iptal edilmesidir.

f) Kesin Fiyatlı Emirler

Vadeli altın borsalarında kullanılan bir diğer emir türü "*kesin fiyatlı*" emirlerdir. Müşteriler tarafından verilen kesin fiyatlı alım veya satım emirleri, belirlenmiş olan fiyattan yerine getirilmediği takdirde hemen iptal edilmektedir. Bu tür emirlerin en büyük özelliği, belirlenmiş olan fiyat dışında hiçbir fiyat sapmasına izin vermemesidir. Piyasaların birçoğunda, brokerlar ile müşteriler arasında alışveriş işlemlerinden kaynaklanan tartışmaların çıktığı bilinmektedir. Emrin yanlış anlaşılmasından, karıştırılmasından veya doğrudan doğruya brokerin kötü niyetinden kaynaklanan bu tür tartışmaların esas nedeni, alış/satış emirlerinin gerek brokerlar gerekse müşteriler tarafından tam olarak anlaşılmamasıdır. Bu tür tatsızlıkların ortaya çıkmasına olanak vermeyen tek emir türü şüphesiz "*kesin fiyatlı*" alım veya satım emridir.

Brokerları ve aracıları iyiden iyiye bağlayan bu tür emirlerde; verilen alış veya satış emrinin dışına kesinlikle çıkılamamaktadır. Alış emrinin gelmesiyle birlikte seans salonunda bulunan brokerın, o fiyattan satıcı olup olmadığına bakması ve eğer varsa hemen alması gerekmektedir. Örneğin, seans içinde altın fiyatlarının hareketlenmeye başladığı ve 358 dolardan 360 dolara yükseldiği herhangi bir an da kişinin altın almaya karar verdiğini ve bu amaçla brokerını arayarak 360 dolardan 20 kontratlık kesin fiyatlı alım emri verdiğini farzedelim. Eğer, alış emri seans salonuna ulaştığında altın fiyatı 360.50 dolar ise müşterinin emri yerine getirilmeyecektir.

Çünkü, müşteri alacağı malın fiyatına kesin bir değer biçmiş ve 360 dolar olarak belirlemiştir. Seans salonuna ulaşan kesin alım emrini yerine getirmek için faaliyete geçen brokerın, bu fiyattan ancak 17 kontrat altın bulması durumunda, geriye kalan 3 kontratlık kısım iptal edilmekte ve 17 kontrat malın 360 dolardan satın alındığı müşteriye hemen bildirilmektedir.

g) Koşullu Emirler

Koşullu emirler, değişik türdeki vadeli kontratlarla ilgilenen kişiler tarafından yoğun şekilde kullanılmaktadır. Örneğin, Alman Markı ile dolar arasındaki cari paritenin $1.62DM=1\$$ olduğunu, paritenin 1.55 olması durumunda bir kişinin 20 kontrat altın almak istediğini ve bu amaçla "*eğer $\$/DM$ paritesi 1.55'e düşerse, 20 kontrat altın almak istiyorum*" şeklinde alım emri verdiğini farzedelim. Ancak bu tür koşullu emirleri kullanarak, çok iyi bir alışveriş yapmak mümkün değildir. Çünkü bu tür emirlerde $\$/DM$ paritesi için limitli emir verilirken, satın alınacak 20 kontrat altın

için serbest emir verilmektedir. Birçok kişi, daha iyi şartlarla alım satım yapmak amacıyla koşullu emrin sonuna limitli bir emir yerleştirmekte ve *"paritenin 1.55, vadeli altın fiyatının da 375 dolar olması durumunda 20 kontrat altın al veya sat"* şeklinde talimat vermektedir. Ancak şu da var ki, kişinin hem \$/DM paritesi hem de altın fiyatı için limitli emir vermesi alışverişin yerine getirilme şansını giderek azaltmaktadır. Parite 1.55'e gerilerken, altın fiyatının 375 dolara değil de 374.90 dolara yükselmesi alışveriş işleminin yapılmasına engel olmaktadır.

h) İptalli Emirler

Belirli fiyat düzeylerinden iki emrin bir arada verildiği bu tür emirlerde, piyasa fiyatına ulaşan emirlerden herhangi biri öncelikle yerine getirilirken, diğer emir iptal edilmektedir. Örneğin, piyasa fiyatı 370 dolar iken bir kişinin 365 dolardan satış, 375 dolardan da alış emri verdiğini farzedelim. Seans içinde piyasa fiyatının yükselmeye başlaması ve 375 dolara ulaşması sonucunda müşterisine ait alım emrini yerine getiren broker, alım işleminin gerçekleşmesi üzerine 365 dolarlık satış emrini iptal etmektedir. Burada şöyle bir soru akla gelebilir; altın fiyatı 370 dolar iken altın almayanlar, altın fiyatının 375 dolara yükselmesi durumunda neden altın alıyor? Günümüzde birçok yatırımcı, teknik analiz yöntemlerinden birini veya birkaçını alışveriş işlemlerinin temel belirleyicisi olarak görmekte ve bu analizler doğrultusunda hareket etmektedir. Altın fiyatı 370 dolar civarında seyrederken, yapılan analiz sonuçlarına göre; fiyatın 375 doları kırması durumunda 380 dolara; 365 doları kırması durumunda ise 360 dolara gideceğinin ileri sürülmesi, spekülâtörlerin, *"fiyat nasıl olsa 380 dolara çıkacak onun için 375 dolar pahalı değil"* şeklinde karar almalarına neden olmaktadır. Aşağı ve yukarı yönde yapılan fiyat tahminleri, iptal edilebilir çift yönlü alış satış emirlerini gündeme getirmektedir. Alış emrinin gerçekleşmesi durumunda satış emri iptal edilirken, satış emrinin gerçekleşmesi durumunda alış emri iptal edilmektedir.

i) Spred Emirleri

Farklı aylara ait iki altın kontratı arasındaki fiyat farkının artacağı veya azalacağı beklentisiyle; herhangi bir vadeli kontratın, diğerine karşılık alınıp satıldığı ticari işleme *"spred"* denilmektedir. Altın tüccarları tarafından en fazla tercih edilen işlem türlerinin başında spred emirleri gelmektedir. İleride ayrıntılı olarak ele alınacağı gibi spred emirleri, uzak ve yakın tarihli kontratlar arasındaki fiyat farklılığının artış veya azalış kaydedeceği beklentisiyle, *"yakın tarihli kontrat satın alınırken, uzak tarihli kontratın satışa sunulması"* veya *"yakın tarihli kontrat satılırken, uzak tarihli kontratın satın alınması"* esasına dayanmaktadır. Spred emirleri, nitelik itibarıyla serbest piyasa emirlerine benzemektedir. Örneğin, uzak ve yakın tarihli altın

kontratları arasındaki fiyat farklılığının 20 dolara çıkması durumunda yakın tarihli altın kontratını alırken uzak tarihli altın kontratını satışı sunan bir kişi, kontratlar arasındaki fiyat farklılığının 15 dolara düşmesi durumunda yakın tarihli altın kontratını satarak, uzak tarihli altın kontratını satın almakta ve bu işlemde kontrat başına 5 dolar para kazanmaktadır.

j) Kontrat Değişirme Emri

Değişirme emirleri, bir kontrat ayından diğer kontrat ayına hareket etmede kullanılmaktadır. Örneğin, Haziran ayı teslimine vadeli piyasada satış yapan kişi, bu pozisyonunu Haziran ayının son gününe kadar tasfiye etme hakkına sahiptir. Altın fiyatlarının Haziran ayında düşeceğini tahmin ederek vadeli piyasada altın satan bu kişi, Haziran ayı sonunda pozisyonunu terk etmek zorundadır. Vade sonunda düşüş kaydetmeyen fiyatların bir sonraki kontrat ayı içinde düşeceğine inanan bu kişinin, pozisyonunu kapatmak amacıyla satmış olduğu Haziran kontratını tekrardan satın alması ve bir sonraki kontrat ayı teslimine vadeli piyasada satışa sunması gerekmektedir. Böylece pozisyon devam ettirmekte ve Haziran ayı satış kontratı Ağustos ayı satış kontratı haline getirilmektedir.

Dünya borsalarında yapılan altın işlemlerinin yüzde 98'lik bölümü yukarıda belirtilen emir türleriyle gerçekleştirildiği halde, oldukça komplike birkaç emir türü daha bulunmaktadır. Bunlardan bazıları piyasadaki değişimlere göre pozisyon artırmaya veya azaltmaya yararken, bazıları da en uygun fiyattan alışveriş yapmak amacıyla brokera belirli bir inisiyatif tanımaktadır. Aslında, alış veya satış emirlerini burada belirtilen emir çeşitleriyle sınırlamak imkânsızdır.

2. PİYASA DURUMUNA GÖRE EMİR VE STRATEJİ SEÇİMİ

Yukarıda belirtilen emir türlerinin tamamına yakını piyasaların sergilediği aktiviteye bağlı olarak rutin bir seansın hemen her anında kullanılmaktadır. Bazı kişiler limitli emirleri tercih ederken, bazıları serbest emirleri, bazıları da iptal edilebilir emir türlerini tercih etmektedir. Piyasanın durgun olduğu günlerde daha çok limitli emirler kullanılarak işlem yapılırken, fiyatların düşüş veya yükseliş kaydettiği dönemlerde serbest piyasa emirleriyle işlem yapılmakta, bazı durumlarda da serbest ve limitli emirlerin birleşiminden oluşan değişik emir türleri kullanılmaktadır.

Kişilerin istek ve ihtiyaçları doğrultusunda oluşturulan çok çeşitli emir türleri bulunmaktadır. Kısa dönemde altın ile dolar arasında kuvvetli bir ilişki olduğu birçok kişi tarafından bilinmektedir. Bu ilişkinin farkında olan kişiler, doların diğer paralar karşısında hareketsiz kaldığı günlerde gerek altın gerekse döviz piyasalarında işlem

yapmamakta; doların diğer paralar karşısında hareketlenmeye başladığı günlerde ise altın piyasasındaki aktivitelerini artırmaya başlamaktadırlar. Ancak şu da var ki, dolar ile altın arasındaki ilişkinin farkında olan diğer kişilerin de benzer türde emir vermelerinden dolayı, birbiri peşisıra seans salonuna gelen alış ve satış emirleri, yapılması düşünülen alışveriş işleminin başarı şansını büyük ölçüde etkilemektedir. Böyle bir durum karşısında, serbest piyasa emirleri yerine koşullu emirlerin kullanılması kişiler açısından daha olumlu sonuçlar yaratmaktadır. \$/DM paritesinin 1.55 olması durumunda vadeli piyasada altın satmaya karar veren ve gerekli satış talimatını brokera ileten kişinin seans içinde alışveriş yapabilme şansı giderek artmaktadır. Ancak, brokerların ve aracı kurumların birçoğu; seans salonlarındaki aşırı hareketli ortamın etkisiyle, serbest piyasa emirlerinden daha yorucu olan limitli ve koşullu emirleri, sarfedilen çaba ve zaman kaybını da göz önüne alarak çoğu durumlarda kabul etmemektedirler.

Uzun süre yükselen bir piyasanın çekiciliği belli bir noktadan sonra yavaş yavaş kaybolmaya başlamaktadır. Alıcılar yüksek olarak kabul ettikleri borsa fiyatından mal almaya çekinirken, satıcılar da düşük olarak kabul ettikleri borsa fiyatından mal satmayı pek istememekte ve gerek piyasa işlem hacminde gerekse fiyatlarda belirli bir duraklama göze çarpmaktadır. Arz ve talebin zayıflamasına bağlı olarak fiyatlar ne aşağı ne de yukarı doğru hareket etmekte ve piyasa trendinin belli bir şekil alması kişilerin ortak beklentisi haline gelmektedir. Böyle bir durumda yapılacak en güzel iş, yapılacak olan alışveriş işlemlerinde "*iptalli emir*" türünü kullanmaktır. Alışveriş işlemlerinin tek bir fiyat üzerinden gerçekleştiği durgun piyasa ortamı, genelde hızlı bir düşüş veya yükselişin ilk habercisidir. Örneğin, altın fiyatının 375 dolara takıldığını ve kişilerin alışveriş yapmaya çekindiğini farzedelim. Piyasa düşüş trendine girer girmez ons fiyatının 375 dolardan 373 dolara kadar gerileyeceğini tahmin eden kişiler, yüksek fiyattan mal satmış olmak amacıyla 374 dolara iptal edilebilir beklemeli satış emri koyarken; yükseliş trendinin başlayabileceğini ve ons fiyatının 375 dolardan 378 dolara kadar yükselebileceği ihtimalini de göz önünde bulundurarak düşük fiyattan mal satın almak amacıyla 376 dolardan iptal edilebilir beklemeli alış emri koymakta ve piyasanın alacağı şekle bağlı olarak verilen emirlerden sadece bir tanesinin gerçekleşmesini beklemektedirler. Fiyatların aşağı düşmesi durumunda "*beklemeli satış emri*", yükselmesi durumunda ise "*beklemeli alış emri*" yerine getirilmekte, gerçekleşmeyen emir o an iptal edilmektedir. Herhangi bir yöne doğru hızla hareket eden piyasalarda en fazla tercih edilen emir türü, yukarıda belirtilen iptalli emirlerdir. Alt ve üst destek noktalarının kırılmasını takiben ortaya çıkabilecek ani fiyat hareketlerinden para kazanmanın tek yolu, belli noktalara (*alt ve üst destek noktaları*) beklemeli alış ve satış teklifleri yerleştirmektir.

Bunlardan başka, kişilerin kişisel ihtiyaçlarına cevap veren değişik alışveriş stratejileri de bulunmaktadır. Örneğin, vadeli piyasada işlem yapan bir kişinin mevcut pozisyonlarını kapatarak Perşembe günü tatile gitmek istediğini ve bu amaçla Cuma günü kapanışında uygulanmak kaydıyla 365 dolardan limitli satış emri verdiğini farzedelim. Fiyatın 365 dolara ulaşması durumunda bir kişinin verdiği talimat broker tarafından yerine getirilmektedir. Bazı önemli olaylardan dolayı borsayı bir süre için takip edemeyecek kişiler, limitli kapanış veya açılış emirleriyle işlerini rahatlıkla yürütebilmektedir.

3. VADELİ ALTIN İŞLEMLERİNİN AVANTAJLARI

Spekülatörler ve gelecekteki fiyat artışlarından korunmayı amaçlayan kişiler (*hedgers*) tarafından özellikle tercih edilen vadeli altın işlemleri, gelecekteki bir tarihte altın teslim etmeyi veya altın teslim almayı isteyen kişi ve kuruluşlar tarafından da sık sık tercih edilmektedir. Yatırımcıların amaçları doğrultusunda; vadeli piyasalarda altın alıp satmak, spot piyasalarda altın alıp satmaktan daha az masraflı olabilmektedir. Spot piyasadan satın alınan ve elde tutulan fiziksel altının herhangi bir faiz getirisinin olmaması, spot altın piyasasının en olumsuz tarafıdır. Faiz oranlarının reel anlamda yükselmeye başlaması durumunda altın fiyatlarında yaşanan düşüşün temel nedeni, elde tutulan fiziksel altının faiz getirisinin olmamasıdır. Parasını kısa vadeli yatırım araçlarına bağladığı takdirde %5 oranında net gelir elde edebileceğini gören herhangi bir yatırımcının, faiz veya kâr payı ödemesi yapmayan herhangi bir kıymeti elinde tutması oldukça zordur. Risk oranı sifıra yakın olarak kabul edilen kısa vadeli devlet tahvilleri, yükselme olasılığının var olduğu günlerde dahi bir çok kişi tarafından altına yeğlenmektedir.

Vadeli altın işlemleri, kişilerin para piyasası işlemleri yanında altın piyasasında yaşanan fiyat hareketlerine de katılmasına imkân tanımaktadır. Örneğin, herhangi bir yatırımcının onsu 400 dolardan bir kontrat altını spot piyasadan satın aldığını farzedelim. 40.000\$ vererek 100 ons altın satın alan kişi, satın aldığı fiziksel altınları elinde ne kadar tutarsa tutsun ne bir kâr payı ne de faiz geliri elde edecektir. Bunlardan başka fiziksel altınları herhangi bir bankada tutmak isteyen yatırımcı, depolama ve sigorta ücreti gibi ekstra masraflarla da karşı karşıya kalmaktadır. Bunun aksine, 3.000\$ teminat vererek vadeli piyasadan bir kontrat altın alınması durumunda, aynı yatırımcı hem altının fiyat hareketlerinden istifade edebilmekte hem de istediği gibi yatırım yapabileceği 37.000 dolara sahip olabilmektedir.

Vadeli altın işlemlerinde tüccarların gözünü korkutan en önemli olay; daha öncede belirtmiş olduğumuz "ek teminat" talebidir. 100 ons altın için 3.000\$ teminat yatıran kişi, altın fiyatının ons başına 20\$ (*kontrat başına 2.000\$*) düşmesi

durumunda 2.000\$ tutarındaki ek teminat miktarını işlem yaptığı aracı kuruma teslim etmek zorundadır. Ancak, teminat olarak nakit para yerine, faiz geliri sağlayan Hazine Bonosu gibi menkul kıymetlerinde verilebilmesi, yatırılan teminattan da gelir elde edilebilmesine imkân tanımaktadır. Fiyat yükselişleri veya düşüşleri sırasında istenen ek teminatlardan kurtulmak amacıyla birçok kişi genelde, kontratın toplam tutarına eşit miktarda Hazine Bonosu'nu (40.000\$) teminat olarak yatırmaktadır.

Vadeli piyasadan altın kontratı satın alan ve vadenin bitmesini bekleyen bazı kişiler, kontratın karşılığı olan fiziksel altını teslim almaya karar vermekte ve bu amaçla borsadan bir depo makbuzu almaktadırlar. Ancak, vadeli piyasada altın satan kişilerin borsa kuralları gereğince bu altınları, borsa yönetimine onaylanmış herhangi bir emanetçiye teslim etmeleri, alıcılar açısından bazı sakıncalar yaratmaktadır. Vadeli piyasada alım işlemi gerçekleştiren kişiler, fiziksel altınları teslim almak veya başka yere göndermek istediklerinde ek bir ücret ödemek zorunda kalırken, satın aldıkları altınları aynı emanetçide tutmak isteyen kişilerin depolama ve sigorta ücretini ödemesi yeterli olmaktadır.

30-40.000 dolara karşılık gelen bir kontrat altının çok az bir teminat ile kontrol altında tutulabilmesi, teminat oranından artı kalan paranın faiz ve kâr payı getirisi sağlayan diğer yatırım araçlarına plase edilebilmesine imkân tanımaktadır. Son olarak, vadeli piyasalarda satın alınan altınların teslimat işlemleri sırasında uygulanan indirimli komisyon ve ücretler, işlem yapan kişiler açısından para tasarrufuna neden olmaktadır.

Vadeli altın alışverişlerine aracılık eden brokerlar, toplam alışveriş tutarının %0.5 ile %0.8'i arasında değişen bir komisyon ücretinin yanısıra sigorta, depolama ve nakliye giderlerini de müşterilerinden talep etmektedirler. Bu haliyle onsu 400 dolardan bir kontrat altın alan kişinin, komisyoncusuna en azından 200 dolar alış komisyonu ödemesi gerekmektedir. Altına sahip olan kişi depolama ve sigorta ücretini elbet ödemek zorundadır. Ancak, komisyon giderinin yanında bu masraflar oldukça küçük kaldığından pek önemsenmemektedir. Vadeli piyasada satın aldıkları altınları fiziksel olarak teslim alan kişiler, bu altınları satmak istediklerinde, takas dairesine teslim edilecek altınlar için borsa tarafından kabul edilen ayar evlerinin herhangi birinden "*altın ayar belgesi*" almaları gerekmektedir. Böyle bir hizmet, komisyoncular tarafından yürütülmekte ancak, bu işlemde kaynaklanan ayar ve tescil masrafları müşterilerden tahsil edilmektedir. Vadeli piyasadan alınan altınların fiziksel olarak teslim alınması durumunda müşterilerin, kontrat başına 30\$ ile 75\$ arasında değişen bir komisyon ödemeleri gerekmektedir. Vadeli piyasada aldıkları malları borsa tarafından onaylanmış lisanslı emanetçide tutan kişiler, bu altınları saflık derecelerini tescil ettirmeye gerek duymaksızın direkt olarak satabilmektedir.

Altın piyasasında işlem yapmayan kişiler, vadeli altın piyasasında düşük bir teminatla altın almak ve arta kalan parayı da gelir getiren diğer alanlara yatırma imkânı varken, spot piyasadan altın alan kişileri hayretle karşılaşmakta ve bu arada çok önemli bir noktayı gözden kaçırmaktadırlar. Kişilerin vadeli altın piyasasında alışveriş yapmalarına engel olan en önemli olay; vadeli altın fiyatları ile faiz hadleri arasındaki sıkı ilişkidir. Örneğin, spot altın fiyatı 400 dolar ve 1-yıl vadeli mevduat faizi %10 ise; bir yıl sonra teslim edilecek vadeli altın kontratının fiyatı 440 dolar civarında olmaktadır. Bu durumda, vadeli piyasadan düşük bir teminatla altın satın almak ve kalan parayı faiz geliri sağlayan diğer finansal araçlara yatırmak, yatırımcı açısından pek fazla avantaj sağlamamaktadır. Vadeli altın fiyatının spot altın fiyatından daha yüksek olması, çoğu zaman elde edilen faiz gelirin vadede fiyat ile spot fiyat arasındaki farkı karşılayamamasına neden olmaktadır.

Vadeli altın fiyatı, brokerlar tarafından bir gecelik faiz oranları esas alınarak hesap edilmektedir. Vadeli piyasada alışveriş yapan kişilerin, teminat miktarı dışında kalan anaparalarını faiz geliri sağlayan kısa vadeli yatırım araçlarına kanalize ettikleri kabul edilmektedir. Alışveriş yapan kişilerin altın dışındaki para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak istemeleri durumunda (*hisse senetleri veya düşük değerli tahviller*) ise vadeli altın piyasasını kullanmanın bazı avantajları kendini göstermektedir. Aynı dönem içinde hem altına hem de hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlere yatırım yapmayı düşünen kişiler, vadeli piyasada altın alarak, hisse senedi veya tahvil alımında kullanacakları parayı maksimum düzeyde tutmaktadırlar.

Dahası, vadeli altın piyasasında işlem yapan kişiler, herhangi bir teslimat veya teslim alma durumu söz konusu olmaksızın kontratlarını vade tarihi yaklaştıkça, bir sonraki veya daha ilerideki kontrat aylarına kaydırabilme imkânına da sahip bulunmaktadır. Teorik olarak kontrat uzatma işlemi sonsuza kadar yapılabildiği halde, vadeli altın fiyatının vade sonuna doğru spot fiyata yaklaşması ve kontrat priminin ortadan kalkmasından dolayı pek tercih edilmemektedir.

BÖLÜM VII



DÜNYA ALTIN ARZI

Yerkabuğunda ortalama olarak 0.0035 gr/ton oranında altın bulunmaktadır. Altın madenlerinin günümüz şartlarında kârlı olarak işletilebilmesi için cevher içerisinde 1 gr/ton oranında altın cevheri bulunması gerekmektedir. Hâl böyle olunca, işletilebilir bir altın yatağının yerkabuğu ortalamasınının 300 katından daha fazla oranda altın içermesi gerektiği ortaya çıkmaktadır.

1. MADEN ÇEŞİTLERİ

Dünyada işletilen iki tip altın madeni bulunmaktadır. Dünya altın üretiminin büyük bölümü "*resif*" olarak isimlendirilen derin ve dar damarlardan elde edilmektedir. Cevher içindeki altın miktarının 6 ile 12 gram/ton arasında değiştiği bu madenlerde damarların oldukça derinde bulunmasından dolayı kazı işlemleri derinlemesine yapılmaktadır. Maden çıkartılırken öncelikle damar delinmekte, içinde altın bulunan kayalar havaya uçurulmakta, kırılan materyaller yeryüzüne çıkartılmakta, toz haline getirilmekte ve kaya içindeki altının ayrıştırıldığı özel bir de-girmene nakledilmektedir. Kazı işlemlerinin derinlemesine yapıldığı Güney Afrika, Hindistan ve Brezilya maden yataklarının derinlikleri 3.500 ile 12.000 metre arasında değişmektedir. (37)

Altının başlıca kaynağı, başka metallerin mineralleriyle birlikte eski kayalara girmiş olan kuvars damarlarıdır. Altın, Güney Afrika'daki Rand arazisinde binlerce metre derinlikteki kuvars çakıl kayaçlar içerisinde bulunmaktadır. Tarihin daha önceki dönemlerinde kumdan bir alüvyon birikimi halinde olan altın, derinlerdeki basınç ve ısının etkisiyle çakıl kayaçlardaki yerini almıştır. Kuvars damarlarının zamanla aşınması ve aşınan parçacıkların dere ve ırmaklar yardımıyla denize sürüklenmesi neticesinde "*alüvyon*"ya da "*tortu madeni*" olarak isimlendirilen ikinci tip maden çeşidi ortaya çıkmaktadır. Altınlı alüvyonların işletilmesi derinlemesine iş-letilen birinci tip madenlerden daha kolaydır. Kum ve milden oluşan alüvyonlar içerisinde bulunan küçük altın parçacıkları, alüvyonların taraça biçiminde olması

(37) Özcan Aymaz, "Türkiye'de Altın ve Gümüş Madenlerinin Cevher Zenginleştirme Yönünden İncelenmesi", T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi, Mühendislik ve Mimarlık Fakültesi Maden Mühendisliği Bölümü, Bornova, Ocak, 1989.

durumunda öncelikle monitörler yardımıyla taranarak tespit edilmekte ve toprağın yumuşak kısımlarına basınçlı su püskürtülerek elde edilmektedir. Alüvyonların akarsu yataklarında bulunması durumunda ise akarsu yatağı baştan sona taranmaktadır. (38)

Alüvyonlar içerisinde bulunan altın miktarı kayaların içinde bulunan altına kıyasla daha az olmasına rağmen, bu tür madenlerin işletilmesi daha ekonomik ve kârlı olduğu için özellikle tercih edilmektedir. Bazı zengin yataklarda mil ya da kumun tonundan elde edilen altın miktarı 30 grama kadar ulaşmaktadır. Alüvyon içerisindeki altının çıkartılması için kullanılan hidrolik fiskiyeyle basınçlı su fişkirtme yöntemi, çevre kirliliğine yol açtığı için bazı ülkelerde yasaklanmış durumdadır. Tarama sisteminde, tarama aletinin çalışabilmesi için öncelikle küçük bir yapay göl oluşturulmakta, gölün sınırlarının kaydırılması sonucunda geniş bir arazi hatta tepeler kolayca taranabilmektedir.

Kuzey Amerika, Urallar, Güney Afrika ve Avustralya'da bulunan altın madenlerinden başka, dünyanın üçte ikisini oluşturan deniz ve okyanuslarda da önemli miktarda altın bulunmaktadır. Denizlerde ve okyanuslarda erimiş tuzlar halinde milyonlarca ton altın bulunmaktadır. Ancak, bugüne kadar yapılan geniş araştırmalara rağmen deniz suyundan altın çıkarmak için ucuz bir yöntem bulunamamıştır.

a) Yeraltı Kaynakları

Kaya halindeki cevherlerden altın elde edebilmek ve metal parçacıklarının serbest hale gelmesini sağlamak amacıyla öncelikle parçalanmakta daha sonra ise toz haline getirilmektedir. Altın cevherleri genelde kürekli döner değirmenler yardımıyla öğütülmektedir. Altının elde edilebilmesi için kayanın ne ölçüde kırılması gerektiği, altının kaya içerisine ne incelikte yayıldığına bağlıdır. Altın, kaya içerisinde ince ve dağınık tanecikler halinde bulunuyorsa, kırılmış filizin değirmenlerde öğütülmesi çok ince toz haline getirilmesi gerekmektedir.

Altın ihtiva eden cevherlerin zenginleştirilmesinde uygulanan çok çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Değirmenlerde toz haline getirilen altın hamuru, sarsıntılı yıkama masalarında ve yüzdürme hücrelerinde işlendikten sonra, geriye kalan altının çıkartılması için amalgama yoluna gidilmektedir. Amalgama işleminde; öğütme ürünü hamur, civa sürülmüş bakır levhalar üzerinden yavaş yavaş

(38) Swiss Bank Corporation, "GOLD Myth and Reality", Switzerland, April 1985, s.9

geçirilmekte ve alaşımlanan altın civaya yapışmış olarak elde edilmektedir. Altın ve civadan oluşan bu amalgama daha sonra damıtma işlemine tabi tutularak civadan ayrıştırılmakta ve sonuçta altın elde edilmektedir. Altın parçacıkları öğütülmüş hamur içerisinde çok küçük parçalar halindeyse (*yaklaşık 5 mikron çapında*) çabuk çökmemekte ve civa kaplanmış levhalardan geçerken civaya yapışmamaktadır. Yoğun çevre kirliliğine neden olmasına rağmen, öğütülmüş hamur içerisinde bulunan altın parçacıklarının çıkartılması amacıyla bazı yerlerde siyanür de kullanılmaktadır.

Altınlı alüvyonlarda çalışmak öğütme işlemine ihtiyaç duyulmadığı için daha kolaydır. Alüvyon yataklarındaki iri altın parçacıkları ya da kırılmış filizlerden kaba taneli olanlar (*yaklaşık 200 mikron çapında*) büyük kalburlarda elenip ayrılmakta ve "slutce" adı verilen civalı oluklardan geçirilmektedir. Bu işlemler hemen her zaman amalgama ile sonuçlanmakta ve civa ile altının ayrıştırılması sağlanarak altın elde edilmektedir.

b) Diğer Arz Kaynakları

Bilinen dünya altın rezervleri 1.1 milyar ons olarak tahmin edilirken, toplam altın rezervlerinin iki ya da üç kat daha yüksek olabileceği ileri sürülmektedir. Dünya rezervlerinin yaklaşık olarak %50'si Güney Afrika'da, %20'si Rusya Federasyonu'nda, geriye kalan %30'luk bölümü ise altın üreticisi diğer ülkelerde bulunmaktadır.

Diğer tüm mallarda olduğu gibi altının fiyatı da arz ve talebine göre belirlenmektedir. Üretim hacminin sınırlı olması ve kolay bulunamaması altını diğer metallere üstün kılmaktadır. Ancak son yıllarda üretim hacminin giderek artması, gerek altın fiyatlarında gerekse altının talep yapısında çok ciddi değişikliklere neden olmuştur. Altın üretiminin 80'li yıllarda hızla artmasının iki önemli nedeni bulunmaktadır. Bu nedenlerin başında; 1979-80 yıllarında hızla tırmanan altın fiyatları ve altın madenine sahip olan az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik sıkıntılar gelmektedir.

Ülkelerin döviz ihtiyaçlarına bağlı olarak dünya altın üretiminde hızlı bir artış göze çarpmaktadır. Altın arzının belli başlı üç temel kaynağı bulunmaktadır. Bunlar; topraktan çıkartılan altın, tekrardan kullanıma giren hurda altın ve resmi sektör satışları şeklinde sıralanmaktadır. Bu arz kaynaklarının her üçü de altın fiyatlarını değişik şekillerde etkilemektedir. Bundan dolayı bu kaynaklardan her birinin kendi içinde teker teker analiz edilmesi gerekmektedir.

Dünya altın arzının yaklaşık yüzde 70'lik bölümü yeraltında ve yerüstünde bulunan altın yataklarından sağlanmaktadır. Dünya maden üretiminin fiyat değişikliklerine karşı fazla elastik olmadığı bilinmektedir. Bu durumu izah

edebilecek en canlı örnek 1979-80 yıllarında yaşanmıştır. Altın fiyatlarının tırmanışa geçtiği bu yıllarda, dünya maden üretiminde 1983 yılına kadar belirgin bir artış gözlenmemiş, esas artış dört yıllık bir gecikmeyle 1984 yılından sonra başlamıştır.

Altın fiyatlarının 1979 yılında hızlı bir yükseliş trendine girmesinden sonra, tekrardan kullanıma giren hurda altınlar dünya altın arzına önemli bir katkı olmaya başlamıştır. Şu an için toplam dünya altın arzının yaklaşık %15'lik kısmı eski hurda altınlardan karşılanmaktadır. Mücevherat yapımından dış yapımına kadar yüzlerce yerde kullanılan altın, kişilerin parasal ihtiyaçlarının ön plana çıktığı günlerde hurda olarak rahatlıkla paraya çevrilebilmektedir. Eritilerek hurda altın külçesi haline getirilen kullanılmış mücevherat eşyaları ile altın paralar, rafinaj işleminin tamamlanmasından sonra tekrardan kullanıma sokulmaktadır. Altın fiyatları ile hurda altın arzı arasında direkt bir ilişki bulunmaktadır. Altın fiyatlarının artmaya başlamasıyla birlikte ellerindeki altınları paraya çevirmeye başlayan insanlar, altın fiyatlarının düşmesini takiben satış işlemini sona erdirmekte ve satmış oldukları mücevherat eşyalarını orta vadede yeniden satın almaktadırlar. Altın fiyatlarının tırmanışa geçtiği 1980 yılında, işte bu nedenden dolayı 493 tonluk hurda altın arzı gerçekleşmiştir. Fiyatların düşmeye başlaması üzerine 1982 yılında 243 tona kadar gerileyen hurda altın arzı, altın fiyatlarının yükselişini takiben 1986'da 490 tona fırlamış, sonraki yıllarda 350-360 tona kadar gerilemişse de 1991 yılında tekrardan 410 tona yükselmiştir.

Altın arzı yaratan bir diğer kaynak, hiç şüphesiz resmi sektör satışlarıdır. Özellikle Sovyetler Birliği gibi merkezi idareyle yönetilen ülkeler ile hatırı sayılır miktarda altını rezerv aracı olarak ellerinde bulunduran Merkez Bankaları ve Uluslararası Para Fonu (*IMF*) gibi resmi kuruluşlarca gerçekleştirilen alış/satış işlemleri, altın fiyatlarında kısa süreli dalgalanmalara neden olmaktadır. Bu kuruluşların ihtiyaçları ve güdüleri zaman içerisinde farklılıklar göstermektedir. Altın piyasasında alışveriş yapan kişiler açısından bu kuruluşların piyasalardaki davranışlarını tahmin etmek neredeyse imkânsız gibidir. Ancak şu da var ki, resmi kuruluşlar denklemin arz tarafına uzun yıllar boyunca pek fazla karışmamış ve genelde piyasalardan altın talep etmişlerdir.

Altın arzıyla ilgili detaylı incelemelere geçmeden önce, altının kendine has bazı özellikleri bulunduğunu ve fiyatının alışla gelmiş arz/talep prensiplerine göre belirlenmediğini söylemekte yarar vardır. Unutulmamalıdır ki, petrol veya buğday gibi piyasa mallarından farklı olarak, altının görelisi olarak daha küçük asli bir değeri bulunmakta ve parasal değeri çoğunlukla psikolojik faktörlerin etkisi altında şekillenmektedir. Arz talep kanununun tersine, altın fiyatları yükselirken altın talebinin artış kaydetmesine veya altın fiyatları dünya borsalarının tümünde düşerken dünya

altın arzının artmasına sık sık rastlanmaktadır. Bu durumu aşağıdaki tabloda görebilmek mümkündür.

DÜNYA ALTIN ARZI
(ton)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Arz Kaynakları										
Maden Üretimi	1032	1115	1165	1234	1294	1381	1547	1677	1744	1782
Doğu Bloku Satışları	203	93	205	210	402	303	263	266	425	226
Resmi Sektör Satışları	--	142	85	--	--	--	--	217	--	105
Hurda Altın Arzı	243	294	291	317	490	432	351	360	490	410
Yatırımcı Arzı	196	--	79	152	--	--	239	164	--	241
Altın Kredisi	--	--	3	38	17	55	164	78	5	--
Vadeli Satışlar	--	--	10	30	45	85	105	65	249	51
Toplam Arz	1674	1644	1838	1981	2248	2256	2669	2826	2913	2815
Altın Fiyatları	375.80	424.12	360.36	317.18	367.94	446.07	436.77	380.79	383.59	362.26

Kaynak: GFMS Ltd., GOLD 1992

Altın, diğer birçok maldan farklı olarak istisnai durumlar dışında nihai tüketime konu olmadığı gibi hiçbir zaman yok olmamakta ve tekrar tekrar kullanıma girebilmektedir. Asırlar boyunca üç milyar ondan daha fazla altının yeryüzüne çıkartıldığı ve bu miktarın %80'inin (2.5 milyar ons) günümüze kadar ulaştığı tahmin edilmektedir. Son on yıl içinde yeryüzüne çıkartılan altın miktarı gözönüne alındığında, birikmiş olan bu altın stokuna ilave edilen yıllık eklemelerin toplam altın arzının yüzde ikisinden daha az olmadığı anlaşılmaktadır.

2. DÜNYA MADEN ÜRETİMİ

Maden üretimi, altının şimdiye kadarki tek ve en büyük arz kaynağı olmakla birlikte özellikle son 10-15 yıl içinde bu kaynağın toplam arza olan katkısı giderek azalmaya başlamıştır. 1950'li yıllardan 70'li yıllara kadar dünya altın arzının tamamı madenlerden çıkartılan altın ile karşılanırken, bu durum 70'li yılların ortaları ile 80'li yılların başlarında değişmeye başlamış ve maden üretiminin toplam arza olan katkısı %100'lerden %55'lere kadar gerilemiştir.

Maden üretiminin toplam arz olan katkısının tarihsel çerçevede ele alınamaması, tekrardan kullanıma giren hurda altınlarla ilgili rakamsal verilerin güvenilir olmamasından kaynaklanmaktadır. Bu eksiklik ilk defa Consolidated Gold Fields PLC tarafından giderilmiş ve 1980 yılından itibaren altının arz ve talebi, kullanım alanları, üretici ve tüketici ülkelerle ilgili istatistiki veriler bu kuruluş tarafından düzenli olarak yayınlanmaya başlanmıştır. Altın fiyatlarının 70'li yılların sonundan itibaren yükselmeye başlaması hurda altın arzının artmasına neden olmuş ve özellikle 1980 yılından itibaren "hurda altın arzı" önemli arz bileşenlerinden biri haline gelmiştir. Maden üretiminin tüm arz kaynakları içerisinde %55-60'lara gerilemesinin en büyük nedeni, hızla artan hurda altın arzıdır. Ancak maden üretiminde yaşanan nisbi düşüşün özellikle 80'li yılların başından itibaren tekrardan artış kaydetmeye başladığını da burada belirtmekte yarar vardır. Altın üretimindeki artışın büyük kısmı sekonder üretim yapan ABD, Kanada ve Avustralya gibi ülkelerden kaynaklanmış, dünyanın en büyük altın üreticisi olan Güney Afrika'nın altın üretimi ise bu dönemler boyunca görece olarak sabit kalmıştır.

Aşağıdaki tabloda 1990-91 yıllarında altın üretiminde ilk ona giren ülkeler ve üretim miktarları karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

ALTIN ÜRETİMİNDE İLK ON
(ton)

Ülkeler	Maden Üretimi	
	1990	1991
1. Güney Afrika Cumhuriyeti	605.1	601.1
2. Amerika Birleşik Devletleri	294.2	300.0
3. Sovyetler Birliği	270.0	242.0
4. Avustralya	243.1	234.2
5. Kanada	167.0	176.7
6. Çin Halk Cumhuriyeti	95.0	110.0
7. Brezilya	84.1	80.0
8. Papua Yeni Gine	33.6	60.6
9. Şili	33.3	32.5
10. Kolombiya	32.5	32.2

Kaynak: GFMS Ltd., Gold 1992.

1990 yılında %3.7 oranında artış kaydeden dünya maden üretimi, 1991 yılında %2.1 oranında artarak 1.782 tonluk yeni bir rekor kırmaya rağmen bu artış 1980'den sonraki en düşük büyüme hızı olarak karşımıza çıkmaktadır. Dünya altın üretiminin %25'lik kısmını tek başına gerçekleştiren Güney Afrika geçmiş yıllarda gösterdiği performansı 1991 yılı içerisinde de gösterirken, Bağımsız Devletler Topluluğu'nda yaşanan siyasi ve ekonomik oluşumlara bağlı olarak bu ülkenin altın üretimi %10 civarında gerilemiştir. Avustralya hükümetince 1991 yılı başında uygulamaya konulan ve altın madenciliğinden elde edilen kazançların vergilendirilmesini amaçlayan yeni vergi sistemine rağmen, bu ülkenin altın üretiminde beklenen düşüş yaşanmamıştır. Altın üretiminde dünya ikincisi olan ABD, 1991 yılı içinde ürettiği 300 ton altın ile sıralamadaki yerini bu yıl da korumuştur. Maden üretiminde en önemli üretim artışı Papua Yeni Gine'de yaşanmış, 1990'da ürettiği 33.6 ton altın ile dünya dokuzuncusu olan Papua Yeni Gine, 1991 yılı maden üretimini %80 civarında artırarak 60.6 tona yükselten tek ülke durumundadır. (39)

a) Maden Üreticisi Ülkeler

Dünya maden üretimi hakkında genel açıklamaları yaptıktan sonra, konunun daha iyi anlaşılması açısından belli başlı altın üreticisi ülkeleri sırasıyla inceleyelim;

1. Güney Afrika Cumhuriyeti

Bilindiği üzere dünyanın en büyük altın üreticisi Güney Afrika Cumhuriyeti'dir. 1970 yılında ürettiği 1.000 ton altın ile şimdiye kadarki en yüksek altın üretim rakamına ulaşan Güney Afrika, aynı üretim rakamına sonraki yıllarda ulaşamamışsa da, stabile hale gelen 600 tonluk yıllık üretim rakamıyla dünya liderliği hâlâ sürdürmektedir.

Ancak şu da var ki 1980'de dünya altın üretiminin %83'lük kısmını tek başına üreten Güney Afrika'nın 1991 yılındaki payı %34'e gerilemiş durumdadır. Güney Afrika'da görülen üretim düşüklüğünün temel nedeni, maden cevheri tabakalarının azalma göstermesi ve üretim maliyetinin artış kaydetmesidir. Bu iki temel etkene bağlı olarak pek çok madenin üretim kapasitesi yıllar içinde giderek azalmaktadır.

(39) Gold Fields Mineral Services Ltd., "Gold 1992", London, 1992, s.19

**DÜNYA
MADEN ÜRETİMİ
(ton)**

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Avrupa										
Batı Avrupa	12.4	14.1	15.1	16.5	15.3	16.9	18.6	24.9	27.3	28.3
Doğu Avrupa	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.6	4.6	4.9	4.1
Toplam	17.4	19.1	20.1	21.5	20.3	21.9	23.2	29.5	32.2	32.4
Kuzey Amerika										
ABD	45.3	62.6	60.0	49.5	118.3	154.9	201.0	265.5	294.2	300.0
Kanada	66.5	73.0	86.0	90.0	105.7	116.5	134.8	159.5	167.0	176.7
Toplam	111.8	135.6	152.0	169.5	224.0	271.4	335.8	425.0	461.2	476.7
Latin Amerika										
Brezilya	34.8	58.7	61.5	72.3	67.4	84.8	102.2	101.2	84.1	80.0
Şili	23.0	23.5	22.2	22.8	24.0	23.3	26.7	29.0	33.3	32.5
Kolombiya	15.5	17.7	21.2	26.4	27.1	32.5	33.4	31.7	32.5	32.2
Peru	6.9	9.9	10.5	10.9	10.9	10.8	10.0	12.6	14.6	15.1
Venezuela	2.0	6.0	9.5	12.0	15.0	16.0	20.0	17.1	14.2	13.2
Bolivya	2.5	4.0	4.0	6.0	6.0	6.0	9.0	11.5	10.4	10.0
Meksika	6.6	7.4	7.6	8.0	8.3	9.0	10.4	10.8	9.6	8.5
Ekvator	1.0	1.1	1.2	3.0	6.0	8.0	9.0	11.3	9.3	7.5
Dominik Cumhuriyeti	11.8	10.8	10.6	10.4	9.1	7.9	6.7	5.5	4.3	4.0
Diğerleri	5.7	5.4	5.8	6.5	7.0	7.1	7.1	6.2	7.2	7.5
Toplam	109.8	144.5	154.1	178.3	180.8	205.4	234.5	236.9	219.5	210.5
Asya										
Filipinler	31.0	33.3	34.3	36.9	38.7	39.5	39.2	38.0	37.2	30.5
Endonezya	2.0	2.1	3.6	5.6	8.4	12.2	12.3	10.8	13.3	18.4
Japonya	3.2	3.1	3.2	5.3	10.3	8.6	7.3	6.1	7.3	8.3
Malezya	1.5	1.2	2.6	2.6	2.6	2.6	3.2	3.0	2.9	2.8
Güney Kore	1.6	1.9	2.6	1.0	3.5	3.8	4.4	4.9	2.2	2.1
Diğerleri	2.3	2.3	2.4	2.1	2.5	1.7	3.5	5.6	7.9	8.6
Toplam	41.6	43.9	48.7	53.5	66.0	68.4	69.9	68.4	70.8	70.7
Afrika										
Güney Afrika	664.3	679.7	683.3	671.4	640.0	607.0	621.0	607.5	605.1	601.1
Gana	13.0	11.8	11.6	12.0	11.5	11.7	12.1	15.3	17.3	25.8
Zimbabve	13.4	14.1	14.5	14.7	14.9	14.7	14.8	16.0	16.9	17.8
Zaire	4.2	6.0	10.0	8.0	8.0	12.0	12.5	10.6	9.3	8.8
Diğerleri	15.0	15.0	15.0	17.0	18.2	25.0	27.5	25.2	25.0	31.5
Toplam	709.9	726.6	734.4	723.4	692.6	670.4	687.9	674.6	673.6	685.0
Okyanusya										
Avustralya	27.0	30.6	39.1	58.5	75.1	110.7	157.0	203.6	243.1	234.2
Papua Yeni Gine	17.8	18.4	18.7	31.3	36.1	33.9	36.6	33.8	33.6	60.6
Yeni Zelanda	0.3	0.3	0.8	0.9	1.4	1.2	2.5	5.0	6.0	7.5
Fiji	1.4	1.2	1.6	1.9	2.7	2.8	4.1	4.4	4.1	4.0
Toplam	46.5	50.5	60.2	92.6	115.3	148.6	200.2	246.8	286.8	306.3
Batı Bloku Toplamı	1037.0	1120.2	1169.5	1238.8	1299.0	1386.1	1551.5	1681.2	1744.1	1781.6
Diğer Ülkeler										
Sovyetler Birliği	266.0	267.0	269.0	271.0	275.0	277.0	280.0	285.0	270.0	242.0
Çin	56.0	58.0	59.0	59.0	65.0	72.0	78.0	86.0	95.0	110.0
Kuzey Kore	..	..	..	..	..	..	..	9.5	13.0	13.0
Moğolistan	7.0	7.0	9.0	10.0	10.0	8.5	9.5	10.0	10.0	10.0
Doğu Bloku Toplamı	329.0	332.0	337.0	340.0	350.0	357.5	367.5	390.5	388.0	375.0

Kaynak: GFMS Ltd. Gold 1992

Güney Afrika Cumhuriyeti tarafından yeryüzüne çıkartılan altın miktarı yıllar itibarıyla aşağıdaki gibidir;

GÜNEY AFRIKA CUMHURİYETİ
YILLIK MADEN ÜRETİMİ
(ton)

Yıllar	Üretim
1981	657.6
1982	664.3
1993	679.7
1984	683.3
1985	671.7
1986	640.0
1987	607.0
1988	621.0
1989	607.5
1990	605.1
1991	601.1

Kaynak: GFMS Ltd. Gold 1992

(1) Altın Üretim Maliyeti

Güney Afrika Cumhuriyeti'nin üretim maliyetinde gözlenen artışın esas nedeni, işçilik maliyetinin artması ve cevher verimliliğinin düşüş kaydetmesidir. Bir ons altının işlenmesi için gerekli olan işçilik maliyeti 1980'de 137 Güney Afrika Randı iken, 1985'de 331 Rand, 1990'da 800 Rand ve son olarak da 1991'de 813 Rand olarak gerçekleşmiştir. İlk bakışta oldukça yüksek görünen bu artış, Güney Afrika'da yaşanan yüksek oranlı enflasyon gözönüne alındığında yine de düşük kalmaktadır. (40)

Gold Fields Mineral Services ve Madenciler Odası verilerine göre bir ons altının Güney Afrika Cumhuriyeti'ndeki üretim maliyeti ve cevher verimliliği aşağıdaki gibidir;

(40) Gold Fields Mineral Services Ltd., "GOLD 1992", London, May 1992, s.19

GÜNEY AFRIKA CUMHURİYETİ
ALTIN ÜRETİM MALİYETİ VE CEVHER VERİMLİLİĞİ

Yıllar	GFMS Tahmini		Madenciler Odası Tahmini \$/Ons	Cevher Verimliliği Gr/Ton
	\$/ons	Rand/Ons		
1981	206	179	211	6.92
1982	187	202	194	6.76
1983	209	232	215	6.55
1984	184	266	191	6.44
1985	151	331	155	6.09
1986	188	426	184	5.83
1987	261	531	264	5.28
1988	275	623	276	5.13
1989	277	723	277	4.99
1990	308	800	310	5.05
1991	294	813	294	5.20

Kaynak: GFMS Ltd., Gold 1992

Güney Afrika'nın maden üretiminde yaşanan düşüklükle ilgili bir diğer faktör, altın madenlerinin birçoğunda cevher verimliliğinin düşmeye başlamasıdır. 1970'de bir ton cevherden 13.3 gram altın elde edilirken, 1980'de 7.73 gram, 1985'de 6.09 gram, 1990'da 5.05 gram, 1991 yılında da 5.20 gram altın elde edilmeye başlanmıştır. 1980'den itibaren madencilik ve işlenen cevherin maliyeti enflasyonu takip edip artış kaydederken, işçi başına elde edilen altın miktarı düşmeye başlamıştır. Güney Afrikalı altın üreticilerinin yakın gelecekte karşılaşacakları en büyük sorunun verimi düşen altın madenleri olacağı tahmin edilmektedir. Genel olarak bir maden yeni açıldığında öncelikle yüksek verimli damarlar kazılmakta, yüksek verimli yeni damarların bulunamaması durumunda ise düşük verimli damarların işletilmesine geçilmektedir. Üreticiler bu aşamada yüksek maliyetle üretime devam edip etmeme konusunda karar almakta ve eğer kâr görmüyorlarsa madenleri kapatmaktadırlar. Güney Afrika'da bulunan maden şirketlerinden pek çoğu, son yıllarda ya madenlerini kapatma ya da imkânlarını daha optimal maden sahalarına kaydırma yönünde oldukça önemli kararlar alma durumuyla karşı karşıya kalmışlardır. Ancak yine de, Güney Afrika'da bulunan maden şirketlerinin birçoğu şu an için düşük verimli maden damarlarını işletmektedirler. (41)

(41) Gold Fields Mineral Services Ltd., "GOLD 1992", London, May 1992, s.19

Güney Afrika'da bulunan pek çok maden ocağının verim düşüklüğüne maruz kalması ve Güney Afrika hükümetinin düşük kaliteli madenlerin işletilmesini teşvik etmesi altın üretiminin azalmasına neden olmuştur. Çıkarılan cevher miktarı tonaj olarak değişmemesine rağmen, cevherden elde edilen altın miktarı yukarıdaki tabloda da görüleceği gibi giderek azalmaktadır. Güney Afrika altın endüstrisinde yaşanan maliyet artışı, sendikalaşma hareketlerinin başlamasıyla birlikte son yıllarda adeta tırmanışa geçmiştir. Buna rağmen, madenlerde çalışan işçiler diğer ülkelerde aynı işte çalışan meslektaşları ve bu endüstride çalışan işçilerle kıyaslandığında daha az ücret almaktadırlar. Ancak, son yıllarda yüksek ücret almayı başaran sendikaların etkisiyle, Güney Afrika'nın altın üretim maliyetinde ciddi bir artış gözlenmiştir. Altın üretimi için diğer ülkelere nazaran daha fazla el emeğine gereksinim duyulan Güney Afrika'da işçi ücretlerine yapılan en ufak artış, altın endüstrisini belirgin şekilde etkilemektedir. (42)

Güney Afrika'da eskiden açılan ve faaliyette bulunan altın üretim ocakları yanında yeni maden ocakları ve üretim alanlarının açılmasına da devam edilmektedir. Yeni açılan ocakların toplam üretime pek fazla katkısı olmamakla birlikte, bu ülkenin dünyanın en büyük altın üreticisi olma özelliğini daha uzun yıllar sürdüreceği tahmin edilmektedir.

Altınla ilgili hemen her konuda oldukça hassas davranan Güney Afrika hükümetinin, 80'li yıllar boyunca altının yerel fiyatını desteklemek amacıyla randın diğer yabancı paralar karşısında değer kaybetmesine izin verdiği bilinmektedir. Güney Afrika'da bulunan maden yataklarının geçmiş yıllardaki kadar verimli olmaması ve sendikaların etkisiyle yıldan yıla artış kaydeden işçi ücretleri, yeryüzüne altın çıkarmanın çekiciliğini ortadan kaldırmaya başlamıştır. Maliyet artışı sonucunda işlerine son verilen madenci sayısında hızlı bir artış gözlenmektedir. Ülkede var olan tüm problemlere rağmen, bazı madenlerde performans artışı gözlenmektedir. GFMS'e ait West Driefontein ve Klof madenlerinin üretimi 1990 yılına göre %10 oranında artarken, Western Deep Levels ve Elandsrand madenlerinin üretimi %5 oranında artmıştır. 1991 yılı içerisinde, Ulusal Maden İşçileri Sendikası yüksek ücret talebinde bulunmuş ve %15 civarında seyreden enflasyona rağmen ücretlerde ancak %6'lık bir artış sağlanmıştır. (43)

(42) Timothy Green, "The Prospect For GOLD, The View To The Year 2000", Rosendale Press, London, 1987, s.19

(43) Gold Fields Mineral Services Ltd., "GOLD 1992", London, May 1992, s.19

ii. Amerika Birleşik Devletleri

Çarpıcı şekilde artan altın üretimiyle son yıllarda dikkatleri üzerine çeken Amerika, 1980'de 30 ton olan altın üretimini 1986'da 100 tona, 1988'de 200 tona ve 1991'de 300 tona çıkarmayı başarmıştır. 1990 yılında gerçekleştirdiği 294.2 tonluk üretimiyle Batı dünyasının Güney Afrika Cumhuriyeti'nden sonraki en büyük ikinci altın üreticisi olan ABD, altın üretimini 1991 yılında %2 oranında artırarak 300 tona yükseltmiş ve sıralamadaki yerini bu yıl da korumuştur. 80'li yılların başında yükselişe geçen altın fiyatları Amerikan altın endüstrisinin uyanmasına neden olmuştur. Altın endüstrisinde kullandığı teknolojinin üstünlüğüne ve maden yataklarının verimliliğine bağlı olarak patlayan üretim hacmi pek çok analisti şaşkınlığa düşürmüştür. 1980 yılında 30 ton olan altın üretiminin 1991 yılında 300 tona çıkması gerçekten büyük bir başarıdır.

ABD'de altın madenciliğinin hikâyesi oldukça renklidir. Filmlere ve romanlara konu olan "*altın çılgınlığı*" bir döneme adını vermiş ve altın bulmak amacıyla Amerikaya gelen insanlar, kıtanın en uzak yerleşim birimlerinden olan *California (1849)*, *Comstock Lode (1860)* ve *Alaska (1870)* gibi bölgelere adeta hücum etmişlerdir. Bu çılgınlık, 1933 yılında Başkan *Franklin Roosevelt*'in kişisel altın madenciliğini yasaklaması ve Amerikan vatandaşlarının altın alımına kısıtlamalar getirmesi sonucunda yumuşatılmışsa da sona ermemiştir. (44)

Roosevelt'in kişisel altın madenciliğini yasaklamadaki esas amacı; ABD hükümetinin altın kaynaklarını artırmak, 1929 bunalımıyla ekonomik çöküntü yaşanan ülkede aşırı derecede artan işsizliği önlemek ve yeni yatırımlara girişebilmek için kaynak temin edebilmektir. Sosyal devlet imajının ön plana çıktığı o günlerde, artan devlet harcamalarını finanse etmenin başka çaresi zaten yoktu. Bu karar alınmazdan önce dolar yerine altın almayı yeğleyen insanlar, ABD Doları'na olan güveni artırmayı amaçlayan Başkan *Roosevelt*'in yasaklama kararının hemen ardından mecburi olarak dolar almaya başlamışlardır.

Kişilerin, bankalarda bulunan paralarını çekip altın almalarını önlemek amacıyla ilk iş olarak bankaların üç gün süreyle tatil edilmesini emreden *Roosevelt*, koleksiyon amaçlı eski paralar ve endüstriyel amaçlı altınlar dışında kalan tüm özel altınların 20.67 dolarlık sabit bedelle *Federal Reserve Bank*'a teslim edilmesi yönünde ikinci bir karar almıştır. Sonraki yıllarda altının onsu 35 dolara yükseltilmiş ve bu resmi fiyat ufak değişikliklerle 1971 yılına kadar yürürlükte kalmıştır.

(44) Timothy Green, "*The Prospect For GOLD, The View To The Year 2000*", Rossmdale Press, London, 1987, s.33

Altın fiyatınının 20.67 dolardan 35 dolara yükseltilmesi, 1930 ile 1940 yılları arasında altın üretiminin ikiye katlanmasına neden olmuşsa da, bu artış sonraki yıllarda devam etmemiş ve ABD'nin altın üretimi; II. Dünya Savaşı sırasında altın madenciliğinin hükümet tarafından teşvik edilmemesinden dolayı hızla düşmüştür. Savaşı takip eden yıllarda 35 dolarlık resmi ons fiyatı altın üretimini teşvik etmemiş, maliyetin yüksek olmasından dolayı 1980 yılına kadar oldukça düşük kalan üretim, altın fiyatlarının yükselme trendine girdiği 1979-80 yıllarında canlanmaya başlamıştır.

35 dolarlık ons fiyatının enflasyonist baskıların egemen olduğu dünya ekonomisi için mükemmel bir fiyat düzeyi olduğunu ileri süren yabancı yatırımcılar ve Merkez Bankaları, 1960'ların sonlarında bu fiyat düzeyini bozacak şekilde hareket etmeye ve altın taleplerini artırmaya başlamışlardır. Artan talebe bağlı olarak 1930'dakine benzer şekilde tekrardan baskı altına giren Amerikan altın stokları için tehlike sinyalleri çalmaya başlamıştır. Ancak 1930'daki hareketten farklı olarak bu sefer altın talebini yaratanlar altın alım yasakları devam eden ABD vatandaşları değil, yabancı ülke vatandaşları ve yabancı ülke yatırımcılarıydı. 1944 yılında imzalanan *Bretton Woods* anlaşması ile resmi rezerv parası olarak ABD Doları'nı benimseyen ülkeler, kendi ulusal paralarını dolara bağlamışlardı. ABD bu ülkelere; arz ettikleri dolarları 35 dolarlık sabit ons fiyatı üzerinden paraya çevirme güvencesi vermişti. 1950'ler boyunca oldukça güzel işleyen bu sistem, Amerika'nın 1960'lı yıllarda büyük bir ödeme güçlüğüne girmesi ve enflasyonun tırmanmaya başlaması üzerine ağır aksak işlemeye başlamıştır. Dış ticaret işlemlerinin yalnızca ABD Doları üzerinden yapılabilmesi, *Bretton Woods* anlaşması uyarınca yabancı Merkez Bankalarını dolar satın almaya zorlamış, aslında zayıf olan ABD Doları desteklenmiş ve Amerika'dan enflasyon ithal edilmiştir. Sistemin zayıflamaya başlamasıyla birlikte, ellerinde ABD Doları bulunan Merkez Bankaları ile diğer tüm yabancılar dolardan kaçmaya ve bu dolarları ABD'ye arz ederek 35 dolarlık sabit ons fiyatı üzerinden altına çevirmeye başlamışlardır. Ancak, *Bretton Woods* sisteminin yapısından dolayı milyarlarca dolara ulaşan emisyonun tamamen altına çevrilebilmesi mümkün değildi. Dışarıdaki dolar miktarı, Amerikan hazinesindeki altın miktarından fazla olunca, Amerika'nın bir ons altını 35 dolardan satma taahhüdü tehlikeye girmişti.

1971 yılında Başkan *Richard Nixon* Hazine'nin altın penceresini kapatmış ve altın ile dolar arasındaki ilişkiyi ortadan kaldırarak, hem altını hem de doları serbest dalgalanmaya bırakmıştır. Fiyatların serbest bırakılmasıyla birlikte doların fiyatı düşmeye başlarken altının fiyatı hızla yükselmeye başlamış, hızla yükselen fiyatlara bağlı olarak altın dünya piyasalarının en gözde yatırım aracı haline gelmiştir. 1971 yılında altın fiyatları serbest bırakılmasına rağmen, Amerikan halkı bu kıymetli madeni 31 Aralık 1974 tarihine kadar satın alamamıştır. (Bu tarih aynı zamanda vadeli altın kontratlarının tanıtıldığı tarihtir).

Altın standardına 1971 yılında son verilmesine ve altın fiyatlarının hızla yükselmesine rağmen, ABD'nin altın üretimi artış kaydetmemiştir. Bunun en büyük nedeni, altın alışverişlerinin 1933 ile 1974 yılları arasında hükümet tarafından resmen yasaklanması ve Amerikan altın endüstrisinin yok edilmesidir. Ayrıca altın fiyatlarında istikrarlı bir yükseliş söz konusu olmamış, 1970 yılında 200 dolara kadar yükselen ons fiyatı 1976 yılında tekrardan 100 dolara gerilemiştir. Bu fiyat düşüşü üretimlerini artırmak isteyen bazı şirketleri ikinci bir kez düşünmeye ve daha kapsamlı üretim planları hazırlamaya yöneltmiştir. 1970'lerin sonunda Amerika'nın altın üretimi II. Dünya Savaşı'ndan sonraki en düşük seviyeye inmiştir. Gerçek anlamda ABD'nin altın üretimi, ons fiyatının 850 dolara yükseldiği 1980 yılından sonra artmaya başlamıştır. Amerika'daki en büyük altın üretim bölgesi Nevada'da bulunan Carlin Trend'dir. Analistler bu bölgeyi, Güney Afrika ve Rusya'da bulunan altın üretim bölgelerinden sonra geleceği en parlak bölge olarak göstermekte ve bu bölgede var olan yüksek verimli üretimin gelecek yüzyılda da süreceğine inanmaktadırlar. 1981-91 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri tarafından üretilen altın miktarı yıllar itibarıyla aşağıdaki gibidir;

AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ
YILLIK MADEN ÜRETİMİ
(ton)

Yıllar	Üretim
1981	44.0
1982	45.3
1983	62.6
1984	66.0
1985	79.5
1986	118.5
1987	154.9
1988	201.0
1989	265.5
1990.....	294.2
1991	300.0

Kaynak: GFMS Ltd. Gold 1992

Altın üretimini önceki yıllara göre 1989'da 65 ton, 1990'da da 30 ton artıran ABD'nin 1991 yılında üretimini sadece 6 ton artırması birçok kişiyi şaşırtmış olsa da, önümüzdeki yıllarda faaliyete geçecek olan yeni madenlerle birlikte üretimin orta vadede yeniden artması beklenmektedir. Tıpkı Güney Afrika Cumhuriyeti'nde olduğu gibi Amerika Birleşik Devletleri'nde de bazı madenlerin üretimi artarken bazılarınının gerileme kaydetmektedir. En önemli artış *American Barrick's Goldstrike* madeninde yaşanmış ve üretim %50'den daha yüksek oranda artarak 17 tona yükselmiştir. 1992 yılı üretiminin 28 ton tahmin edildiği bu madeni *Echo Bay's McCoy/Cove* madeni takip etmiş, delme yönteminin uygulanmasından sonra bu madenin verimliliğinde artış kaydedilmiştir. Diğer taraftan üretiminde düşüş yaşanan birçok maden yatağı da bulunmaktadır. ABD'nin en büyük altın üretim bölgesi olarak bilinen *Carlin Trend* maden yatağının yıllık üretimi %6 oranında gerileyip 49 ton olarak gerçekleşirken, *Amax Gold's Sleeper* madeninin üretiminde %25'den daha yüksek oranda gerileme kaydedilmiştir. Oldukça düşük kabul edilebilecek büyüme hızına rağmen, 1992 yılı içinde uygulamaya konulacak yeni projelerle birlikte ABD'nin altın üretiminde ikinci bir patlama beklenmektedir. (45)

iii. Avustralya

1980'li yılların başından itibaren Güney Afrika'nın altın üretimi azalırken, ABD, Avustralya ve Kanada gibi ülkelerin üretimi hızla artmaya başlamıştır. 70'li yıllarda 1.000 ton altını rahatlıkla üreten Güney Afrika 80'li yıllarda 600 ton altını üretmekte zorlanırken, 80'li yılların başında 30 ton altın üreten ABD, 90'lı yılların başında 300 ton üretmeye başlamıştır. Aynı dönem içerisinde Kanada'nın üretimi 53 tondan 165 tona, Avustralya'nın üretimi ise 18.3 tondan 234.2 tona fırlamış, altın fiyatında yaşanan olumsuz gelişmelere rağmen bu ülkelerin altın üretimi devamlı olarak artmıştır.

Okyanusya ülkeleri içerisinde 234 tonluk yıllık üretimiyle ilk sırada yer alan Avustralya, 1980'de 17 ton olan altın üretimini 1987'de 100 tonun, 1989'da da 200 tonun üzerine çıkarmıştır. Avustralya 1991 yılında 234.2 tonluk altın üretimiyle batı Avrupa'nın en büyük üçüncü altın üreticisi haline gelmiştir. Yeni altın kaynakları bulmak amacıyla batı Avustralya'ya kayan maden şirketlerinin bu ilerleme de önemli bir payı bulunmaktadır. 1987 yılının sonlarına doğru yeni bir araştırma yapan hükümet, ülkenin o günkü altın fiyatlarıyla kârlı olarak işletilebilecek 1.274 ton altın rezervine sahip olduğunu tahmin etmiştir. Avustralya'da yaşanan üretim patlamasını, açılan maden ocağı sayısında da görebilmek mümkündür. Sadece 1986 ve 1987

(45) Gold Fields Mineral Services, "GOLD 1992", London, May 1992, s.21-22

yıllarında Batı Avustralya'da ve ülkenin kuzeyinde bulunan *Queensland* bölgesinde 30 adet yeni maden ocağı açılmıştır. *Consolidated Gold Field PLC*'nin raporlarına göre, bu madenlerin birçoğu küçük olmasına rağmen toplam ülke üretimine olan katkıları tahminlerin çok çok üstündedir. (46)

Avustralya altın endüstrisinin önündeki en önemli sorun 1 Ocak 1991 tarihinden itibaren uygulamaya konulan %39 oranındaki "altın üretim vergisi"dir. %49 oranındaki kurumlar vergisinden yıllarca muaf tutulan Avustralya altın endüstrisi, günümüzde bu muafiyetini yitirmiş bulunmaktadır. Yeni hükümetin, altın endüstrisini vergiden muaf tutmak amacıyla karar değişikliğine gitmesi halinde böyle bir muafiyetin, verimi düşük maden ocaklarının açılışını teşvik edeceği ve bundan dolayı üretim maliyetinin artacağı tahmin edilmektedir.

Nitekim böyle bir etki 1988 yılında kendini göstermiş ve Avustralya'da 238 dolara üretilen bir ons altın, Kanada'da 214 dolara, ABD'de ise 229 dolara üretilmiştir. Bu maliyet artışının temel nedenleri arasında; değer kazanan Avustralya Doları, artan enflasyon ve yeni açılan yüksek maliyetli maden ocakları gelmektedir. Yüzde 39 oranındaki altın üretim vergisinin de eklenmesi durumunda, tüm bu faktörlerin uluslararası altın piyasalarını ve Avustralya'nın altın üretim maliyetini olumsuz yönde etkileyeceği tahmin edilmektedir.

Altın madenciliğini vergilendirmeyi amaçlayan yeni vergi sistemine rağmen, Avustralya'nın yün ve kömürden sonraki en önemli ihracat ürünü olan altın madenine Avustralya hükümetince özel bir önem verilmektedir. Hükümete bağlı olarak kurulan *Avustralya Altın Birliği'nin (GoldCorp Australia)* esas görevi, uluslararası altın üreticisi olan Avustralya'nın satışını artırmak ve yeni pazarlar bulmaktır. (47)

1981-91 yılları arasında Avustralya tarafından üretilen altın miktarı yıllar itibarıyla aşağıdaki gibidir;

(46) Kevin Commins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.52
(47) Gold Gazette, Resource Information Unit, Perth, Western Australia

AVUSTRALYA
YILLIK MADEN ÜRETİMİ
(ton)

Yıllar	Üretim
1981.....	18.4
1982.....	27.0
1983.....	30.6
1984.....	39.1
1985.....	58.5
1986.....	75.1
1987.....	110.7
1988.....	157.0
1989.....	203.6
1990.....	243.1
1991.....	234.2

Kaynak: GFMS Ltd., Gold 1992

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi; 1991 yılı üretiminin 1990 yılına göre %3 oranında gerilediği Avustralya'da, altın üretim vergisinden kaynaklanan küçük bir düşüş yaşanmışsa da bu düşüş tahminlerin çok çok altında kalmıştır. 1990 yılının son çeyreğinde 70 ton civarında altın üretilen Avustralya'da, altın üretim vergisinin yürürlüğe girdiği 1991 yılında ufak bir düşüş yaşanmış ve 91 yılının ilk çeyreğindeki üretim 58 tona gerilemiştir. Ancak bu ülkenin altın üretiminde 1991 yılında yaşanan düşüşü tek başına altın üretim vergisine bağlamak hatadır. Verim düşüklüğünden dolayı açık yüzey işletmeciliğini terkedip, yeraltı kazılarına başlayan altın endüstrisinde bu düşüşün yaşanması pek sürpriz sayılmamalıdır. Diğer ülkelerde olduğu gibi Avustralya'da da bazı madenlerin üretim hacminde ciddi değişimler meydana gelmiştir. Ülkedeki en büyük maden yatağı olarak bilinen Boddington'un üretimi %11 oranında gerileyip 12 ton olarak gerçekleşirken, Super Pit maden sahasının üretimi %25 oranında artarak 15 tona, Mount Magnet madeninin üretimi ise %30 artışla 6.5 tona yükselmiştir. Altın üretim vergisinin yürürlüğe girmesi sonucunda gerileyen yıllık üretim rakamının, 1992-93 yıllarında faaliyete başlayacak olan yeni madenlerle birlikte tekrardan yükselişe geçmesi beklenmektedir.

iv. Kanada

Diğer altın üreticisi ülkelerde olduğu gibi Kanada'nın altın üretiminde de altın fiyatlarının yükselmesine bağlı olarak ciddi bir artış gözlenmiştir. Gerçekleştirdiği üretim miktarıyla 80'li yıllara kadar pek dikkat çekmeyen Kanada, 80'li yılların başında 53 ton olan altın üretimini beş yıl içerisinde 100 tonun üzerine çıkarmıştır. İstikrarlı altın üretimini 1991 yılı içerisinde de devam ettiren Kanada, üretimini önceki yıla göre %6 oranında artırarak 176.7 tona yükseltmiştir. Altın üretiminde belli bir yere sahip olan ve yıllık üretimiyle dünya beşinciliğini elinde bulunduran Kanada, resmi altın rezervini 1981 yılından itibaren %94 oranında artırırken, bakır ve çinko rezervlerini belirgin derecede azaltmıştır.

Altın üretimi Kanada'nın hemen her bölgesinde yapılabilmektedir. Prince Edward Island dışındaki tüm eyaletlerde altın üretilirken, toplam altın üretiminin yaklaşık %70'i Quebec ve Ontario'dan elde edilmektedir. (48)

1983 yılından beri Kanada'da bulunan madenlerin finansmanı "*Canadian Exploration Incentive Program*" vasıtasıyla hükümet tarafından desteklenmektedir. Bu program, bireylerin maden arama işlemleri sırasındaki masraflarının %100'ünü gider olarak gösterebilmelerine imkân tanımaktadır. (49)

Son yıllarda Kanada altın endüstrisinin birleşmeye ve yeniden yapılanmaya girdiği göze çarpmaktadır. 80'li yılların sonlarında, dünya altın piyasalarının zayıflaması ve fiyatların gerilemeye başlaması üzerine, küçük ve orta ölçekli pek çok maden şirketi parasal krize girmiş ve daha büyük şirketlerle birleşmek zorunda kalmıştır. 1981-91 yılları arasında Kanada'da üretilen altın miktarının yıllara göre dağılımı aşağıdaki gibidir;

(48) Timothy Green, "The Prospect For GOLD, The View To The Year 2000", Rosendale Press, London, 1987, s.47

(49) Canadian Mining Handbook, Northern Miner, Toronto, 1986.

KANADA
YILLIK MADEN ÜRETİMİ
(ton)

Yıllar	Üretim
1981.....	53.0
1982.....	66.5
1983.....	73.0
1984.....	86.0
1985.....	90.0
1986.....	105.7
1987.....	116.5
1988.....	134.8
1989.....	159.5
1990.....	167.0
1991.....	176.7

Kaynak: GFMS Ltd., GOLD 1992

Üretim maliyetleri yüksek olan madenlerin bir çoğunda yaşanan üretim düşüklüğüne rağmen, Kanada'nın 1991 yılı altın üretiminde görülen %6'lık artış gerçekten büyük bir başarıdır. Bu ülkenin altın üretimi *Corona* ve *Teck's Williams* madenlerinde %13 oranında gerilerken, *Quebec* madeninde %25 oranında artarak 50 tona yükselmiştir.

v. Latin Amerika Ülkeleri

Güney Afrika, Avustralya, Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada dışında, Latin Amerika ülkelerinden Brezilya, Kolombiya, Venezüella, Şili, Filipinler ve Papua Yeni Gine de en büyük altın üreticisi ülkeler olarak karşımıza çıkmaktadır. Doğu Bloku'nda yer alan komünist ülkelerin altın üretimlerini bir tarafa bırakırsak, Latin Amerika ülkelerinin yıllık altın üretimleri, Batı dünyasında üretilen toplam altının %15-20'lik kısmına karşılık gelmektedir. Özellikle 80'li yıllarda Latin Amerika ülkelerinde yaşanan ekonomik problemler altının bu ülkelerdeki önemini artırmıştır. Rezerv yaratmada ve dış borç yüklerinin hafifletilmesinde en önemli araç olarak görülen altın madeninin üretimi, birçok ülke tarafından teşvik edilmektedir. Latin

Amerika ülkelerinin birçoğunda varolan hiperenflasyon ve birbirini peşisıra yapılan devalüasyonlar, kendi para birimlerinin değer kaybetmesi pahasına da olsa bireyleri ve şirketleri sahip oldukları altın miktarını artırmaya yöneltmektedir. Latin Amerika ülkelerinde altın üretimi artmakla birlikte, enflasyondan korunmayı amaçlayan halkın tasarruf eğiliminin yüksek olması, ülkeye kalan altın miktarı ile ülkeden ihraç edilecek altın miktarının bir türlü dengelenememesine neden olmaktadır. Latin Amerika'nın en büyük altın üreticilerinden olan Brezilya ve Kolombiya'da, elde edilen altının % 80'i "garimpetros" olarak isimlendirilen yöresel altın madencileri tarafından çıkarılmaktadır. 1988 yılı içerisinde Brezilya'nın "Amazon Basin" olarak isimlendirilen bölgesinde 800.000 garimperios'un çalıştığı tahmin edilmiştir, bu durum esas itibarıyla yüksek enflasyon ve düşük kalkınma hızı gibi makro ekonomik sorunların yanısıra oldukça büyük boyutlara ulaşan bazı sosyal sorunlardan kaynaklanmaktadır. Garimpetros'ların yasal olmayan faaliyetleriyle ilgili bazı kısıtlayıcı önlemlerin kanunlaşması durumunda işsiz kalan insanların yaratacağı sosyal sorunlar Latin Amerika ülkelerini korkutmaktadır. Tüm bunlardan başka, bu kişilerce kazılan maden yataklarının neredeyse tükenmek üzere olmasından dolayı, Brezilya başta olmak üzere Latin Amerika ülkelerinin altın üretimlerinde de 90'lı yıllar boyunca gerileme beklenmektedir. (50)

1985-91 yılları arasında Latin Amerika ülkeleri tarafından üretilen altın miktarları yıllar itibarıyla aşağıdaki gibidir;

**LATİN AMERİKA ÜLKELERİ
YILLIK MADEN ÜRETİMİ
(ton)**

Ülkeler	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Brezilya	72.3	67.4	84.8	102.2	101.2	84.1	80.0
Şili	22.8	24.0	23.3	26.7	29.0	33.3	32.5
Kolombiya	26.4	27.1	32.5	33.4	31.7	32.5	32.2
Peru	10.9	10.9	10.8	10.0	12.6	14.6	15.1
Venezulla	12.0	15.0	16.0	20.0	17.1	14.2	13.2
Bolivya	6.0	6.0	6.0	9.0	11.5	10.4	10.0
Meksika	8.0	8.3	9.0	10.4	10.8	9.6	8.5
Ekvator	3.0	6.0	8.0	9.0	11.3	9.3	7.5
Dominik Cumhuriyeti	10.4	9.1	7.9	6.7	5.5	4.3	4.0
Diğerleri	6.5	7.0	7.1	7.1	6.2	7.2	7.5
Toplam	178.3	180.8	205.4	234.5	236.9	219.5	210.5

Kaynak: GFMS Ltd, Gold 1992

(50) Kevin Connors, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990. s.57

Yukarıdaki tabloda da görüleceği gibi Latin Amerika ülkelerinin 1991 yılı altın üretimleri bir önceki yıla göre %4 oranında gerilemiş ve 210.5 ton olarak gerçekleşmiştir. İstisnaları olmakla birlikte Latin Amerika ülkelerinin birçoğunda kaçak altın üretiminin azalmasından kaynaklanan üretim düşüklüğü meydana gelmiştir. Daha öncede belirtildiği üzere, Latin Amerika ülkelerinde (özellikle *Kolombiya ve Brezilya'da*) üretilen altının önemli bir kısmı "garimpertous" olarak isimlendirilen kişiler tarafından çıkartılmaktadır. 1991 yılında Latin Amerika ülkelerince üretilen 210.5 ton altının 110 tonu yasal olmayan yollardan üretilirken, sadece 100 tonluk kısmı yasal şekilde üretilmiştir.

Brezilya'nın maden üretimi 1991 yılında %5 oranında gerilemiş ve 80 ton olarak gerçekleşmiştir. Resmi sektör kuruluşlarınca üretilen altın miktarı 4 ton artarak 33 tona yükselirken, garimpolar tarafından üretilen altın miktarı 47 tona gerilemiştir. Aşırı yağışlar, azalan altın verimliliği, sıkı kontroller ve düşük seyreden local altın fiyatları gayri resmi altın üretiminde yaşanan düşüklüğün esas nedenleridir.

1991 yılı içerisinde Şili ve Kolombiya'nın altın üretiminde fazla bir düşüş yaşanmamıştır. Kolombiya'da resmi sektörün en önemli madeni durumunda olan *Minas de Antioquia* madeninin üretimi 2 ton artarken, ülkede var olan gerilla hareketleri resmi ve gayri resmi madencilik sektörünün faaliyetlerini kısıtlamaya başlamıştır.

Altın üretimini 1990 yılına göre artıran tek Latin Amerika ülkesi Peru olmasına rağmen bu artış %3'le sınırlı kalmış, bir diğer Latin Amerika ülkesi olan Kolombiya'da da 1991 yılı altın üretimi küçük bir düşüşle 13 ton olarak gerçekleşmiştir. Bu düşüşte, gayri resmi altın üretimini önlemeye kararlı olan Ulusal Güvenlik kuruluşlarının yoğun çabaları da etkili olmuştur. Brezilyalı garimperosların birçoğu Kolombiya'nın güneydoğusunda kaçak olarak altın aramakta ve gerek ülke ekonomisinin gerekse Kolombiya altın endüstrisinin gelişimini engellemektedirler. Bazı büyük maden şirketlerinin küçük şirketleri bünyesine katarak ülke çapında altın arama faaliyetine girişmesi ise 1991 yılı içinde Kolombiya'da yaşanan en önemli gelişmedir.

Yüksek enflasyonla mücadele eden Bolivya'nın 1991 yılı üretimi küçük bir düşüşle 10 tona gerilerken, aynı yönde gelişmelere Meksika, Ekvator ve Panama'da da rastlanmıştır.

vi. Papua Yeni Gine

Okyanusya ülkelerinden Papua Yeni Gine 1990 yılında 33.6 ton olan altın üretimini 1991 yılı içinde %80 oranında artırarak 60.6 tona yükseltmiş ve altın üretiminde dünya sekizincisi olmuştur. Bu yüksek artış esas itibarıyla yeni faaliyete

geçen *Porgera* altın madeninin 38 ton civarında gerçekleşen yıllık üretiminden kaynaklanmıştır. Bundan başka, ülkedeki en iyi altın madenlerinden bir diğeri olan *Mistina* madeninin üretiminde de artış yaşanmış ve yıllık üretim miktarı 10 tona yaklaşmıştır.

vii. Filipinler

Filipinler'in altın üretimi 1991 yılı içinde %18 oranında gerilemiş ve 30.5 tona düşmüştür. Filipinler'de yaşanan deprem ve *Luzon* adasında bulunan *Pinatubo* yanardağında meydana gelen patlamalar altın üretiminin düşmesine neden olan önemli olaylardır. Volkanik patlamadan en fazla etkilenen altın madeni *Dizon* olmuş ve üzeri küllerle kaplanan bu madenin üretimi birkaç ay boyunca duraksamıştır. (51)

viii. Diğer Ülkeler

Altın üreticisi ülkelerden olan Gana, 1990 yılına göre üretimini en fazla artıran ülkeler arasında Papua Yeni Gine'den sonra ikinci sırada gelmektedir. 1990 yılında 17.3 ton altın üreten Gana, 1991 yılında üretimini %49 oranında artırmış ve 25.8 tona yükseltmiştir. Bu artışın en önemli sebebi; *Ashanti*, *Sansu* ve *Bogosu* madenlerinin genişletilmesidir.

Altın üretiminde rekor kıran bir diğer ülke Endonezya'dır. *Ertzberg/Grasberg* bakır-altın madeninde gerçekleştirilen kazı ve delme işlemleri sonucunda altın üretimini %40 oranında artıran Endonezya, yıllık üretimini 18.4 tona yükseltmiştir. Japonya, altın üretiminde pek söz sahibi olmamakla birlikte 1991 yılında altın üretimini %12 oranında artırmış ve 8.3 tona yükseltmiştir.

ix. Doğu Bloku Ülkeleri

Altın üretiminde sadece Batı ülkelerinin söz sahibi olmadığı, eski Sovyetler Birliği ve diğer Doğu Bloku ülkelerinin de altın ürettikleri bilinmektedir. Dünya altın üretiminin %20'si Doğu Bloku ülkelerince gerçekleştirilmektedir. Ülkesinin altın üretimini dışarıya açıklamak istemeyen Stalin, 1933 yılında çıkardığı bir kanunla altın üretimiyle ilgili istatistik verilerin açıklanmasına son vermiştir. Rusya'nın bu tutumunu diğer Doğu Bloku ülkeleri de benimsemiş ve bu ülkelerle ilgili üretim rakamları, birkaç yıl öncesine kadar Sovyet teknik yayınlarından ve resmi olmayan kaynakların açıklamalarından yararlanılarak tahmin edilmeye çalışılmıştır. (52)

(51) Newsletter, Chamber of Mines of the Philippines.

(52) Kevin Commins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.57

Dünya altın borsalarında Bağımsız Devletler Topluluğu önemli bir etkinliğe sahiptir. Yeniden yapılanma hareketlerinin başladığı 1991 yılına kadar, Güney Afrika Cumhuriyeti'nden sonra dünyanın en büyük ikinci altın üreticisi olarak bilinen Rusya'nın, Birliği oluşturan cumhuriyetlerin bağımsızlıklarını ilan etmelerinden hemen sonra tahmin edildiği kadar güçlü olmadığı anlaşılmıştır. Resmi açıklamalara göre, Rusya'da şu an için altın stoku bulunmamaktadır.

Birliğin bölünmesinden önce ürettiği altınları dünya piyasalarına zaman zaman enjekte eden Sovyetler Birliği, altın satışı sırasında altının dünya piyasalarındaki fiyatını değil, ülkesi için gerekli döviz miktarını göz önünde bulundurmıştır. Ortalama ons fiyatının 600 dolar civarında seyrettiği 1980 yılında Doğu Bloku ülkeleri toplam olarak 2.900.000 ons altın satarken, ons fiyatının 325 dolara gerilediği 1985 yılında 10.000.000 ons altın satmışlardır. Bu durum, altın satışları sırasında fiyat dışı faktörlerin daha etkili olduğunu açıkça ortaya koymaktadır. Sovyet altın satışlarının döviz ihtiyacından kaynaklandığını ileri süren pek çok analist, Sovyet altın satışlarıyla tahıl ithalatı arasında kuvvetli bir korelasyon bulunduğunu ileri sürmektedirler. Tahıl ithalatının oldukça fazla yapıldığı yıllarda, tahıl alımı için gerekli olan para altın satılarak karşılanırken, tahıl alımının daha az yapıldığı yıllarda azalma kaydetmiştir. Örneğin, Rusya, en yüksek tahıl ithalatını 1982 yılında (2.32 milyar dolarlık) gerçekleştirmiştir. İthal edilen tahılın parasını ödemek amacıyla aynı yıl 6.500.000 ons altın ihraç edilirken, tahıl ithalatının 983 milyon dolara gerilediği 1983 yılında 3.000.000 ons altın ihraç edilmiştir. (53)

Ancak, Sovyet tahıl ithalatı ile altın satışları arasında direkt bir bağlantı olduğu kabul ediliyorsa da bu denklemde bazı eksik noktalar bulunmaktadır. Zira, Sovyetler'in döviz ihtiyacı, doğalgaz ve petrol ihracı gibi diğer birçok faktörden de etkilenmektedir. Sovyetler Birliği, petrol ve doğalgaz fiyatlarının düşük kaldığı yıllarda, aradaki döviz kaybını karşılamak amacıyla daha fazla altın satmak zorunda kalmıştır. Birçok analist, 1985 yılında artış kaydeden Sovyet altın satışlarının temelinde bu faktörlerin yattığına inanmaktadır. Sovyet ekonomisinde meydana gelen köklü değişikliklere bağlı olarak tahıl alımları ile altın satışları arasındaki bağlantının değiştiği göze çarpmaktadır. Batı ülkelerinden çeşitli tüketim maddelerinin ve endüstriyel ürünlerin ithal edilmesi durumunda baskı altına giren döviz rezervlerini rahatlatmak amacıyla önemli miktarda altın satması beklenen Bağımsız Devletler Topluluğu'nun, bu ülkelerden uygun şartlarla kredi temin etmesi durumunda altın üzerindeki döviz baskısını hafifleteceği tahmin edilmektedir.

Sovyetler Birliği'nin altın üretiminde 1991 yılında keskin bir düşüş yaşanmış ve 1990'da 270 ton olan yıllık üretimi 1991'de 242 tona gerilemiştir. Birlikten ayrılıp bağımsızlıklarını ilan eden devletlerde altın üretimi normal şekilde sürdürülürken, üretimdeki esas düşüş Rusya'da bulunan maden sahalarında görülmüştür. Cevher verimliliğinin gittikçe azalmaya başladığı Rusya'da, altın üretiminin kısa vadede yeniden artmaya başlayacağını söylemek mümkün değildir. Ancak uzun vadede, genel kabul gören yerüstü madenciliğinden pek kabul görmeyen yeraltı madenciliğine geçilmesi durumunda üretimin yeniden artması gündeme gelecektir. Enerji kısıntısı ve araç gereç yetersizliği gibi olumsuz etkenlerin altın madenciliğini olumsuz yönde etkilediği bilinmektedir. Örneğin, Doğu Sibirya'daki altın madenlerinde çalışan maden işçilerinin birçoğu yiyecek sıkıntısı ve düşük ücret gibi sorunlarla karşı karşıya kaldıklarından işlerini terketmeye başlamışlardır. Fiyatların serbest bırakıldığı Ocak 1992'den beri işçi ücretlerinde meydana gelen artışların, önümüzdeki yıllar içinde altın üretim maliyetini olumsuz yönde etkileyeceği tahmin edilmektedir. (54)

SOVYETLER BİRLİĞİ
YILLIK MADEN ÜRETİMİ
(ton)

Yıllar	Üretim
1981.....	262
1982.....	266
1983.....	267
1984.....	269
1985.....	271
1986.....	275
1987.....	277
1988.....	280
1989.....	285
1990.....	270
1991.....	242

Kaynak: GFMS Ltd., Gold 1992

(54) Gold Fields Services Ltd., "GOLD 1992", London, May 1992, s.31

1991 yılına kadar ülke içinde üretilen altınları tek bir merkezde toplayıp kendi kararları doğrultusunda satışa sunan Sovyet Rusya'nın, birliğin bölünmesinden sonra geçmiş yıllardaki gibi serbestçe hareket etmesi oldukça güçleşmiştir. Altın üretiminde söz sahibi olan ve bağımsızlıklarını ilan eden devletlerden Özbekistan ve Kazakistan, kendi topraklarından çıkan altın ve diğer yeraltı zenginliklerinin kendilerine ait olduğunu ve istedikleri gibi tasarruf edeceklerini 1991 Ağustos'unda patlak veren askeri ihtilal öncesinde Sovyet Rusya'ya bildirmişlerdir. Sovyet altın üretiminin %25'lik kısmını (*tabmınt olarak 58 ton*) tek başına gerçekleştiren Özbekistan Cumhuriyeti ile diğer bağımsız cumhuriyetlerin, kendi topraklarından çıkan altınları dünya altın piyasalarına direkt olarak arz etmeleri, bu ülkelerin ekonomik bakımdan gelişmelerine büyük katkı sağlayacaktır.

1991 yılı içerisinde Rusya'da yaşanan üretim düşüklüğüne rağmen birçok analist, gerek Rusya'da gerekse Özbekistan ve Kazakistan gibi bağımsız cumhuriyetlerde bulunan altın madenlerine gelişmiş Batı teknolojisinin enjekte edilmesi durumunda, Sovyet altın üretiminin kısa vadede olmasa dahi orta ve uzun vadede yeni bir patlama yapacağına kesin gözle bakmaktadırlar. Bunun ilk işaretleri şimdiden görülmeye başlanmış ve batı ülkelerinde faaliyette bulunan maden şirketlerinin pek çoğu Rusya ve diğer Bağımsız Cumhuriyetlerde altın aramak ve çıkarmak amacıyla araştırmalar yapmaya başlamışlardır.

Altın üretimi yıldan yıla artan ve bu konuda söz sahibi olan bir diğer ülke de Çin Halk Cumhuriyeti'dir. Yıllık altın üretimini 1980 yılında ikiye katlayarak 53 tona çıkartan Çin, bu üretimini 1990'da 95 tona, 1991'de de 110 tona çıkartarak altın üretiminde dünya altıncısı olmuştur. Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Çin'de de, zengin olmayı amaçlayan insanlar yasal olmayan yollarla altın aramaktadırlar. Elde ettikleri altını düşük fiyattan hükümete vermek istemeyen kişiler, üretimlerinin büyük bölümünü kaçak olarak yurtdışına çıkarmakta ve dolar karşılığında satmaktadırlar. Çin hükümetinin 1989 yılında bir açıklama yapmasına ve altın alış fiyatını serbest piyasa fiyatıyla aynı seviyeye yükseltmesine rağmen, resmi dolar fiyatı ile karaborsa dolar fiyatı arasındaki büyük farklılıktan dolayı altın kaçakçılığı hâlâ devam etmektedir.

3. RESMİ SEKTÖR SATIŞLARI

Daha önce de belirtildiği altın fiyatlarını etkileyen faktörlerin başında devlet satışları gelmektedir. Merkez Bankaları ve Uluslararası Para Fonu (IMF) gibi yarı hükümet sel bürolar dünya altın arzının 1/3'ünü tek başlarına gerçekleştirmektedir. Altın üretimiyle uğraşan holdinglerin yıllık üretimlerini oldukça geride bırakan resmi sektör satışları yaklaşık olarak 1.500.000 ons altına karşılık gelmektedir. Tarih

boyunca, Merkez Bankalarınca yapılan alış/satış işlemleri kısa süreli de olsa altın arzının en önemli bileşeni olmuştur. Maden üretiminde meydana gelen değişiklikler uzun vadede yavaş bir oluşum sergilemektedir. Yani, tam kapasite ile işletilen bir madenden yılda 10 ton altın çıkartılırken, bir sonraki yıl 15-20 ton çıkartılmasına imkân bulunmamaktadır. Merkezi planlama ile yönetilen ekonomilerde altın satışlarının yıllık maden üretimlerine göre değil, bu ülkelerin döviz ihtiyaçlarına göre belirlendiği bilinmektedir. Bunun aksine Merkez Bankalarının alım ve satım kararlarında yıldan yıla büyük farklılıklar göze çarpmaktadır. Örneğin, 1979'da piyasalara 544 ton altın arzeden Merkez Bankaları 1980'de 230 ton altın talep etmişlerdir. Doların diğer yabancı paralar karşısında değer kaybetmesi, altının dolar dışındaki diğer yabancı paralar karşısında relatif olarak ucuzlamasına neden olmaktadır. Örneğin, bir ons altın 400 dolar, 1\$=3.00DM iken; 38.580 Alman markına karşılık gelen bir kilo altın, paritenin 1.70'e gerilemesi durumunda 21.862 Alman markına karşılık gelmektedir. (55)

Gelişmiş ülkeler arasında imzalanan uluslararası anlaşmaların bir sonucu olarak, doların dünya borsalarındaki değer kaybını önlemek amacıyla destekleme alımı yapan yabancı Merkez Bankalarının, birçoğu 1980'lerin sonunda kendi kasalarını Amerikan Doları ile dolu bulmuşlardır. Bunun üzerine Japonya ve Taiwan Merkez Bankaları başta olmak üzere birçok ülkenin Merkez Bankası, kasalarında bulunan dolarları altınla değiştirmeye karar vermiş ve dolar satarak altın almaya başlamışlardır.

Dünya altın piyasalarında son yıllarda görülen bir diğer önemli gelişme, altın üreten ülkelerden bazılarının (*özellikle gelişmekte olan ülkelere*) kendi iç üretimlerinin büyük bir kısmını satın almalarıdır. Bu ülkeler herhangi bir yabancı dövize gereksinim duymaksızın, kendi ulusal paralarını kullanarak resmi rezerv oluşturmayı amaçlamaktadırlar. Brezilya, Filipinler, Peru ve Ekvator bu şekilde ulusal rezerv yaratan ülkelerin başında gelmektedir.

Altın borsalarında oldukça aktif olan Merkez Bankalarının sayıca artması, bu toplulukta bulunan bankaların ne yaptıkları veya ne yapacakları konusunda tahmin yapmayı güçleştirmektedir. Her ülkenin ve dolayısıyla her Merkez Bankasının kendine has ekonomik ve parasal politikaları bulunmaktadır. Örneğin, 1980'den sonra bazı ülkeler kendi Merkez Bankalarının resmi rezervlerini desteklemek amacıyla ülke içinde ürettikleri altınların büyük bir kısmını satın almaya başlarken, bazı Merkez Bankaları da ülkelerinde varolan döviz darboğazını aşabilmek amacıyla

(55) Credit Suisse, "GOLD", Switzerland, 1983, s.9

kendi altın üretimlerinin tamamını veya resmi altın rezervlerinin bir kısmını dünya piyasalarında satışa sunmuşlardır. Bu tür kısa vadeli değişiklikler, Merkez Bankalarının piyasalardaki tutumunu tahmin etmeye çalışan piyasa katılımcılarının durumunu fazlasıyla güçleştirmektedir.

Swap anlaşmalarını bir tarafa bırakırsak, resmi sektör tarafından 1991 yılı içinde 105 ton altın satılmıştır. Resmi sektör kuruluşları olarak nitelendirilen Merkez Bankalarının, altın piyasalarındaki davranışları yıldan yıla, aydan aya hatta günden güne farklılıklar gösterebilmektedir. Örneğin, Latin Amerika ülkeleri 1990'da altın alırken, 1991'de altın satmışlardır.

1991 yılı içinde aktif olarak altın satan ülkelerin başında Brezilya gelmektedir. Yılın ilk çeyreğinde Brezilya Cruzeiro'sunun yabancı paralar karşısındaki değerini korumak amacıyla Merkez Bankası rezervlerini kullanan Brezilya hükümeti altın satışına girişip toplam altın rezervlerini 70 ton düzeyine indirirken, yılın son çeyreğinde politikasında değişiklik yapmış ve yeniden rezerv oluşturmaya başlamıştır.

Kanada Ekonomi Bakanlığı'nın aldığı kararlar doğrultusunda 1980 yılından beri düzenli olarak altın satan Kanada, aynı özelliğini 1991 yılında da sürdürmüştür. Almanya'da, eski Doğu Almanya'dan miras kalan 22 ton altın sessizce piyasalara sürülürken; Kuveyt Merkez Bankası, ülkesinin Irak tarafından işgal edilmesinden sonra ilk kez 40 tonluk bir altın alımı yapmıştır. 1991 yılı içerisinde rezervlerinden satış yapan bir diğer ülke Hindistan olup, rezervlerinin bir kısmını yurtdışına satarken bir kısmını da ülke içindeki kuyumculara satmıştır.

IMF verilerine göre son on yıl içerisinde resmi sektör tarafından rezerv olarak tutulan altın miktarında önemli değişiklikler meydana gelmiştir. Bu veriler doğrultusunda Merkez Bankası rezervleri içerisinde 1987'de %57'lik paya sahip olan altın, 1991'de %28'lere gerilemiştir.

4. HURDA ALTIN ARZI

Son kullanıcılar (altın para veya mücevharat eşyası talep eden kişiler) tarafından kuyumcu ve sarraflara arz edilen hurda altınlar, eritildikten ve külçe haline getirildikten sonra rafinaj işlemine tabi tutulmakta ve 24 ayar standart altın külçesi haline getirildikten sonra tekrardan dünya altın piyasalarına arz edilmektedir. Altın fiyatlarının yükselmeye başladığı ve ekonomide yapısal değişikliklerin meydana geldiği dönemlerde çeşitli ülke vatandaşlarınca satışa sunulan altın mücevharat eşyaları, hurda altın arzının en önemli kaynağını oluşturmaktadır. Maden üretimi, resmi sektör satışları ve hurda altın arzı olarak bilinen arz bileşenleri arasında fiyat

**DÜNYA
HURDA ALTIN ARZI
(ton)**

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Avrupa										
İtalya	10.0	10.0	13.0	15.0	8.0	11.5	12.0	14.0	14.0	16.0
İngiltere&İrlanda	5.0	5.0	3.5	3.0	3.5	3.7	3.8	4.0	4.0	3.8
Almanya	7.5	7.0	3.9	4.0	3.8	4.0	3.9	3.7	3.5	3.5
İsviçre	3.0	3.5	3.5	4.5	4.0	3.8	3.5	2.0	7.8	3.0
Avustralya	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
İspanya	7.0	7.5	6.0	3.5	2.3	2.0	2.5	1.8	1.2	1.0
Yunanistan	0.2	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.1	1.1	1.0
Fransa	2.2	3.5	3.3	2.3	2.2	2.2	2.2	1.4	2.5	0.9
Belçika	0.9	1.5	1.4	1.2	1.3	1.0	0.6	1.1	0.9	0.8
Hollanda	0.1	1.9	1.3	1.1	0.2	0.3	0.5	2.2	0.7	0.8
Danimarka	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
Yugoslavya	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5
Çekoslovakya	--	--	--	--	--	--	--	--	0.2	0.5
Bulgaristan	--	--	--	--	--	--	--	--	0.1	0.5
İsveç	0.0	0.4	0.3	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Portekiz	0.1	0.7	0.8	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Macaristan	--	--	--	--	--	--	--	--	0.1	0.2
Romanya	--	--	--	--	--	--	--	--	0.1	0.2
Kıbrıs&Malta	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Norveç	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Toplam	38.6	44.0	39.7	38.0	28.7	32.1	32.3	34.4	39.4	35.4
Kuzey Amerika										
A.B.D.	43.9	39.8	38.0	37.7	39.8	51.7	47.4	41.7	41.3	38.0
Kanada	4.2	4.0	4.1	4.1	4.6	4.9	4.7	4.9	4.9	4.9
Toplam	48.1	43.8	42.1	41.8	44.4	56.6	52.1	46.6	46.2	42.9
Latin Amerika										
Brazilya	5.0	15.0	15.0	10.0	5.0	8.0	6.0	5.0	6.0	6.5
Meksika	3.1	3.9	4.9	5.1	2.8	3.9	4.6	24.6	7.5	5.9
Arjantin	16.0	23.8	17.0	5.2	5.2	4.8	4.2	4.5	4.0	3.6
Venezuela	0.0	5.0	8.8	5.0	3.5	7.0	6.0	4.6	3.4	2.9
Peru	1.0	1.3	0.6	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.8	1.0
Kolombiya	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
Ekvator	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5
Şili	0.2	1.3	2.5	1.0	1.2	2.0	0.2	0.2	0.2	0.2
Bolivya	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Diğerleri	1.5	0.6	0.6	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	1.7	1.9
Toplam	26.8	50.9	49.4	28.2	19.5	28.2	23.4	41.6	25.0	23.4
Ortadoğu										
Suudi Arb.&Yemen	8.0	20.0	9.5	19.4	99.5	72.3	23.4	16.0	57.0	48.0
Mısır	7.0	5.5	6.0	34.0	49.5	45.8	45.0	55.1	56.6	41.9
Türkiye	23.0	0.0	33.0	40.0	40.0	17.0	26.4	21.7	31.0	25.0
Irak, Suriye&Ürdün	0.0	2.3	5.0	15.0	12.5	12.5	13.0	15.0	19.0	22.0
İran	0.0	0.0	0.0	0.0	24.0	7.0	0.0	4.0	5.0	5.0
Kuveyt	2.0	1.5	2.0	3.0	13.8	18.6	14.1	3.5	6.0	2.3
B.A.E.	1.8	6.4	6.9	6.6	6.9	1.4	1.2	2.8	2.2	1.0
Lübnan	0.0	0.0	0.6	3.0	3.6	3.6	3.0	1.0	0.5	1.0
İsrail	0.0	1.0	0.7	1.0	0.7	0.5	0.5	0.6	4.8	0.5
Toplam	41.8	36.7	63.7	122.0	250.5	178.7	126.6	119.7	182.1	146.7
Hint Yarımadası										
Hindistan	47.5	50.8	50.0	50.0	57.5	60.0	52.0	49.0	60.0	70.0
Pakistan&Afganistan	3.5	3.0	5.0	3.0	9.0	11.0	9.0	8.0	8.0	9.0
Bengladeş&Nepal	2.5	2.5	3.0	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Sri Lanka	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
Toplam	53.5	56.3	58.0	55.0	69.0	73.0	63.1	59.0	70.0	81.0

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Uzakdoğu										
Endonezya	5.0	30.5	5.0	5.0	39.6	17.0	6.0	12.5	15.0	24.0
Japonya	7.9	8.4	8.7	9.4	8.8	12.2	12.2	13.3	69.6	13.3
Güney Kore	0.8	1.8	0.1	0.0	5.4	7.0	9.0	6.0	9.0	8.0
Tayland	2.0	0.0	0.0	1.5	3.5	7.0	5.0	5.0	8.0	6.0
Taiwan	1.0	5.0	3.0	3.0	4.0	5.0	5.0	5.0	6.0	6.0
Hong Kong	0.0	0.0	5.0	0.0	2.5	2.0	4.0	3.0	5.0	6.0
Malezya	2.0	2.0	2.0	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	4.5
Singapur	3.0	2.5	0.6	1.5	3.0	2.0	1.0	3.0	3.0	2.7
Filipinler	0.0	0.5	0.5	0.2	0.1	1.0	3.0	1.0	0.5	0.6
Vietnam	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6
Burma&Kamboçya	2.0	3.0	5.0	3.6	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Toplam	23.7	53.7	29.9	25.2	70.3	55.9	46.2	50.8	118.6	71.7
Afrika										
Fas	7.6	6.0	4.6	4.0	3.1	3.0	2.5	3.0	4.0	4.0
Cezayir	3.0	2.5	3.8	2.0	2.8	2.5	3.0	3.0	3.0	2.0
Tunus	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Diğerleri	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2
Toplam	10.8	8.7	8.6	7.2	7.1	6.7	6.7	7.2	8.2	7.4
Avustralya	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5	1.0
Genel Toplam	243.3	294.1	291.4	317.4	490.2	431.8	350.8	359.8	490.0	409.5

Kaynak: GFMS Ltd. Gold 1992

elastikliği en yüksek olanı; hurda altın arzıdır. Fiyatların yükselmesi durumunda ellerindeki altınları satmaya başlayan kişiler, fiyatların düşmesi durumunda çoğu zaman beklemeyi tercih etmektedir. 1980 yılında ons fiyatının 850 dolara yükselmesi hurda altın arzının 482 tona fırlamasına neden olurken, ons fiyatının 1981'de 600 dolara düşmesi hurda altın arzının 232 tona gerilemesine neden olmuştur. (56)

Hurda altın arzıyla altın fiyatları arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Diğer tüm piyasalarda olduğu gibi altın piyasasında da fiyatların yükselişe geçmesi kişiler üzerinde farklı etkiler yaratmaktadır. Fiyatların daha fazla yükseleceğine inanarak mal taleplerini artıran kişilerin karşısında, fiyatların yeter derecede yükseldiğini düşünerek mal satmaya karar veren kişiler bulunmaktadır. Bilindiği üzere bir malın fiyatı o malın arz ve talebine bağlıdır. Ancak böyle bir savı tek yönlü düşünmek doğru bir davranış değildir. Bir malın fiyatı o malın arz ve talebine nasıl bağlıysa, arz ve talebi de piyasa fiyatına bağlıdır. Fiyat ve arz/talep faktörleri arasındaki bu hassas denge piyasaların sürekliliğini sağlayan en önemli faktör durumundadır.

(56) Credit Suisse, "GOLD", Switzerland, June 1983, s.104-105

1980-91 yılları arasında dünya piyasalarında gerçekleşen ortalama altın fiyatları ve bu fiyatlara bağlı olarak değişen hurda altın miktarları yıllar itibariyle aşağıdaki gibidir;

ARZ/FİYAT İLİŞKİSİ

Yıllar	Ortalama Ons Fiyatı \$/Ons	Hurda Altın Arzı Ton
1980.....	612.74.....	493
1981.....	459.75.....	244
1982.....	375.80.....	243
1983.....	424.12.....	294
1984.....	360.36.....	291
1985.....	317.18.....	317
1986.....	367.94.....	490
1987.....	446.07.....	432
1988.....	436.77.....	351
1989.....	380.79.....	360
1990.....	383.59.....	490
1991.....	362.26.....	410

Kaynak: GFMS Ltd., GOLD 1992.

Hurda altın arzı, altının sadece dolar cinsinden değerine değil, ulusal para cinsinden değerine de bağlıdır. Kuzey Amerika ve Avrupa ülkeleri dışında Ortadoğu, Uzakdoğu ve Hint yarımadasında yaygın kullanıma sahne olan hurda altınlar, bu bölge ülkelerinde rafine edilmeksizin tekrardan kullanıma sokulabilmektedir. Ani fiyat düşüşleri veya yükselişleri sırasında hurda altın arzında meydana gelen artış veya azalışları bu bölge ülkelerinde rahatlıkla izleyebilmek mümkündür.

Arz akışını izleyerek, piyasadaki düşüş veya yükselişin nerede sonuçlanacağını anlayabilmek bir ölçüde kolaylaşmaktadır. Hurda altın arzının artması fiyat yükselişinin sonuna gelindiğinin ve fiyatların yakında düşüşe geçeceğinin; hurda altın arzının azalması ise fiyat düşüşünün sonuna gelindiğinin ve fiyatların yakında yükselişe geçeceğinin en açık göstergesidir. Dünya ülkelerini dolaylı veya dolaysız şekilde etkisi altına alan önemli bir olayın altın piyasasında yarattığı etkileşimleri anlayabilmenin en güzel yolu hurda altın arzını incelemektir. Hurda altın arzıyla ilgili 1989-91 yılı rakamsal verileri incelendiğinde siyasi ve ekonomik arenada yaşanan hızlı gelişmelerin altın piyasasında da aynı türden etkiler yarattığı görülmektedir.

Ortadoğu ülkelerinde oldukça etkili olan Körfez Krizi, bu bölgede 1989'da 119.7 ton olan hurda altın arzının 1990'da 182.1 tona yükselmesine neden olmuştur. Hurda altın arzının 1990 yılında artış kaydetmesinde Körfez ülkeleriyle Japonya'nın büyük etkisi olmuştur. Arz edilen hurda altın miktarının fazla bir değişikliğe uğramadığı Suudi Arabistan'da 1991 yılı hurda altın arzı 48 tona gerilerken, Ortadoğu ülkelerindeki toplam hurda altın arzı 182.1 tondan 146.7 tona düşmüştür.

Hurda altın arzıyla ilgili rakamsal verileri toplamak oldukça zordur. Altın para veya mücevherat eşyasına yatırım yapan insanlar, aldıkları altınları faiz hadlerinin yükselmesini takiben kuyumcu ve sarraflara satarak paraya çevirmektedir. Bu altınlardan bir kısmı rafine edildikten sonra tekrardan kullanıma sokulurken, bir kısmı da direkt olarak satışa sunulmaktadır. Ancak, tüm bu işlemler sırasında kuyumcular tarafından satın alınan, rafine edilen ve tekrardan satışa sunulan altın miktarını tespit etmek mümkün olmamaktadır. Mücevherat yapımında yüksek aralı altın (*22 Ayar gibi*) kullanılan ülkelerde, hurda altınların dönüşüm hızı oldukça yüksektir.

Kişiler, sahip oldukları altınları belli başlı üç nedenden dolayı satışa sunmaktadır. Bunlardan birincisi; nakit paraya ihtiyaç duyan kişilerin bankadan veya başka bir finansal kurumdan borç alma yerine sahip oldukları altınları satışa sunması, ikincisi; altın fiyatlarının yükselmesi durumunda daha önceden düşük fiyata satın alınan altınların yüksek fiyattan satışa sunulması, üçüncüsü ise; altın mücevherat eşyasına sahip olan kişilerin, daha değişik ve yeni takı modellerinin ortaya çıkması durumunda mücevherat eşyalarını satışa sunması veya yenisiyle değiştirmesidir.

Aslında, hurda altın arzının kaynaklarını bu şekilde üçlü bir sınıflamaya tabi tutmak doğru değildir. Altın satış kararlarını tamamen kendi istekleri doğrultusunda alan kişiler, ülkede yaşanan ekonomik, politik ve siyasi olayların etkisi altında da kalabilmektedir. Örneğin; faizlerin yükselmesi durumunda altın satan kişiler, genel seçim dönemlerinde altın taleplerini artırabilmektedir.

a) Avrupa Ülkelerinde Hurda Altın Arzı

1991 yılı içerisinde Avrupa ülkelerinin toplam hurda altın arzı bir önceki yıla göre %10 oranında gerilemiş ve 35 ton olarak gerçekleşmiştir. Altın fiyatlarının 1991 yılı içinde düşük seyretmesi hurda altın arzının gerilemesine neden olmuşsa da, hurda altın arzında yaşanan düşüşün esas nedeni, kullanılmış elektronik eşyalardan ve özellikle entegre devrelerden elde edilen altın miktarının giderek azalmasıdır.

Elektronik devre elemanlarının yapımında geçmiş yıllara göre daha az miktarda altın kullanılması üzerine Avrupa'da bulunan pek çok rafineri piyasayı terk etmeye başlamıştır. (57)

b) Ortadoğu Ülkelerinde Hurda Altın Arzı

Kişilerin yoğun şekilde işlenmiş mücevherat eşyası talep ettiği bu bölgede, altının özellikle tasarruf aracı olarak kullanılması ve gerektiği durumlarda rahatlıkla paraya çevrilebilmesi, hurda altın arzının farklı bir boyutunu ortaya koymaktadır. Geçmiş yıllara ait verilerden de görüleceği gibi Ortadoğu ülkelerindeki hurda altın arzı esas itibarıyla mücevherat sektörü ile sıkı bir ilişki içinde bulunmaktadır. Ortadoğu ülkelerinin toplam hurda altın arzı, bölgede var olan istikrarsızlıktan dolayı 1990'da hızlı bir artış yapmış, 1991'de ise %20 oranında gerileyerek 146 tona düşmüştür. Körfez Krizinin etkisiyle 1990 yılının ikinci yarısından itibaren ellerindeki altınları paraya çevirmeye başlayan insanlar, gerginliğin sona ermesi ve ticari hayatın düzene girmesiyle birlikte daha önceden satışa sundukları altınları tekrardan satın almaya başlamışlardır.

Savaşın sona ermesiyle birlikte enflasyonun %600'lere fırladığı Irak'da, 1991 yılının son ayında zorunlu tüketim maddelerinin fiyatı bir önceki yıla göre %2.000 oranında artış kaydetmiştir. Uluslararası piyasalarda kredibilitesini kaybeden Irak Dinarıyla alışveriş yapamayan kişiler tarafından kuyumcu ve sarraflara satılan altın mücevherat eşyaları, külçe haline getirildikten sonra Türkiye ve İran gibi komşu ülkelere gönderilmiştir.

Ortadoğu ülkeleri içerisinde altın tüketimi bakımından dikkat çeken ülkelerin başında hiç şüphesiz Türkiye gelmektedir. Ekonomik ve siyasi şartlara bağlı olarak yıllık altın ithalatının 100-150 ton arasında gerçekleştiği Türkiye'de, her yıl yaklaşık olarak 50-60 ton hurda altın direkt veya endirekt yollarla yeniden işleme sokulmaktadır. Bu konuyla ilgili olarak GFMS tarafından yapılan araştırmalarda Türkiye'nin hurda altın arzı 25-30 ton civarında gösterilmekle birlikte, bu miktar pek inandırıcı değildir. Rakamlar arasındaki farklılığın esas nedeni, detaylı bir araştırmanın bu güne kadar yapılmamış olmasıdır.

Hurda altınların rahatlıkla paraya çevrilebildiği ender ülkelerden biri olan Türkiye'de, bu altınların hangi aşamalardan geçtikten sonra tekrardan kullanıma girdiği yabancı gözlemciler tarafından tam olarak teşhis edilemediği için ortaya farklı sonuçlar çıkmaktadır. Mücevherat imalatının yüksek ayarlı altın kullanılarak

(57) Gold Fields Mineral Services Ltd., "Gold 1992", London, 1992, s.34

yapılması, paraya ihtiyaç duyan veya alternatif yatırım araçlarına yönelmek isteyen kişilerin, alışveriş işlemi sırasında fazla kayba uğramamalarına imkân tanımaktadır. Örneğin kuyumcular tarafından halka satılan 22 ayar yeni bilezikler, geri satın alınırken (hurda olarak) binde 900-905 milyem üzerinden paraya çevrilmektedir.

Müşterilerden satın alınan hurda altınlar daha sonra ya eritilerek ya da eritmeksizin bilezik atölyelerine verilmekte ve herhangi bir rafinaj işlemine tabi tutulmaksızın yeni bilezik yapımında kullanılmaktadır. Kullanılmış eski bileziklerin rafinaj işlemine girmeksizin yeniden mamul mal haline getirilmesi, ilk aşamadan itibaren bilezik ayarında sapmalara neden olmakta ve binde 916 milyem olması gereken bilezikler, yapılan ayar ölçümleri sonucunda binde 910-915 milyem arasında çıkmaktadır. Ayarına duyulan güvenden dolayı herhangi bir rafinaj işlemine girmeksizin, mamül mal haline getirilen bir diğer altın çeşidi Darphane tarafından basılan resmi altın paralardır. Ancak buradaki esas sorun külplanmamış resmi altın paralardan çok, külplanmış altın paralarda ortaya çıkmaktadır. Kulpsuz Ata Liralar binde 916.6 saflık derecesine sahip olduğu halde, külplanmış Ata Liralar bu kadar sağlam ayarlı olmamaktadır. Bunun en büyük nedeni; bakır kulp ile altın parayı birbirine birleştiren gümüş kaynaktır. Altın paralar üzerinde bulunan gümüş zerciklerinin eritme işleminden önce tam olarak temizlenememesi, bu paralardan yapılan altın mücevherat eşyalarının ayarını binde 1-2 oranında düşürmektedir.

Hurda altın arzının en önemli kaynağını oluşturan altın paralar ile yüksek ayarlı altın mücevherat eşyalarının herhangi bir rafinaj işlemine sokulmaksızın tekrardan kullanıma girmesi Türkiye'nin fiili hurda altın arzını olması gerekenden daha düşük düzeyde göstermektedir. Çoğu İstanbul'da bulunan "ifrazeveler" ilkel yöntemlerle çalışmalarına rağmen, yılda 35-40 ton hurda altını rafine etmektedirler. İstanbul ve İzmir'de bulunan ifraz evlerinde saflaştırma işlemine tabi tutulan altın alaşımlarına dikkat edildiğinde, bu külçelerin saflık derecelerinin genelde binde 900'ün altında olduğu göze çarpmaktadır. Yüksek ayarlı altın alaşımları içerisinde kurşun ve paladyum gibi katkı maddeleri olmadığı müddetçe direkt olarak kullanıma sokulmaktadır. Altın mücevherat eşyası üretiminde önemli bir paya sahip olan şehirlerimizden Adana, Mersin, Gaziantep, Şanlıurfa ve Kahramanmaraş'ın İstanbul'a olan uzaklığı, bu bölgelerde çıkan hurda altınların direkt olarak kullanıma girmesine neden olmaktadır. Türk Altın Endüstrisinin bugün için en önemli eksikliği modern bir rafineridir. Hurda altınları temizleyecek ve uluslararası geçerliğe sahip altın külçeleri haline getirecek modern bir rafineri;

1. Ülke içindeki hurda altınların daha kısa zamanda ve daha düşük fiyata saflaştırılmasına,

ii. Ülke içindeki hurda altınların standart külçe formuna getirilmesine ve yakın gelecekte kurulması düşünülen Altın Borsası'nda arz cephesinin kuvvetlenmesine,

iii. Özbekistan ve Kazakistan başta olmak üzere Orta Asya Türk cumhuriyetlerinde çıkartılan altın cevherlerinin temizlenmesine ve Ortadoğu ülkelerindeki hurda altınların uluslararası geçerliliğe sahip standart külçe formuna getirilmesine,

iv. Çeşitli renk ve ayarlarda standart altın alaşımlarının hazırlanmasına imkan tanıyacaktır.

5. ALTIN KREDİSİ

Son yıllarda altın arzı üzerinde etkili olan bir diğer faktör altın kredisidir. Özellikle 1987 yılında menkul kıymet piyasalarında yaşanan kriz sonrasında, ödeme güclüğü ile karşılaşan bazı kişilerin bankalardan 150 ton altın kredisi kullandığı tahmin edilmektedir. Bu şekilde borçlanan kişiler, kredi olarak aldıkları altınları, altın piyasasında paraya çevirmekte ve daha aktif kullanacakları diğer piyasalara kanalize etmektedirler.

Ellerindeki altınları %1 ile %3 arasında değişen düşük kredi faizleriyle altın üreticilerine veren ticari bankalar, bu şekilde hiçbir geliri olmayan altın stoklarını değerlendirdikleri gibi altın üreticisi şirketler açısından da yeni iş imkânları yaratmaktadırlar. Örneğin ticari bir bankadan altın kredisi kullanan maden üreticisi şirket, aldığı bu altınları spot piyasada satışa sunmakta ve satış işleminden elde ettiği parayla, üretim ve üretimle ilgili diğer işlemlerini finanse etmektedir. Borç olarak alınan altınlar, kredinin geri ödeme süresi geldiğinde şirketin kendi ürettiği altınlarla ödemektedirler.

Altın üreticisi şirket açısından bu şekilde borçlanmanın iki temel faydası bulunmaktadır. Para ve sermaye piyasalarından yüksek faizle borçlanmak yerine, altın kredisi olarak çok daha düşük faizle borçlanmak ve ons fiyatında meydana gelebilecek ani fiyat değişikliklerine karşı kendi kendini garanti altına almak altın kredisi kullanmanın en önemli iki sebebidir.

Yıllık altın üretimi 10 ton olan bir maden üreticisinin altın fiyatlarının düşmesinden çekindiğini ve yıl içinde üreteceği altınları düşük fiyatla satmak istemediği için herhangi bir ticari bankadan 10 ton altın kredisi kullandığını farzedelim. Bu üretici bankadan aldığı 10 ton altını spot veya vadeli piyasada paraya çevirerek ileride ortaya çıkabilecek fiyat düşüklüklerinden kendini korumakta ve yıl

içinde üreteceği altının 10 tonunu, kullandığı kredinin bitiş tarihinde bankaya geri ödemektedir. (58)

Ancak, kâğıt üstünde oldukça güzel görünen bu işlemin uygulamada bazı olumsuz tarafları bulunmaktadır. Bu olumsuzluklardan birincisi altın fiyatlarının yükselişe geçmesi ve üreticinin fiyat artışlarından istifade edememesidir. Bu durumda, örneğin, altın fiyatının düşeceğini tahmin ederek kredi kullanan ve borç aldığı altınları spot piyasada 375 dolardan satışa sunan maden üreticisi şirket, ons fiyatının 390 dolara yükselmesi durumunda, üreteceği altınlardan ons başına 15 dolar daha az para kazanmış olmaktadır. Üretici açısından ortaya çıkabilecek ikinci olumsuzluk ise, altın üretimi sırasında bazı aksaklıkların ortaya çıkması ve üretilen altınla, kredi olarak alınan altının birbirini karşılayamamasıdır. Üretimin eksik olmasından dolayı yükümlülüklerini yerine getiremeyen firma, bu durumda kendisine gerekli olan altını spot piyasadan almak durumuyla karşı karşıya kalacaktır.

Ticari bankaların altın kredisi vermelerine esas itibarıyla dünya Merkez Bankaları imkân tanımaktadır. Altın rezervine sahip olan Merkez Bankaları, bu altınları kısa bir süre için (3 veya 6 aylık) ticari bankalara borç olarak verirken, ticari bankalar da küçük bir faiz ilavesiyle üreticilere borç olarak vermektedirler. Bu şekilde hem Merkez Bankalarının kasalarında bulunan ve hiçbir maddi kazanç sağlamayan külçe altınlar kazanç sağlar hale gelmekte, hem de altın üreticisi maden şirketlerinin dönemsel ihtiyaçları giderilmiş olmaktadır.

Fiyatların düşeceğine ilişkin beklentilerin ağırlık kazandığı dönemlerde, altın üreticilerinin kredi taleplerinde ciddi bir artış göze çarpmaktadır. Altın üreten firmalar ve şirketler ticari bankalardan temin ettikleri altın kredileri sayesinde 3 ay veya 6 ay sonra piyasaya çıkacak olan altınlarını henüz yeryüzüne çıkmadan rahatlıkla paraya çevirebilmektedirler.

80'li yılların sonlarına doğru altın piyasalarının etkin bir parçası olarak ortaya çıkan altın üzerinden borçlanma işlemlerinin altın piyasalarını nasıl etkileyeceği pek bilinmemekle birlikte, gerek Merkez Bankalarının kasalarında bulunan altınların değerlendirilmesi gerekse altın üreticilerine sağladığı düşük faizli borçlanma imkânından dolayı finans çevrelerince kabul edilmiş durumdadır. Yakın gelecekte böyle bir borçlanmanın sadece altın üreticilerini değil, mücevherat imalatçıları ve diğer sektörleri de kapsamaması beklenmektedir.

(58) Kevin Commirs, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990. s.53

BÖLÜM VIII

DÜNYA ALTIN TALEBİ

Sınırlı üretim hacmine karşılık sayılamayacak kadar çok kullanım alanına sahip olan altın, birbirinden farklı birçok bölge ve ülke de farklı sebeplerden dolayı talep edilmektedir. Altın üretiminde olduğu gibi altın talebinde de düzensiz bir coğrafi dağılım söz konusudur. Altının nerelerde ve hangi amaçlarla kullanıldığı günümüzde birçok kişi tarafından bilinmemektedir. Takı ve tasarruf aracı olmasının yanısıra, dış yapımından elektronik endüstrisine kadar yüzlerce hatta binlerce yerde kullanılan altın, yavaş yavaş önemli bir sanayi hammaddesi olmaya başlamıştır. Sınırlı üretimine ve giderek artış kaydeden tüketim hacmine rağmen şu an için düşük olarak nitelendirilen altın fiyatının uzun vadede yükselişe geçmesi olasılıklar dahilindedir.

Altın madenlerinin birçoğunda cevher verimliliğinin giderek azalmasına ve 80'li yılların başından itibaren dünya ülkelerinin tümünü etkisi altına alan yüksek enflasyona bağlı olarak artış kaydeden altın üretim maliyetleri, altın üreten ülkeler açısından maden üretmenin tüm çekiciliğini ortadan kaldırmaktadır. Ancak şu da var ki; aynı olaya altın tüketiminde rastlamak pek mümkün değildir. 1980 yılı başlarında 850 dolara yükselen ons fiyatının (*bu fiyat 1991 yılı fiyatlarıyla 1.400 dolara karşılık gelmektedir*) şu an için 340-350 dolar civarında seyretmesi, ons fiyatının gerçek anlamda 11 yıl öncesine göre %75 daha ucuz olduğunu ortaya koymaktadır. Bu olumsuz gelişmeye rağmen altın üretiminin 80'li yılların başından itibaren giderek artmaya başlaması ilginç bir gelişmedir. Olayın arz cephesinde tüm bu gelişmeler olurken, acaba talep yönünde ne gibi gelişmeler olmaktadır? Bu sorunun cevabı şimdi inceleyeceğimiz bölümün esas anlatım konusu olup detaylı olarak ele alınacaktır.

1. KULLANIM ALANLARI

Altının en önemli kullanım alanı hiç şüphesiz mücevherat yapımıdır. Estetik değerinin yanı sıra yatırım aracı olarak da kullanılan altın, bu nedenden dolayı çok ülkede hem yatırım hem de tasarruf amacıyla alınıp satılmaktadır. Kolay şekil değiştiren altın diğer metallerle kolayca birleşebilmekte, mübadele, yatırım ve servet biriktirme aracı olarak tüm dünyada binlerce yıldan beri kullanılmaktadır. Elektrik ve termal geçirgenliği oldukça yüksek olan bu metalin, yüksek teknolojlili savunma sistemlerindeki ve endüstrideki kullanımı giderek yaygınlık kazanmaktadır. Elektronik chip ve devre yapımında, endüstriyel kontrol araçlarında, çürümeye dirençli kimyasal işlem ekipmanlarında ve aşındırıcı özellikleri olan kimyasal

maddelerle doldurulacak boru ve kapların iç yüzeylerinin kaplanması da kullanılmaktadır.

Üstün direnci ve uzun ömrü sayesinde bilgisayarlarda, röle bağlantılarında ve entegre devrelerin eleman bağlantılarında yoğun olarak kullanılan altının bir diğer önemli kullanım alanı da elektrikli araç gereçlerdir. Bazı sanayi işlemlerinde, uçak motorlarında, yüksek ısı geçirgenliği gerektiren tellerde kullanılan altın, kızılötesi radyasyon ışınlarını geçirmektedir.

Kuyumculuk ve süs eşyası üretimindeki vazgeçilmez yerini hemen her dönem koruyan bu kıymetli metal, ağız dokusuna rahatlıkla uyum sağladığı ve mukozada herhangi bir rahatsızlık yaratmadığı için diş yapımında ve eklem romatizması gibi bazı hastalıkların tedavisinde aktif olarak kullanılmaktadır. Elektro biriktirme ya da kaplama yöntemiyle elde edilen ince altın filmleri büyük binaların pencerelerinde güneş ışığını yansıtırken, uzay araçlarında atmosferdeki yüksek ısının araç içine girmesine engel olmaktadır. Altın, bunlardan başka; askeri jet türbin motorlarında, yüksek performanslı roket motorlarında, madeni para ve madalyon basımında, porselen ve cam yemek eşyası süslemesinde, binaların iç ve dış dekorasyonunda, kitap süslemeciliğinde, kalem, çakmak ve saat gibi kadın ve erkek aksesuarlarının yapımında kullanılmaktadır. (59)

2. FİZİKSEL ALTIN TALEBİ

Bu bölümde altın talebi iki temel başlık altında ele alınmaktadır. Bunlardan birincisi; mücevherat yapımı, elektronik sanayi, diş yapımı, madeni para ve madalyon basımlarını içine alan "*endüstriyel altın talebi*", ikincisi ise külçe altın ve altın para satışlarını içine alan "*yatırım amaçlı altın talebi*" dir.

Altının, kişiler tarafından farklı amaçlarla arz ve talep edilmesi, endüstriyel altın talebi ile yatırım amaçlı altın talebinin birbirinden ayırt edilmesini gerçekten güçleştirmektedir. Örneğin, altın para basımı endüstriyel altın talebi içinde gösterilirken, tasarruf amacıyla satın alınan altın paralar yatırım amaçlı altın talebi içinde gösterilmektedir. Benzer kavramlar mücevherat yapımı sırasında da karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, Ortadoğu ülkelerinin bir çoğunda ve özellikle Türkiye'de, mücevherat eşyaları hem takı hem de yatırım amacıyla talep edilmektedir.

(59) Mehmet Hakan Sağlam, "Türkiye'de Altın Ticareti", T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para Banka Anabilim Dalı, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 1991, s.52

a) Endüstriyel Altın Talebi

Endüstriyel altın talebinin en büyük bileşeni kuyumculuk (*mücevherat*) sektörü olup bunu madeni para ve madalyon basımı, elektronik eşya ve dış yapımı takip etmektedir. Yıllar itibarıyla çok ufak değişiklikler görülse de endüstriyel sektörde kullanılan altının %80'lik kısmı mücevherat yapımında kullanılmaktadır. Madalyon ve para basımında kullanılan altın miktarı %10'luk kısmı oluştururken, geriye kalan %10'luk kısım; elektronik sanayinde, dış yapımında ve diğer alanlarda kullanıma konu olmaktadır.

Altın talep edilen her ülkede mücevherat imalatı mutlaka yapılmaktadır. Bu ülkelerden bazıları talep ettikleri altını kendi ülkelerinde işleyip mamül mal haline getirirken, bazıları da mamül mal ihtiyaçlarını bu konuda uzmanlaşmış ülkelerden ithalat yoluyla karşılamaktadır. Türkiye, Hindistan, Suudi Arabistan, Mısır, Brezilya ve Meksika gibi gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda ulusal bir altın imalat endüstrisi bulunmaktadır. Kuveyt, Abu Dabi, Birleşik Arap Emirlikleri ve İran gibi ülkelerde ise işlenmiş mücevherat eşyalarına duyulan talep Türkiye ve İtalya gibi ülkelerden yapılan ithalat yoluyla karşılanmaktadır.

Altın dışı alternatif yatırım araçlarının yetersizliği ve yüksek enflasyon gibi nedenler, altına olan talebin aşırı derecede artmasına neden olmaktadır. İmalat endüstrisinin merkezci olmayan tabiatı, bu konudaki analizlerin güçlükle yapılmasına neden olmaktadır. Ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik, politik ve kültürel farklılıklar, o ülkede yaşayan insanların işlenmiş mücevherat eşyası talebini direkt olarak etkilemektedir.

1982-1991 yılları arasında dünya ülkelerinde endüstriyel altın talebine konu olan altın miktarı aşağıdaki gibidir;

ENDÜSTRİYEL ALTIN TALEBİ
(ton)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Avrupa										
İtalya	237.2	180.3	228.6	261.6	246.9	232.8	273.7	359.2	395.9	430.2
Almanya	61.2	56.9	56.8	57.7	54.8	57.2	65.3	69.8	77.5	80.4
İsviçre	26.1	24.3	27.2	29.2	30.1	31.4	37.5	44.0	54.1	53.8
Fransa	25.7	24.0	22.6	23.4	25.7	27.0	28.9	32.2	38.7	37.9
İngiltere&İrlanda	33.7	24.6	25.8	30.7	30.4	37.9	38.9	41.0	42.1	36.4
İspanya	17.1	14.6	13.8	16.7	16.7	18.1	25.2	32.1	36.2	34.5
Avusturya	6.7	8.0	6.7	7.0	8.0	6.6	6.6	19.0	26.3	17.5
Yunanistan	7.0	8.0	9.2	11.6	11.1	10.8	10.8	10.5	10.1	9.6
Portekiz	3.1	3.3	2.5	3.6	3.6	4.2	5.0	5.7	7.6	9.2
Yugoslavya	7.9	9.6	8.5	8.5	8.5	8.7	9.2	9.9	7.0	6.0
Hollanda	3.8	3.7	4.2	4.9	4.8	4.2	4.4	4.3	4.7	4.7
Kıbrıs&Malta	1.3	1.4	1.6	1.8	2.0	2.0	2.2	2.5	2.9	3.8
Belçika	2.6	2.3	2.2	2.3	2.0	16.2	10.5	8.0	4.4	2.7
İsveç	1.6	1.8	1.6	1.8	1.8	2.1	1.9	2.3	2.5	2.6
Çekoslovakya	--	--	--	--	--	--	--	--	3.7	2.1
Polonya	--	--	--	--	--	--	--	--	1.8	1.5
Macaristan	--	--	--	--	--	--	--	--	1.3	1.2
Finlandiya	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2	1.2	1.0
Danimarka	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
Norveç	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Romanya	--	--	--	--	--	--	--	--	1.0	0.8
Bulgaristan	--	--	--	--	--	--	--	--	1.0	0.5
Toplam	437.2	364.9	413.4	463.0	448.9	461.6	522.8	643.6	721.8	738.2
Kuzey Amerika										
A.B.D.	163.4	192.0	202.6	182.0	246.9	259.5	228.8	230.2	215.9	202.1
Kanada	38.8	45.4	44.2	71.2	60.6	55.8	48.6	46.7	41.6	22.9
Toplam	202.2	237.4	246.8	253.2	307.5	315.3	277.4	276.9	257.5	225.0
Latin Amerika										
Meksika	13.8	6.4	12.4	20.6	21.2	12.5	22.3	41.7	23.9	22.8
Brezilya	19.5	9.4	6.3	12.7	23.8	11.2	9.7	10.8	10.3	10.7
Peru	1.1	1.7	3.1	2.4	4.4	3.1	5.7	9.5	8.7	8.5
Dominik Cum.	0.2	0.3	1.3	3.2	4.2	4.0	3.7	4.8	5.6	7.8
Kolombiya	1.0	1.7	1.7	1.9	2.1	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6
Bolivya	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	1.4	2.2
Ekvator	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	2.0	2.1
Arjantin	1.9	2.4	2.2	1.2	0.9	1.0	1.2	1.7	1.8	1.9
Şili	0.2	1.3	1.1	1.9	2.0	0.8	0.8	0.7	1.1	1.5
Venezüela	2.6	1.1	0.9	1.1	1.6	1.7	1.1	1.1	1.2	1.3
Diğerleri	3.6	2.8	3.0	4.1	4.8	6.6	4.8	6.1	2.2	2.2
Toplam	43.9	27.1	32.0	49.1	65.0	43.2	51.7	81.7	60.8	63.6
Orta Doğu										
Suudi Arab.&Yemen	39.0	36.0	65.5	51.6	47.5	49.0	62.0	70.0	70.0	112.5
Türkiye	11.1	27.4	36.6	76.2	96.7	96.0	82.8	107.9	133.2	104.5
Mısır	37.0	38.5	52.0	42.5	44.5	43.8	45.0	55.1	52.6	44.2
İran	0.0	3.0	0.0	14.7	21.7	2.3	4.0	14.5	43.0	43.0
İrak,Suriye&Ürdün	31.8	18.6	19.5	15.0	11.5	11.5	10.0	11.0	27.5	34.3
B.A.E.	23.0	24.1	31.5	25.9	10.8	8.7	14.9	21.6	20.3	23.1
İsrail	6.4	8.8	10.1	12.3	11.9	10.2	10.3	11.1	12.1	13.8
Lübnan	3.0	2.0	1.0	2.0	1.0	1.0	1.0	3.7	4.0	9.0
Kuveyt	33.0	17.5	21.0	12.0	16.3	16.3	19.4	18.2	16.5	2.0
Toplam	184.3	175.9	237.2	252.2	261.9	238.8	249.4	313.1	379.2	386.4

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Hint Yarımadası										
Hindistan	108.3	104.6	145.2	174.3	146.8	159.9	187.9	222.3	241.6	238.7
Pakistan&Afganistan	12.5	11.0	18.0	18.0	25.0	26.0	29.0	30.0	31.8	35.0
Bangladeş&Nepal	5.5	5.5	7.0	7.0	3.0	3.0	4.5	6.5	6.5	6.0
Sri Lanka	1.0	1.0	1.0	1.5	2.0	2.0	3.0	2.5	2.0	2.5
Toplam	127.3	122.1	171.2	200.8	176.8	190.9	224.4	261.3	281.9	282.2
Uzak Doğu										
Japonya	95.1	103.4	129.0	131.1	342.5	175.3	173.6	199.3	204.8	264.9
Tayvan	7.4	11.8	33.4	31.6	24.8	49.8	87.9	107.2	97.6	119.4
Hong Kong	16.0	11.0	30.0	20.0	21.0	28.0	75.0	65.9	52.0	81.6
Tayland	5.1	2.1	8.4	14.0	11.0	20.5	41.0	95.0	85.5	77.1
Güney Kore	9.8	8.0	10.1	10.5	17.0	44.2	78.8	84.1	67.2	72.6
Malezya	8.0	6.6	11.6	9.9	7.9	8.0	11.5	21.6	45.0	67.0
Endonezya	28.0	20.5	50.0	40.0	28.0	29.1	48.0	72.5	79.4	56.0
Singapur	20.5	19.8	25.0	18.4	13.2	12.2	21.0	22.9	30.1	37.2
Vietnam	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	3.5	3.8
Filipinler	2.6	3.5	1.7	1.5	1.0	1.5	2.0	2.1	1.9	2.2
Burma&Kamboçya	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.5	2.0
Toplam	192.5	186.7	299.2	277.0	466.4	368.6	540.8	672.6	668.5	783.8
Afrika										
Fas	7.6	6.0	7.6	9.0	10.0	10.7	13.5	17.1	20.0	22.0
Güney Africa	83.2	112.5	84.9	26.2	5.5	6.5	14.6	12.9	14.9	6.5
Cezayir	5.5	5.2	6.1	4.4	5.5	5.0	6.0	7.0	8.0	6.0
Libya	1.6	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	4.0	4.5	4.9	4.7
Tunus	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9
Diğerleri	2.1	3.0	2.0	2.0	3.0	3.0	4.0	4.0	4.0	3.5
Toplam	100.7	129.3	102.1	43.1	25.5	26.7	42.7	46.3	52.7	43.6
Avustralya	7.2	6.2	4.0	4.5	6.5	16.1	13.5	15.2	17.2	20.4
Genel Toplam	1295.3	1249.6	1505.9	1542.9	1758.5	1661.2	1922.8	2310.7	2439.6	2543.2

Kaynak: GFMS Ltd., Gold 1992

Endüstriyel altın talebi 1991 yılı içerisinde %4 oranında artış kaydetmiş ve 2.439 tondan 2.543 tona yükselmiştir. Altının kullanım alanları ülkeden ülkeye bazı küçük farklılıklar göstermekle birlikte 1991 yılında imalat sanayinde kullanılan altının yaklaşık %83'lük bölümü mücevherat yapımında kullanılmıştır. Altın fiyatının 80'li yıllar boyunca gerileyen yapısına karşılık, altın talebi istikrarlı şekilde artış kaydetmiştir. Altın talebindeki esas artışın gelişmekte olan ülkelerden kaynaklandığını da burada belirtmekte özellikle yarar vardır. Gelişmiş ülkelere talep edilen altının önemli bir bölümü mücevherat sektörü dışındaki alanlarda kullanıma konu olurken, gelişmekte olan ülkelerde bu durum tersi özellikler taşımakta ve talep edilen altının %96-97'lik bölümü mücevherat yapımında kullanılmaktadır. (60)

(60) Gold Fields Mineral Services Ltd., "Gold 1992", London, 1992., s 41.

Aşağıdaki tabloda görüleceği gibi altın kullanım alanları bakımından gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkeler arasında büyük farklılıklar bulunmaktadır. 1991 yılı içerisinde gelişmiş ülkelerce talep edilen 1.254,9 ton altının; %70'i mücevherat yapımında, %11'i elektronik sanayinde, %10'u altın para basımında %4'lük kısmı da dış yapımında kullanılmıştır.

**GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE
ALTIN KULLANIM ALANLARI
(ton)**

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Gelişmiş Ülkeler										
Mücevherat	493.3	445.1	506.0	570.0	584.7	580.1	665.5	807.4	862.4	875.8
Elektronik	87.2	104.7	128.1	111.6	119.3	117.9	125.8	129.1	138.4	137.1
Dışçılık	59.1	50.0	51.0	51.5	49.3	45.5	48.0	47.6	49.1	51.3
Diğer Sanayiler	54.0	49.5	52.3	49.4	51.3	52.1	53.8	57.1	56.9	56.3
Madalyon Satışı	5.8	22.3	15.7	3.4	4.2	6.5	7.6	7.9	8.5	8.9
Para Satışı	123.6	152.2	124.3	91.0	300.9	170.2	98.5	98.6	99.0	125.5
Toplam	823.0	823.8	877.4	876.9	1109.7	972.2	999.3	1147.8	1214.3	1254.9
Gelişmekte Olan Ülkeler										
Mücevherat	442.3	397.3	586.9	617.1	583.1	634.4	866.3	1099.6	1174.3	1235.3
Elektronik	1.6	1.7	2.3	2.8	3.7	6.1	6.9	7.6	9.4	9.8
Dışçılık	1.5	1.3	1.4	1.8	1.8	2.2	2.5	3.3	3.6	4.0
Diğer Sanayiler	3.9	3.2	3.3	5.1	5.2	4.4	5.4	6.5	8.5	8.9
Madalyon Satışı	16.0	9.4	28.4	11.0	7.6	9.5	11.4	10.9	10.8	14.1
Para Satışı	7.0	12.9	6.2	28.2	47.4	32.4	31.0	36.8	18.7	16.2
Toplam	472.3	425.8	628.5	666.0	648.8	689.0	923.5	1164.7	1225.3	1288.3
Genel Toplam	1295.3	1249.6	1505.9	1542.9	1758.5	1661.2	1922.8	2312.5	2439.6	2543.2

Kaynak: GFMS Ltd. Gold 1992

Gelişmekte olan ülkelerde ise ülkelerin gelişmişlik seviyelerine bağlı olarak altının, mücevherat sektörü dışında pek kullanılmadığı göze çarpmaktadır. Gelişmiş ülke olamamanın yarattığı tüm sıkıntıları en ağır şekilde hisseden bu ülke insanları, geleceklerini güvence altına alacak sosyal güvenlik kuruluşlarının var olmamasından dolayı parasal birikimlerini altına yatırmaktadır. Bu nedenden dolayı gelişmekte olan ülke insanlarınca mücevherat eşyası olarak talep edilen altın miktarı, toplam altın talebi içerisinde %96'lık paya sahip bulunmaktadır. Altın talebiyle ilgili araştırmalarda bulunan kişilerin cevap aramaları gereken en önemli soru, mücevherat eşyası olarak talep edilen altının gerçekten takı ve süs amacıyla mı satın alındığıdır. Tasarruflarını altına yöneltmek isteyen kişiler için hazırlanan ve her ülkenin ulusal Darphanesi tarafından basılan resmi altın para miktarının endüstriyel altın sektöründe kullanılan toplam altın miktarının yalnızca %1'ine karşılık gelmesi acaba gerçekçi midir?

Gelişmekte olan ülkeler açısından böyle bir inceleme yapıldığında, gerek mücevherat yapımında kullanılan altın miktarının gerekse resmi altın para basımında kullanılan altın miktarının gerçekleri yansıtmadığı görülecektir. Resmi altın para basımıyla ilgili istatistiki rakamlarda, sadece o yıl içerisinde Darphaneler tarafından basılan altın miktarları esas alınmakta ancak, daha önceki yıllarda basılan ve kişilerin ihtiyaçları doğrultusunda kuyumcu ve sarraflara satılan altın paraların tekrardan halka satılması hesaplamalara dahil edilmemektedir. Örneğin, 1988-91 yılları arasında Türkiye'de basılan altın para miktarı çok düşük görülmekle birlikte, bu rakamlar gerçekleri yansıtmamaktadır. Aynı dönem içerisinde Türk Darphanesi tarafından çok az miktarda altın para basılmış olmasına rağmen, Darphane'nin bilgisi dışında gayri resmi olarak basılan ve piyasaya sürülen taklit Cumhuriyet Altınları ile tekrardan kullanıma giren resmi altın paralar, tasarruf amaçlı altın talebinin olması gerekenden daha az miktarda görünmesine neden olmaktadır. Bunun yanı sıra mücevherat eşyası satın alan kişilerin tamamı, bu altınları takı amacıyla satın almaktadır. Tasarruf amaçlı altın talebi ile takı amaçlı altın talebinin birbirine karıştığı Türkiye gibi ülkelerde, bu tür altın talebinin "*geleneksel altın talebi*" olarak isimlendirilmesi daha doğru bir yaklaşım olacaktır.

Gelişmekte olan ülkelerle gelişmiş ülkeler arasındaki altın talep makası, altın fiyatlarının düşmesine bağlı olarak son 5 yıl içerisinde hızla açılmıştır. 1986 yılında 1.758 ton olan dünya altın talebinin %63.1'lik kısmı gelişmiş ülkeler, %36.9'luk kısmı da gelişmekte olan ülkelere talep edilirken, 1991 yılında 2.543 ton olan toplam dünya altın talebinin %49.4'lük kısmı gelişmiş ülkeler, %50.6'lık kısmı da gelişmekte olan ülkelere talep edilmeye başlanmıştır. Aynı dönem içinde toplam altın talebi, gelişmiş ülkelere sadece %13 oranında artarken, gelişmekte olan ülkelere %98.56 oranında artarak neredeyse iki katına yükselmiştir.

1. Mücevherat Sektörül Altın Talebi

Altın mücevherat eşyalarına olan talep ülkeden ülkeye farklılıklar göstermesine rağmen, analistler bu olayı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından ele almaktadır. Gelişmiş ülkelere kişilerin bu tür altınları sadece takı amacıyla, gelişmekte olan ülkelere ise yatırım amacıyla satın aldığı iddia edilmektedir. İşlenmiş mücevherat eşyası talebinin gelişmekte olan ülkelere yıldan yıla büyük farklılıklar göstermesi, alım/satım işlemlerinin esas itibarıyla yatırım amaçlı olduğunun en iyi göstergesidir. 1980 yılında altın fiyatlarının yükselmesine bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelerin altın mücevherat eşyası talebi 186 tondan 150 tona gerilemiş, fiyatların düştüğü 1981 yılında ise talep yeniden artarak 373 tona yükselmiştir.

Bazı analistler, gelişmekte olan ülkelerde mücevherat talebini yaratan motivasyonun yatırım düşüncesinden kaynaklandığını kabul eden geleneksel kanıyı kabul etmemektedir. "Gold Investment Theory and Application" isimli kitabı yazan Eugene J. Sherman, gelişmiş ülkelerin talep yapıları ile gelişmekte olan ülkelerin talep yapıları arasında çok az farklılık olduğunu iddia etmektedir. Sherman, gerek gelişmiş ülkelerde gerekse gelişmekte olan ülkelerde mücevherat eşyalarına olan talebin artık belli bir yere oturduğunu ve 1977 yılında tüm dünyada altına olan talep artarken mücevherat talebinin daha inelâstik hale geldiğini ileri sürmektedir. Sherman'a göre (61);

i. Artan inelâstiklik az gelişmiş ülkelerden kaynaklanmakta,

ii. Talep fiyat elâstikliği gelişmiş ülkelerde hissedilir derecede değişmemekte,

iii. Talep fiyat elâstiklikleri birbirinden farklı olsa da, gelişmiş ülkelerin mücevherat talebi ile gelişmekte olan ülkelerin mücevherat talebi arasında büyük farklılıklar bulunmamaktadır.

Sherman'ın aksine pek çok analist ise, gelişmekte olan ülkelere talep edilen mücevherat eşyalarının kalitesi ile gelişmiş ülkelere talep edilenler arasında büyük farklılıklar bulunduğunu iddia etmektedir. Analistlere göre bu iki grup arasındaki temel farklılık; gelişmekte olan ülkelere altın mücevherat eşyası alan kişilerin, altın fiyatlarının yükselmesi veya ekonomik güçlüklerle karşılaşmaları durumunda ellerindeki altını satmak istemeleridir. Örneğin, 80'li yılların sonuna doğru büyük ölçüde değer kaybeden ham petrol fiyatlarına bağlı olarak Ortadoğu ülkelerinin hurda altın arzı artış kaydetmiştir.

Bundan başka, gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda gelenek ve göreneklere bağlı olarak alınan veya satılan altınlarda büyük bir çeşitlilik göze çarpmaktadır. Netice olarak, bu tür ülkelerde altına sahip olan kişiler, alışveriş yapılan altın piyasalarında Batılılara göre çok daha aktiftirler.

Altın talebinin ekonomik büyüme ve refah seviyesiyle doğrudan ilişkili olduğu bilinmektedir. Mali durumu düzelen ve gelir seviyesi artan kişilerin lüks tüketim mallarına ve bu arada altın ziynet eşyalarına ayırdıkları para miktarında artış gözlenmektedir. Altın fiyatlarının aşırı derecede yükseldiği 1980 yılından sonra başta Amerika olmak üzere dünyanın birçok ülkesinde mücevherat eşyası üreten kişi ve kuruluşlar daha düşük ayarlarda mücevherat eşyaları imal etmeye başlamışlardır.

(61) Eugene Shearman, "Gold Investment Theory and Application", New York Institute of Finance, Prentice Hall, 1986.

Altın mücevherat eşyalarının saflık derecesi ayar yardımıyla ölçülmektedir. Saf altının 24 ayar olduğu ve bir ayarın 1/24 ayara karşılık geldiği önceki bölümler de izah edilmişti. Gelenek ve göreneklerin etkisi altında şekillenen altın ayarları, ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. Bazı ülkeler altın mücevherat eşyalarını düşük ayarlı altından imal ederken bazıları yüksek ayarlı altından imal etmekte, bazıları yeşil altını tercih ederken bazıları kırmızı altını tercih etmektedir. Batı toplumu ile doğu toplumu arasındaki farklılığı altın ayarında görebilmek mümkündür. Altın mücevherat eşyalarının daha çok estetik görünümünden dolayı talep edildiği Batı ülkelerinde imal edilen mücevherat eşyalarının ayarı 8 ile 14 ayar arasında değişirken, yatırım amacıyla mücevherat eşyası satın alan doğu toplumlarında altın ayarı 14 ile 22 ayar arasında değişmektedir. Örneğin, mücevherat eşyaları Amerika'da 10-14 ayar, Türkiye'de 14-22 ayar, Suudi Arabistan'da da en az 18 ayar altından imal edilmektedir.

1980 yılı altın mücevherat imalatı bakımından gerçekten önemli bir dönüm noktası niteliğindedir. Kişilerin gelirleri aynı kalırken altın fiyatında ciddi bir artış gözlenmiş, bu durum tüm dünyada altın talebinin gerilemesine neden olmuştur. Alım gücü azalan insanlara, mücevherat eşyası satabilmek amacıyla bazı üreticiler yenilikler aramaya başlamış ve bu konuda da oldukça başarılı olmuşlardır. İmalata konu olan altınların öncelikle ayarı düşürülürken, bilezik ve kolye gibi birçok mamül içi boş olarak imal edilmeye başlanmıştır. İmal edilen mücevherat eşyalarının ayar ve gramında yapılan yeni düzenlemelere bağlı olarak, kuyumculuk sektörünün talep ettiği altın miktarı 1982-83 yıllarından itibaren hızla artmaya başlamıştır.

Mücevherat yapımında kullanılan altın miktarının oldukça düşük düzeylerde olduğu 70'li yılları, talebin hızla artmaya başladığı 80'li yıllarla kıyaslamak nasıl mümkün değilse, 80'li yılların başındaki altın talebiyle 90'lı yılların başındaki altın talebini kıyaslamak da mümkün değildir. Mücevherat yapımı için 1980 yılında 513 ton altın kullanılırken, 1991'de 2.111 ton altın kullanılmaya başlanmıştır.

1982-91 yılları arasında mücevherat yapımında kullanılan altın miktarı aşağıdaki gibidir;

DÜNYA MÜCEVHERAT ÜRETİMİ (ton)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Avrupa										
İtalya	228.0	172.0	220.0	253.0	238.0	222.0	262.0	345.0	381.0	415.0
Almanya	28.1	28.5	28.6	29.5	30.3	33.9	38.3	44.1	49.8	51.0
İsviçre	15.8	14.9	17.8	20.4	20.3	18.6	25.3	33.2	41.7	35.1
İspanya	15.8	13.4	12.6	15.7	15.6	17.0	24.0	30.0	34.0	32.5
Fransa	18.8	17.4	16.7	17.6	19.9	20.9	22.9	25.6	30.8	30.9
İngiltere&İrlanda	13.2	12.0	13.5	15.5	16.6	18.4	22.1	25.7	27.8	22.8
Yunanistan	6.7	7.9	9.1	11.5	11.0	10.7	10.7	10.4	10.0	9.5
Portekiz	3.0	3.2	2.4	3.5	3.5	4.0	4.5	5.5	7.5	9.1
Yugoslavya	6.2	6.2	5.8	6.1	6.1	6.5	6.9	7.5	5.0	4.5
Avusturya	3.3	3.9	3.6	3.9	4.2	4.3	4.4	4.6	4.9	4.5
Kıbrıs&Malta	1.3	1.4	1.6	1.8	2.0	2.0	2.2	2.5	2.9	3.8
Belçika	2.1	2.0	1.9	1.9	1.7	1.6	1.8	2.0	2.2	2.1
İsveç	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.6	1.4	1.8	1.9	2.0
Hollanda	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.3	1.5	1.5
Çekoslovakya	--	--	--	--	--	--	--	--	1.5	1.2
Polonya	--	--	--	--	--	--	--	--	1.4	1.2
Finlandiya	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2	1.2	1.0
Danimarka	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
Macaristan	--	--	--	--	--	--	--	1.5	0.9	0.8
Norveç	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Romanya	--	--	--	--	--	--	--	--	0.7	0.6
Bulgaristan	--	--	--	--	--	--	--	--	0.3	0.3
Toplam	346.3	286.8	337.6	384.5	373.8	364.9	430.2	543.5	608.7	631.1
Kuzey Amerika										
A.B.D.	89.4	99.6	104.7	111.1	116.0	117.8	125.6	135.8	126.6	121.2
Kanada	10.2	10.4	10.6	10.8	10.3	9.7	10.1	10.4	9.1	8.7
Toplam	99.6	110.0	115.3	121.9	126.3	127.5	135.7	146.2	135.7	129.9
Latin Amerika										
Meksika	5.3	4.6	6.3	6.9	4.9	8.7	10.1	11.8	12.7	15.3
Peru	1.0	1.6	3.1	2.3	4.2	2.9	5.7	9.5	8.7	8.5
Dominiik Cumh.	0.2	0.3	1.3	3.2	4.2	4.0	3.7	4.8	5.6	7.8
Brezilya	18.0	8.0	5.0	11.0	22.0	9.0	7.5	7.8	7.1	7.5
Kolombiya	0.9	1.6	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4
Bolivya	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	1.4	2.2
Ekvator	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	1.9	2.0
Arjantin	1.5	2.0	2.0	1.0	0.7	0.8	1.0	1.5	1.5	1.6
Şili	0.2	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	1.1	1.5
Venezuela	2.0	1.0	0.8	1.0	1.5	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
Diğerleri	3.6	2.8	3.0	4.1	4.8	6.6	4.8	6.1	2.2	2.2
Toplam	32.7	23.2	24.2	32.1	45.0	35.9	36.8	48.2	45.7	52.2
Ortadoğu										
Suudi Arab&Yemen	32.0	32.0	43.5	44.0	44.0	47.0	60.0	66.0	66.0	109.5
Türkiye	10.5	16.5	36.5	75.4	84.4	78.4	70.9	105.8	130.9	102.6
Mısır	37.0	38.5	52.0	42.5	44.5	43.8	45.0	55.1	52.6	44.0
İran	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.5	36.0	39.3
İrak,Suriye&Ürdün	29.0	16.3	19.0	15.0	11.5	11.5	9.0	11.0	27.0	33.1
B.A.E.	23.0	23.5	29.8	24.9	10.8	8.7	13.9	21.1	19.9	22.8
İsrail	6.0	8.5	9.9	12.1	11.5	10.0	10.0	10.9	12.0	13.5
Lübnan	3.0	2.0	1.0	2.0	1.0	1.0	1.0	3.7	4.0	9.0
Kuveyt	28.0	15.5	17.0	10.5	15.7	16.0	18.7	17.7	15.5	2.0
Toplam	168.5	155.8	208.7	226.4	223.4	216.4	228.5	298.8	363.9	375.8
Hint Yardımadası										
Hindistan	107.5	103.8	144.5	173.4	145.9	159.2	187.0	221.5	239.6	232.0
Pakistan&Afganistan	12.5	11.0	18.0	18.0	25.0	26.0	28.0	28.0	30.3	33.0
Bengladeş&Nepal	5.5	5.5	7.0	7.0	3.0	3.0	4.5	6.5	6.5	6.0
Sri Lanka	1.0	1.0	1.0	1.5	2.0	2.0	3.0	2.5	2.0	2.5
Toplam	126.5	121.3	170.5	199.9	175.9	190.2	222.5	285.5	278.4	273.5

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Uzakdoğu										
Tayvan	7.0	11.0	33.0	31.0	24.2	48.3	85.0	106.0	95.0	111.0
Japonya	42.9	43.4	50.2	60.7	80.7	84.0	95.0	112.5	109.5	106.7
Hong Kong	16.0	11.0	30.0	20.0	21.0	28.0	75.0	65.0	50.0	80.0
Tayland	5.0	2.0	8.3	14.0	11.0	20.0	41.0	95.0	85.5	77.0
Malezya	8.0	6.6	11.6	9.9	7.9	8.0	11.5	21.6	45.0	67.0
Güney Kore	8.5	6.3	7.5	6.7	13.2	24.0	64.0	73.6	57.8	62.6
Endonezya	28.0	20.5	50.0	40.0	28.0	29.1	48.0	72.5	79.2	56.0
Singapur	20.0	18.5	23.4	17.5	11.0	10.1	19.0	21.0	28.0	35.0
Vietnam	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	3.5	3.8
Filipinler	2.6	3.5	1.7	1.5	1.0	1.5	2.0	2.0	1.8	2.2
Burma&Kamboçya	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.5	2.0
Toplam	138.0	122.8	215.7	201.3	198.0	253.0	442.5	571.2	556.8	603.3
Afrika										
Fas	7.6	6.0	7.6	9.0	10.0	10.7	13.5	17.1	20.0	22.0
Cezayir	5.5	5.2	6.1	4.4	5.5	5.0	6.0	7.0	8.0	6.0
Libya	1.6	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	4.0	4.5	4.9	4.7
Güney Afrika	1.2	1.0	1.1	0.9	1.0	2.2	3.5	2.1	5.0	4.2
Tunus	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9
Diğerleri	2.1	3.0	2.0	2.0	3.0	3.0	4.0	4.0	4.0	3.5
Toplam	18.7	17.8	18.3	17.8	21.0	22.4	31.6	35.5	42.8	41.3
Avustralya	5.3	4.7	2.6	3.2	4.4	4.2	4.0	5.1	4.7	4.0
Genel Toplam	935.6	842.4	1092.9	1187.1	1167.8	1214.5	1531.8	1907.0	2036.7	2111.1
Çin		--	--	--	--	--	--	--	--	115.0
Sovyetler Birliği		--	--	--	--	--	--	--	--	38.0

Kaynak:GFMS Ltd., Gold 1992

Yukarıdaki tablodan da görüleceği gibi mücevherat yapımında kullanılan altın miktarı son beş yıldan beri sürekli olarak artmaktadır. 1990'da 2.000 ton düzeyine ulaşan bu miktar, 1991 yılı içerisinde yeni bir rekor kırarak 2.111 tona yükselmiştir. Mücevherat yapımında kullanılan altın miktarı 1980-91 yılları arasında ortalama olarak %25.97 oranında artış kaydederken, 1987-91 yılları arasındaki ortalama talep artışı %13 olarak gerçekleşmiştir.

(1) Avrupa Ülkeleri Mücevherat Talebi

Avrupalı mücevherat üreticileri 1991 yılı içinde 691 ton üretim gerçekleştirmişlerdir. Avrupa ülkeleri içerisinde en önemli artış %8.92'lik büyüme hızı ile İtalya'da yaşanmıştır. Mücevherat eşyası üretimini 1980 yılına göre neredeyse dört katına çıkartan İtalya, 1991'de işlediği 415 ton altın ile tüm dünyadaki mücevherat üretiminin %20'sini tek başına gerçekleştirmiştir. İtalya tarafından üretilen mücevherat eşyalarının dünyanın birçok ülkesine ihraç edildiği bilinmektedir. İşlenmiş altın ihracatının istikrarlı şekilde artış kaydettiği İtalya'da, 1987 yılında toplam mücevherat eşyası üretiminin %50'lik kısmı ihraç edilirken, 1991'de %60'lık kısmı ihraç edilir hale gelmiştir.

Körfez savaşından kaynaklanan tüm olumsuzluklara rağmen İtalya tarafından; Amerika Birleşik Devletleri, Almanya ve İspanya'ya yapılan işlenmiş altın ihracatı artış kaydederken, İngiltere ve İsviçre'ye yapılan altın ihracatı gerileme kaydetmiştir. Bunlardan başka, 1991 yılı içerisinde İtalya tarafından Latin Amerika ve Ortadoğu ülkeleriyle Hong Kong'a yapılan işlenmiş altın ihracatı artmış, Japonya ve Avustralya'ya yapılan ihracat miktarında ise ciddi bir azalma görülmüştür. Düşük altın fiyatlarına bağlı olarak 1990 yılına göre artış kaydeden tüketici talepleri, 1991 yılıyla ilgili tahminlerin yanlış sonuçlanmasına neden olmuştur. Ülke içinde tüketime konu olan mücevherat eşyası miktarının %10 oranında artarak 160 tona yükseldiği İtalya'da, taleple ilgili esas artışlar Aralık ayı içinde görülmektedir. Altın mücevherat eşyası üretimini 80'li yılların başından itibaren hızla artırmaya başlayan İtalya'nın, dünyanın en büyük mücevherat ihracatçısı olmasına imkân tanıyan en önemli gelişme; İsviçre bankalarından temin ettiği düşük faizli altınları imalat sanayine yönlendirmesi ve ihracata ağırlık vermesidir. İtalyan altın endüstrisini geliştirmeye yönelik yeni kararların yürürlüğe girmesini takiben, gerek mücevherat imalatının gerekse mücevherat ihracatının önümüzdeki yıllarda da artış kaydetmesi beklenmektedir. (62)

(2) Ortadoğu Ülkeleri Mücevherat Talebi

Ortadoğu ülkelerinin işlenmiş mücevherat eşyası talebi 1991 yılı içerisinde %3 oranında artarak 376 tonluk yeni bir rekor kırmıştır. Türkiye, Mısır ve Kuveyt gibi ülkelerin mücevherat talebinde görülen azalış, Suudi Arabistan, Bahreyn, Suriye, Ürdün ve Lübnan'da yaşanan talep artışıyla dengelenmiştir. Körfez krizinin sona ermesini takiben birçok Ortadoğu ülkesinde altın mücevherat eşyalarına olan talep hızla artmıştır.

Türkiye...

1988 yılından beri devamlı büyüme halinde olan Türk mücevherat endüstrisi 1990 yılında 130.9 ton altın mücevherat eşyası üretirken, bu miktar 1991'de %22 oranında gerileyerek 102 tona düşmüştür. Merkez Bankası tarafından ithal edilen altın miktarı da bu düşüşe ayak uydurmuş ve 1990'da 144 ton olan altın ithalatı 1991'de 112 ton olarak gerçekleşmiştir. Dünya ülkelerinin neredeyse tamamının büyük boyutlu ekonomik sorunlarla karşı karşıya kaldığı 1991 yılında, bu sıkıntılara neden olan esas olayın Körfez Krizi olduğu birçok kişinin ortak kanısıdır. Gerek gelişmiş gerekse az gelişmiş ülkeleri değişik oranlarda etkileyen bu krizden en fazla zarar gören ülke

(62) Gold Fields Mineral Services Ltd., "Gold 1992", London, 1992, s.42

hiç şüphesiz Türkiye'dir. Petrol boru hattının sağladığı gelirin kesilmesiyle başlayan döviz kayıplarını, ihracat ve turizm gelirlerinin azalması izlemiş, faiz hadleri ve döviz kurları hızla yükselirken, enflasyon yeni bir yükseliş trendine girmiştir. Kamu finansman açıklarının kapatılması amacıyla haftalık olarak düzenlenmeye başlayan "Hazine Bonosu" ihalelerinin piyasalardaki parayı emmesi, destekleme alımları sonucunda 1990 yılı içerisinde satın alınan tarım ürünleri için gerekli ödemenin hükümet tarafından yapılmaması, piyasalardaki durgunluğu had safhaya çıkarmıştır. (63)

Türk halkı açısından 80'li yılların ortalarına kadar yatırım araçları içerisinde ilk sıralarda yer alan altın, hisse senedi ve banka mevduat faizi gibi alternatif yatırım araçlarının ortaya çıkmasıyla birlikte güncelliğini yitirmiş bulunsa da, yüksek oranlı enflasyondan dolayı çekiciliğini hâlâ sürdürmektedir. 1990-92 yıllarında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda yaşanan tüm olumsuzluklara ve aşırı yüksek faiz oranlarına yüksekliğe rağmen, altın tüketimi bakımından ilk on içerisinde yer almaya devam eden Türkiye, geçmiş yıllarda gösterdiği performansı 1991 yılında ne yazık ki gösterememiştir. Yugoslavya'da yaşanan olaylar Almanya'dan gelen Türk işçilerinin sayısını oldukça azaltmış, yükselen altın fiyatlarına bağlı olarak altın almak isteyen kişiler bu isteklerini zorunlu kalmadıkça yerine getirmemişlerdir. Körfez Krizi'nden dolayı, risk oranı yüksek ülkeler arasında ilk sıralara yükselen Türkiye, 1991 yılı içerisinde turizm gelirlerinden de umduğunu bulamamıştır.

Talep ettiği altın miktarı yönünden 1990 yılını Ortadoğu birincisi olarak kapatan Türkiye, 1991 yılında aynı performansı gösterememiş ve Suudi Arabistan'dan sonra ikinci sıraya düşmüştür. Aynı olumsuzluk, mücevherat eşyası yapımında kullanılan altın miktarında da göze çarpmaktadır. 1990 yılında 130.9 ton altını mücevherat eşyası yapımında kullanan Türkiye, 1991 yılında ancak 102.6 ton altın işleyebilmiş, daha açık bir ifade ile mücevherat yapımında kullanılan has altın miktarı 1990 yılına göre %21.54 oranında gerileme kaydetmiştir.

Ancak şu da var ki; mücevherat yapımında kullanılan altın miktarının gerilemesini sadece Türkiye'de yaşanan ekonomik ve politik sorunlara bağlamak da pek doğru bir davranış değildir. Yıllarca suskun kalan ve suskun kalmayı âdet haline getiren Türk Kuyumculuk Sektörünün yeni arayışlara girmesi gerekmektedir. 1980'de 107 ton altın mücevherat eşyası üretirken, 1991'de 415 ton üretmeye başlayan ve işlediği altının %60'lık kısmını dünyanın birçok ülkesine ihraç eden İtalya, altın endüstrisine gerekli hassasiyeti gösteren ülkelerin başında gelmektedir.

(63) Mehmet Hakan Sağlam, "Türkiye'de Altın", Finans Dünyası, Temmuz 1992, s.81

Devamlı olarak iç piyasaya çalışan kuyumcu atölyelerinin, iç piyasadaki durgunluktan son derece kötü etkilendikleri ve 1991 yılı içerisinde sadece İstanbul'da 1000'e yakın kuyumcu atölyesinin kapandığı bilinmektedir.

Şu an için %20-25 kapasite ile çalışmalarına rağmen yılda 120-130 ton altın işleyen kuyumcu atölyelerinin, tam kapasiteyle çalışmaları durumunda Türkiye'nin altın işleme kapasitesini 450-500 tona çıkartacağı tahmin edilmektedir. Türkiye'de yaklaşık olarak 30.000 altın satış mağazası ile küçük ölçekli 6.500 kuyumcu atölyesi bulunmakta, kuyumcu dükkânlarında genelde bir veya iki kişi, atölyelerde altı veya yedi kişi çalışmakta ve altın ihracatı yapan kurumsallaşmış şirketlerin sayısı 20'yi geçmemektedir. (64)

Bürokratlar ve çoğu iktisatçılar tarafından "atıl" bir yatırım aracı olarak nitelendirilen altın, Türk halkı için geleneksel yatırım aracı olma özelliğini hâlâ sürdürmektedir. Uzun vadeli yatırım yapmayı düşünen insanların önemli bir bölümü, yatırım seçenekleri arasında ilk sıraya altını koymaktadır. Sıfır tanıtımla yatırım araçları içerisinde %30'luk paya sahip olan altın, bu sektörü oluşturan kuyumcu ve atölyecilerin tanıtım faaliyetlerine ağırlık vermeleri durumunda hiç şüphe yoktur ki %50'leri de zorlayacaktır. Gerek iç pazarlarda gerekse dış pazarlarda Türk mücevherat sektörünün adını duyurmak amacıyla;

- Profesyonel pazarlama şirketlerinin kurulması ve işlenmiş altın ihracatına ağırlık verilmesi,
- Alım gücü yüksek olan Batı Avrupa ve Kuzey Amerika ülkelerinde Türk mücevherat ürünlerinin sergilendiği çeşitli fuarların düzenlenmesi,
- Küçük ölçekli kuyumcu atölyelerinin orta ve büyük ölçekli hale getirilmesi,
- Kuyumcu dernek ve odalarının daha aktif hale getirilmesi,
- Altın satış mağazalarının şirketleşmesi ve işlenmiş altın ihracatı konusunda bilgilendirilmesi,
- Gelir seviyesi gayet yüksek olan Batı ülkelerinde, altın mücevherat eşyalarına olan ilgi ve istekleri tesbit etmek amacıyla kapsamlı piyasa araştırmalarının yapılması gerekmektedir.

(64) Mehmet Hakan Sağlam, "İMKB İçinde Altın Borsası Yürümez", Süper Altın Haber, Ekim 1992, Yıl:1, Sayı:8, s.4

ii, Altın Para Basımı

İlk önemli para, Julius Caesar zamanında Roma'da basılan ve Aureus olarak isimlendirilen altın paradır. Tüm dünyada ismini duyuran ve Ortaçağ ile Rönesans dönemi boyunca popüleritesini sürdüren bir diğer para da 1284 yılında basılmaya başlayan Venedik düka altınlarıdır. Altın paralar, farklı kültürlerle sahip ve farklı devirlerde yaşayan insanların toplumsal eğilimlerini tarafsız olarak yansıtan nadir vesikalardır. Eski Roma ile Doğu ülkeleri arasındaki ticaretin gelişmesinde bu eğilim önemli bir rol oynamıştır. Lükse düşkün olan Eski Romalılar, altın paralarını doğulu tüccarların getirdiği ipek ve baharat gibi mallarla değiştirmişlerdir. (65)

Son yıllarda altın paraların bağımsız devletler tarafından basılmasında bir canlanma göze çarpmaktadır. Günümüz insanının altın paralara gösterdiği ilgi 1978 yılında Güney Afrika Cumhuriyeti tarafından çıkartılan *Kruggerand* isimli altın paranın aynı yıl içinde 187 ton satmasıyla zirveye çıkmıştır. Bu başarının ardından ABD, Kanada, İngiltere, Japonya, Çin ve Avustralya'da kendi altın paralarını basarak dünya piyasalarına arz etmişlerdir. Uzak Doğulu yatırımcılar genelde binde 999.9 saflıktaki Kanada "*Maple Leaf*" altını ile Avustralya "*Nuggat*"ını tercih etmekte, bu paralara nazaran daha düşük ayarlı olan ve binde 916.7 saflıktaki Amerikan "*Eagle*"ını talep etmemektedirler. Kişiler bu tür altın paraları ya ucuz buldukları, ya da fiyatının daha da yükseleceğine inandıkları için satın almaktadır. Çekiciliği olan ve çok az sayıda basılan altın paralar "*koleksiyon parası*" olarak isimlendirilirken, içerdiği altın miktarı kadar değer taşıyan paralar "*külçe paralar*" olarak isimlendirilmektedir. Tahmin edileceği gibi, nümismatik değeri olan paraların fiyatı içerdikleri saf altın miktarına göre değil koleksiyonerlerin arz ve talebine göre belirlenmektedir.

Altın para satın almak isteyen küçük yatırımcılar, pek çok madeni paranın bir ons ağırlığında basılmasından ve brokerların en az 10 adetlik alım veya satım emirlerini kabul etmelerinden dolayı yıllarca güçlük çekmişlerdir. Ancak, son yıllarda madeni para yapımcılarının 1/2, 1/4, 1/10 ve hatta 1/20 ons ağırlıklarında daha küçük altın paralar da basmaları sonucunda, küçük tasarruf sahiplerinin talepleri kısmen de olsa karşılanmaya başlanmıştır. Altın fiyatlarının oldukça düşük ve durgun seyrettiği son yıllarda altın para talebinde ciddi bir azalış göze çarpmaktadır. Sonuç olarak altın para basımı için 1980'de 245 ton külçe altın talep edilirken, 1991'de 150.1 ton altın talep edilmeye başlanmış, kişilerin altın paralara olan talebi tüm dünyada giderek azalmaya başlamıştır.

(65) Credit Suisse, "GOLD", Switzerland, June 1983, s.16-17

1982-91 yılları arasında tüm dünyada altın para basımında kullanılan külçe altın miktarı ile satılan altın para miktarı aşağıdaki gibidir;

ALTIN PARA BASIMI
(ton)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Japonya	0.0	0.0	0.0	0.0	182.0	16.6	0.0	0.0	0.0	60.0
Avustralya	1.0	1.0	0.6	0.4	1.2	15.4	8.7	9.3	12.0	15.9
Kanada	27.4	33.6	36.2	66.4	42.2	42.7	39.5	36.1	29.6	13.4
A.B.D.	0.3	5.0	9.1	0.8	57.7	65.6	24.1	18.2	16.6	11.9
Avusturya	2.4	3.0	1.8	1.8	2.5	1.0	0.6	13.1	20.3	11.5
Güney Kore	102.3	108.7	74.1	24.4	1.7	0.6	20.2	6.5	12.7	9.3
Meksika	0.0	0.0	0.0	10.1	15.8	3.2	11.6	29.1	9.9	6.7
İsviçre	0.7	0.5	0.1	0.0	0.0	3.1	0.9	0.0	0.0	6.0
Tayvan	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	4.7
İran	0.0	0.0	0.0	14.7	21.7	2.3	4.0	7.0	7.0	3.7
İngiltere&İrlanda	28.7	11.3	2.0	3.4	2.8	12.7	7.0	3.7	2.9	2.6
Brezilya	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
İspanya	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7
Fransa	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.5	0.2	0.8	1.8	0.6
Singapur	0.1	0.7	0.6	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.6	0.6
Türkiye	0.0	10.7	0.0	0.5	9.5	12.0	8.4	0.6	1.0	0.3
Belçika	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	14.2	8.3	5.6	2.0	0.2
İtalya	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
Macaristan	--	--	--	--	--	--	--	--	0.1	0.2
Hollanda	0.1	0.0	0.0	0.4	0.3	0.0	0.2	0.1	0.1	0.2
Portekiz	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.5	0.2	0.1	0.1
İsveç	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
İsrail	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Yugoslavya	0.0	1.2	0.4	0.1	0.1	0.2	0.4	0.5	0.3	0.0
Endonezya	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0
Güney Kore	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.7	6.9	0.0	0.0	0.0
Venezuela	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Tayland	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Toplam Üretim	163.4	175.9	125.1	123.2	338.4	206.3	141.6	131.7	118.1	150.1
Toplam Satış	130.6	165.1	130.5	119.2	348.3	202.6	129.5	135.4	117.7	141.7
Çin	1.2	1.7	1.7	7.8	5.7	7.0	9.4	5.0	4.1	3.7
Sovyetler Birliği	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4	0.5

Kaynak: GFMS Ltd., Gold 1992

1986 yılında Japonya'da imparator Hirohito adına 180 ton altın para basılması üzerine, tüm dünyada para basımında kullanılan külçe altın miktarı 338 tona yükselmiştir. Para basımında kullanılacak altın miktarının büyük boyutlara ulaşması, altının uluslararası borsalardaki fiyatını doğal olarak etkilemektedir. Örneğin, 1986 yılında, ons fiyatının 317 dolardan 368 dolara yükselmesinde, Japonya'nın altın para basmaya karar vermesi oldukça etkili olmuştur. Altın para basmak için kendisine gerekli olan 180 ton altını dünya piyasalarından satın almak isteyen Japonya, spekülörlerin uyanmasına neden olmuş ve sonuçta altın fiyatları kıpırdanmaya başlamıştır.

Altın tüccarları ve spekulat rler, hükümetlerin altın talep edeceği anı tahmin etmek için ayrıntılı analizler yapmakta, piyasalardaki aktivitelerini artırmaktadırlar.

1986 yılında gerçekleşen 338.4 tonluk rekor düzeydeki baskı miktarından sonra hızla düşmeye başlayan altın para basımı 1990 yılına kadar sürekli gerilemiş, son beş yıldan beri ilk kez 1991 yılında artış kaydetmiş ve basım miktarı 150.1 tona yükselmiştir. 1991'de altın para basımının %27 oranında artış kaydetmesine, Japonya'da ikinci defa basılan 60 ton ağırlığındaki İmparatorluk altınları neden olmuştur. Altın para satıŐında önemli paya sahip olan Kanada, ABD, Avusturya, Güney Afrika ve Meksika gibi ülkelerin satışları 1991 yılı içerisinde oldukça gerilerken, bu durumun tek istisnası Avustralya'nın *Kangaroo Nugget* altınında görülmüş ve 1990 yılında 12 ton basılan bu para 1991 yılında 15.9 ton basılmıştır.

iii. Madalyon ve Hatıra Para Basımı

Altın para basımı son yıllarda giderek artmasına rağmen, madalyon ve dekoratif madeni paraların üretiminde hissedilir bir azalış göze çarpmaktadır. 1980'lerin başında petrol üreten ve altın piyasalarında oldukça etkili olan Ortadoğu  lkelerinin birçoğu, petrol fiyatlarının düşmesine paralel olarak altın taleplerini azaltmıŐlardır. Türkiye'de Darphane tarafından basılan ziynet altınları, dünya standartlarına göre madalyon para olarak kabul edilmektedir. Ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik ve politik koŐullara bağlı olarak madalyon para basımı yıldan yıla değişiklik göstermekle birlikte, bu tür paraların talebi tüm dünyada giderek zayıflamaktadır.

AŞağıdaki tabloda görüleceği üzere, madalyon ve hatıra para yapımında kullanılan altın miktarı 1991 yılında %20 oranında artarak 19.3 tondan 23.0 tona yükselmiştir. Bu artış esas itibarıyla Hindistan'dan kaynaklanmakta ve 6 tonluk  retiliyle İtalya bu konudaki üstünlüğünü hâlâ korumaktadır. Madalyon basımıyla ilgili bir diğer önemli artış Türkiye'de görülmüştür. Ziynet altını olarak isimlendirilen ve Darphane tarafından basılan altın para miktarının  retilimi 1991 yılı içerisinde yaklaşık %30 oranında artış kaydederek 1.1 tondan 1.4 tona yükselmiştir.

Madalyon basımında önemli bir paya sahip olan belli başlı ülkeler ve bu ülkelerin üretim miktarları yıllar itibarıyla aşağıdaki gibidir;

MADALYON BASIMI
(ton)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
İtalya	1.0	0.6	0.7	0.9	1.0	4.0	4.4	5.8	6.0	6.0
Hindistan	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.0
Suudi Arab&Yemen	7.0	4.0	22.0	7.6	3.5	2.0	2.0	4.0	4.0	3.0
Pakistan	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0	1.5	2.0
Güney Kore	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	2.0	1.5	1.6
Türkiye	0.4	0.1	0.0	0.1	2.6	5.4	3.3	1.3	1.1	1.4
Irak,Suriye&Ürdün	2.8	2.3	0.5	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.5	1.2
Japonya	0.6	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.6	1.0	0.6	0.8
Fransa	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.8
İsviçre	0.5	0.4	0.8	0.1	0.9	0.4	1.4	0.1	0.8	0.4
B.A.E.	0.0	0.6	1.7	1.0	0.0	0.0	1.0	0.5	0.4	0.3
Almanya	1.0	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3
İngiltere&İrlanda	0.5	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
İspanya	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
Singapur	0.0	0.0	0.1	0.1	0.8	0.7	0.5	0.4	0.1	0.2
İsrail	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
Mısır	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
Arjantin	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Tayland	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Kuveyt	5.0	2.0	4.0	1.5	0.6	0.3	0.7	0.5	1.0	0.0
Meksika	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0
Filipinler	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
Tayvan	0.0	0.3	0.0	0.3	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0
A.B.D.	15.6	22.0	1.7	0.1	0.1	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
Belçika	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Venezuela	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Avustralya	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Yunanistan	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
İsviçre	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Toplam Üretim	36.0	34.0	32.6	13.5	10.9	15.1	19.0	18.8	19.3	23.0
Toplam Satış	21.8	31.7	44.1	14.4	11.8	16.0	19.0	18.8	19.3	23.0

Kaynak: GFMS Ltd., Gold 1992

iv. Elektronik Sektörü Altın Talebi

Diğer metallere göre oldukça pahalı olmasına rağmen, paslanmaya olan direncinden ve yüksek iletkenliğinden dolayı konnektör, şalter ve elektrik düzenleyicisi gibi elektronik aletlerin yapımında kullanılan altın, daha çok yüksek teknolojiye sahip savunma sistemleri ile havacılık ve uzay endüstrisinde kullanılmaktadır. Elektronik eşyaların üretiminde altın kullanan ülkelerin başında ABD ve Japonya gelmektedir. Bu iki ülke elektronik sanayinde kullanılan altının yaklaşık %70'lik bölümünü tek başlarına talep etmektedirler. Ancak son yıllarda Taiwan, Hong Kong ve Güney Kore gibi ülkeler endüstriyel üretim güçlerine bağlı olarak elektronik sektörde kullandıkları altın miktarını artırmaya başlamışlardır. Endüstriyel sektörden kaynaklanan altın talebi, dünya ekonomisinin gelişimiyle yakından

ilişkilidir. Elektronik endüstrisi 1980 yılında 95.3 ton altın talep ederken, dünya ekonomisinin gerileme içine girdiği 1982 yılında 89.0 tön altın talep etmiştir. Elektronik endüstrisinde kullanılan altın miktarının patlama yaptığı yıl şüphesiz 1983'dür. Bilgisayar üretiminin hızlanmasıyla birlikte 1983 yılından sonra hızla artmaya başlayan altın talebi 1991 yılında 146.9 tona yükselmiştir.

Mücevherat sektöründe olduğu gibi elektronik sektöründe de üreticiler, altın fiyatlarının yükselmesine bağlı olarak ürünlerinde kullandıkları altın miktarını azaltma yoluna gitmişlerdir. Teknolojik gelişmelere bağlı olarak bazı elektronik üreticileri, çeşitli eşyaların kaplanması için kullandıkları altını daha da inceltirken, altın yerine paladyum-nikel alaşımları kullanmaya başlamışlardır. Elektronik sanayinde kullanılan altın miktarının pek fazla artış kaydetmemesinin bir diğer nedeni de pek çok elektronik devre ve ürünün boyutunda meydana gelen küçülme-lerdir. Örneğin, entegre devrelerin yapımında kullanılan altın miktarı, entegrelerin piriç tanesi kadar ufak yapılması sonucunda oldukça azalmıştır. (66)

Elektronik parçaların yapımında kullanılan altın miktarının asgariye indirilmesi, demode olmuş ve eskiyen elektronik aletlerden elde edilen hurda altın miktarını önemsiz kılmaktadır. 3.000\$ değerindeki bilgisayar içinde bulunan birkaç gram altının tekrardan elde edilmesi günümüz şartlarında pek ekonomik olmamakla birlikte, gelecekte böyle bir işlemin kazanç yaratabileceği unutulmamalıdır. Elektronik eşya yapımında kullanılan altınların tekrardan elde edilememesi, haklı olarak şöyle bir soruyu aklımıza getirmektedir. *"Elektronik endüstrisi tarafından her yıl düzenli olarak talep edilen 140-150 ton altının, ekonomik olmadığı gerekçesiyle tekrardan elde edilememesi, altın stoklarının azalmasından dolayı uzun vadede altın fiyatlarının yükselmeye neden olmaz mı?"* Kayıp olarak nitelendirilen ve elektronik devrelerin yapımında kullanılan bu kadar çok altının elektronik sektöründe talep edilmesi bu sorunun cevabını kısa vadede haklı kılmaktadır. Ancak, elektronik devre ve parçaların yapımında kullanılan altın miktarının giderek azalması ve altın yerine geçebilecek yeni madenlerin bulunması ihtimaline bağlı olarak, böyle bir dengesizliğin uzun vadede söz konusu olamayacağı da akıldan çıkartılmamalıdır. Bu durum en çarpıcı şekilde platin tüketiminde görülmüştür. 1991 yılının ortalarına kadar bazı üstün özelliklerinden dolayı araba motorlarının yapımında kullanılan platin, aynı özellikleri taşıyan yeni bir alaşımın Japonya'da üretilmesi üzerine tüm dünya borsalarında hızla değer kaybetmeye başlamış ve altından daha ucuz hale gelmiştir. Elektronik sektöründe kullanılan altın miktarı yıllar itibarıyla aşağıdaki gibidir;

(66) Kevin Connors, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.77

ELEKTRONİK SEKTÖRÜ ALTIN TALEBİ
(ton)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Japonya	31.4	40.2	53.2	46.0	52.1	47.8	51.5	56.5	66.0	68.4
A.B.D.	31.9	38.8	45.7	36.6	38.3	41.4	44.0	42.2	40.1	38.9
Almanya	6.0	6.7	8.2	7.8	7.9	8.4	9.4	9.5	10.2	9.7
İngiltere&İrlanda	6.2	7.1	8.4	9.0	8.8	9.2	9.2	9.4	9.3	9.0
İsviçre	3.4	3.1	3.1	3.1	3.2	3.3	3.6	4.0	4.0	4.2
Güney Kore	0.2	0.3	0.8	1.4	1.5	2.5	2.9	3.5	3.7	4.0
Tayvan	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	1.2	1.6	1.0	1.9	2.8
Fransa	3.2	3.0	2.7	2.5	2.3	2.1	2.0	1.8	1.8	1.6
Hollanda	1.8	1.9	2.4	2.5	2.5	2.0	2.0	1.5	1.5	1.4
Singapur	0.4	0.6	0.9	0.7	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
Yugoslavya	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.2	1.0
İtalya	1.1	1.1	1.3	1.3	1.3	0.7	1.0	1.0	1.0	0.9
Hong Kong	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	1.0	0.6
Brazilya	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	1.0	0.8	0.8	0.7	0.5
Kanada	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
Avusturya	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.3	0.2	0.4
Çekoslovakya	--	--	--	--	--	--	--	--	1.1	0.2
İspanya	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.2
Polonya	--	--	--	--	--	--	--	--	0.3	0.2
Romanya	--	--	--	--	--	--	--	--	0.3	0.2
Avustralya	0.2	0.3	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
Meksika	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
Hindistan	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Bulgaristan	--	--	--	--	--	--	--	--	0.3	0.1
Macaristan	--	--	--	--	--	--	--	--	0.2	0.1
Toplam	88.8	106.4	130.4	114.4	123.0	124.0	132.7	136.5	147.8	146.9
Sovyetler Birliği	--	--	--	--	--	--	--	--	--	48.4
Çin	--	--	--	--	--	--	--	--	--	5.0

Kaynak: GFMS Ltd., Gold 1992.

Elektronik sanayinde altın kullanan ülkelerin başında Japonya, Almanya, ABD, İtalya, İsviçre ve Güney Kore gelmektedir. 1990'da bu amaçla 15 ton altın talep edilen Japonya'da, belli başlı dört elektronik fabrikasının talebinden dolayı 1991 yılında 15.5 ton altın talep edilmiştir.

Elektronik endüstrisinde kullanılan toplam altın miktarı bilgisayar satışlarında yaşanan durgunluğa bağlı olarak 1991'in ikinci yarısından itibaren gerilemeye başlamıştır. Özellikle 1983 yılından sonra popüler olmaya başlayan bilgisayar endüstrisinin satışları 1991 yılına kadar sürekli olarak artış kaydetmiş, ancak 1991 yılı içerisinde çok ilginç bir gelişme olmuş ve bilgisayar satışları 83 yılından beri ilk kez gerilemeye başlamıştır. Avrupa ve ABD'deki ekonomik durgunluğa bağlı olarak Japon şirketlerinin birçoğu üretimlerini rasyonalize etme yoluna gitmiştir. Elektronik sanayinde kullanılan altın miktarının gerileme kaydetmesinin bir diğer nedeni; teknolojik bakımdan hızla gelişen kişisel bilgisayarların daha küçük boyutlarda imal edilmesi ve fakat daha üstün özelliklere sahip olmasıdır. Bilgisayarların beyni olarak

nitelendirilen elektronik chiplerin boyut olarak oldukça küçülmesi, bu parçacıkların yapımında kullanılan altın miktarının azalmasına yol açmıştır. Bilgisayarlardan sonra altının en fazla kullanıldığı bir diğer sektör iletişim ve haberleşme endüstrisidir. (67)

Elektronik sektöründe kullanmak amacıyla altın talep eden bir diğer ülke ABD'dir. Talep ettiği altının önemli bir bölümünü savunma sanayinde kullanan ABD'nin 1991 yılı altın talebi, silah siparişlerinin yılın son çeyreğinde %8 oranında gerileme kaydetmesi üzerine 10.8 tondan 10.3 tona düşmüştür. Bilgisayar üreten şirketlerin, bilgisayar piyasasında rekabet edebilmeleri için mutlaka daha ucuza mal üretmeleri gerekmektedir. Altın fiyatlarını birinci planda tutan ve maliyetlerin artmasından korkan bilgisayar sektörünün ürkek tavrına karşılık, yüksek kâr marjı ile çalışan savunma sanayi ürünlerinde altın fiyatlarının yüksek veya düşük olması üreticiler tarafından pek dikkate alınmamaktadır.

v. Dışçılık Sektörü Altın Talebi

Elektronik sektörden sonra altının en fazla kullanıldığı bir diğer sektör dışçılıktır. Dış yapımındaki kullanımı oldukça eskilere dayanan altın, ağız mukozasına sağladığı uyumdan ve yerine geçebilecek alternatif bir madenin bulunamamasından dolayı 70'li yılların başına kadar yoğun olarak talep edilmiştir. Özellikle gelişmiş ülkelerde 1970'li yılların son çeyreğinden itibaren yaygınlaşmaya başlayan koruyucu diş hekimliği uygulamasıyla birlikte, dış yapımında kullanılan altın miktarı giderek azalmaya başlamıştır.

Dışçılıkta kullanılan altın miktarının azalma kaydetmesinin bir diğer nedeni de, titanyum ve paladyum ihtiva eden alaşımlarla doğal görümlü porselen materyallerin altının yerini almaya başlamasıdır. Altının sahip olduğu karakteristik özelliklere sahip olmasa da, estetik görünümünden dolayı tercih ve eğilimlerin yakın gelecekte bu maddeler üzerinde yoğunlaşacağı tahmin edilmektedir. 1981 yılında dış yapımı için tüm dünyada 65 ton altın talep edilirken bu miktar 1990'da 52.7 tona gerilemiş, 1991 yılında ise altın fiyatlarının düşmesine bağlı olarak %5 oranında artış kaydetmiş ve 55.3 tona yükselmiştir.

Dış yapımında kullanılan altın miktarı yıllar itibarıyla aşağıdaki gibidir;

(67) *Precious Metal Market in Japan, 17th Edition, March 1987, Sumitomo Corporation, Tokyo.*

DİŞÇİLİK SEKTÖRÜ ALTIN TALEBİ
(ton)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Japonya	11.3	8.5	11.5	12.0	13.5	11.9	13.0	14.6	15.0	15.5
Almanya	20.0	15.5	14.0	14.0	10.4	8.5	10.6	8.8	9.5	11.6
A.B.D.	11.3	11.1	11.4	11.6	12.0	12.2	11.7	11.1	10.8	10.3
İtalya	4.8	4.6	4.6	4.4	4.4	4.4	4.5	4.8	4.8	5.0
İsviçre	3.8	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.4	3.7	3.8
Güney Kore	0.6	0.6	0.9	1.3	1.2	1.5	2.0	2.0	2.2	2.3
Hollanda	0.8	0.7	0.7	0.9	0.8	0.9	0.9	1.2	1.4	1.5
Brezilya	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.9	0.9	1.3
Avusturya	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
Fransa	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
İsveç	0.3	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Çekoslovakya	--	--	--	--	--	--	--	--	0.4	0.3
Yugoslavya	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
İngiltere&İrlanda	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Belçika	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Kanada	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
İspanya	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Güney Afrika	1.6	1.4	0.8	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Yunanistan	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Avustralya	0.6	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Venezüela	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Norveç	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Meksika	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Ekvator	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Bulgaristan	--	--	--	--	--	--	--	--	0.1	0.0
İsrail	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Portekiz	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Peru	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Toplam	60.6	51.3	52.4	53.3	51.1	47.7	50.5	50.9	52.7	55.3

Kaynak: GFMS Ltd., Gold 1992

Ancak Şu da var ki; diş yapımında alternatif materyal olarak kullanılan titanyum madeninin diş formuna getirilmesi, gerek yapımında karşılaşılan zorluklar gerekse yapım masraflarının yüksekliğinden dolayı pek tercih edilmemektedir. Porselenin kullanımı ve yapımı kolay olmasına rağmen, parlaklığı birçok kişi tarafından pek hoş karşılanmamaktadır.

Yukarıdaki tabloda da görüleceği gibi, diş yapımında altın kullanan ölkelerin başında Japonya gelmektedir. 1990 yılında 15 ton altını diş yapımında kullanan Japonya, 1991 yılında bu miktarı %3.3 oranında artırıp 15.5 tona yükseltirken, en büyük talep artışı Almanya'da gerçekteŐiŐ ve 9.5 ton olan altın talebi %20 oranında artarak 11.6 tona yükselmiştir. Koruyucu diş hekimliği uygulamasına büyük önem veren Almanya hükümetinin sağlık harcamaları, özellikle Doğu ve Batı Almanya'nın birleşmesinden sonra hızlı bir artış kaydetmiş ve diş yapımında kullanılan altın miktarının yükselmesine neden olmuştur.

Diş yapımında kullanılan altın miktarı diğer tüm konularda olduğu gibi bu sektörde de gelenek ve göreneklerin etkisi altında kalabilmektedir. Bunun en açık örneğini Türkiye’de görebilmek mümkündür. En kaliteli altının Osmanlı Reşat Altını olduğuna inanan Karadeniz insanı, kendisi için yapılacak altın dişin Osmanlı Reşat altınından yapılmasını özellikle tercih ederken, Ege bölgesi insanı Cumhuriyet Lirası’nı tercih etmekte diğer bölgelerde ise normal altın levhalar kullanılmaktadır. Altın diş yapımıyla ilgili bir diğer ilginç olay Güneydoğu Anadolu bölgesinde karşımıza çıkmakta ve evlenecek olan gelinlerin sağlam durumdaki dişleri kayınpederleri tarafından çektirilerek yerlerine düğün hediyesi olarak altın diş yaptırılmaktadır. (68)

b) Yatırım Amaçlı Altın Talebi

Endüstriyel altın talebinden daha esnek olan yatırım amaçlı altın talebi, toplam altın talebi içerisinde yaklaşık %10’luk bir paya sahip olmasına rağmen altın fiyatlarının belirlenmesinde oldukça etkilidir. Uluslararası altın borsalarında büyük altın spekülörleri ve yatırımcıları tarafından alım satıma konu olan bar ve külçelerin ağırlıkları 1/4 ons ile 400 ons arasında değişmekle birlikte genelde 100 onsluk altın barları temel alışveriş birimi olarak kabul edilmektedir. Daha çok profesyonel altın yatırımcıları tarafından alınıp satılan bar ve külçelerin aksine, önceki bölümde ele alınan bir ons ya da bir onstan daha küçük boyutlardaki altın paralarda borsalar dışında küçük tasarruf sahiplerince talep edilmektedir.

Altın piyasalarının en karışık ve anlaşılmaz taraflarından biri, düşen veya yükselen fiyatlara yatırımcıların nasıl tepki göstereceğidir. Tüketicilerin fiyat değişikliklerine olan tepkisi, alınıp satılan mal türü ile yakından ilişkilidir. Fiyatı yükselen malın geleneksel piyasa malı olması durumunda; tüketiciler bir yandan taleplerini kısarken, diğer yandan fiyatı daha düşük olan benzer malları talep etmeye başlamaktadır. Bunun en güzel örneğini, dişçilik ve elektronik sektöründe görebilmek mümkündür. Altın fiyatlarının yükselmesine bağlı olarak diş yapımında altın yerine, porselen ve titanyum gibi alternatif maddelerin kullanımı yoğunluk kazanırken, elektronik endüstrisinde bilgisayar çiplerinin küçültülmesi yoluna gidilmiştir. Altın fiyatlarında yaşanan düşüş ve yükselişler yatırımcıların altına olan talebini diğer mallardan farklı şekilde etkilemektedir. Genel olarak, fiyatların artması altın talebinin artmasına, fiyatların azalması da altın talebinin düşmesine neden olmaktadır. Altın fiyatlarının yükselme kaydettiği 1973, 1974, 1979 ve 1980 yıllarında yatırım amaçlı altın talebinin yıllık ortalamaların oldukça üstünde gerçekleştiği bilin-

(68) Mehmet Hakan Sağlam, "Türkiye’de Altın Ticareti", T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para Banka Anabilim Dalı, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 1991, s.51

mektedir. Fiyatların yükselmeye başladığı boğa piyasasında yatırımcıların altına olan talebinde önemli bir artış göze çarpmaktadır. Talebin talep doğurması, yani kişilerin sürü psikolojisinin etkisi altında kalarak o malla ilgili taleplerini giderek artırmaları fiyatların daha da yükselmesine neden olmaktadır. Fiyatlar yükselirken mal satın almak nasıl hatalı bir davranış ise, fiyatlar düşerken mal satmak da hatalı bir davranıştır. Kıymetli metal borsalarında alışveriş yapan kişilerin sürekli olarak tekrarladıkları bir diğer hata, mal fiyatları yükselise geçmesine rağmen bu kişilerin ellerindeki malları paraya çevirmemeleri ve fiyatların daha da yükselmesini beklemeleridir.

Yatırımcıların altına olan ilgisi çeşitli faktörlerin etkisi altında şekillenmektedir. Uluslararası altın fiyatları; faiz hadleri, enflasyon, ekonomik büyüme hızı, döviz fiyatları ve uluslararası politik tansiyon gibi makro ve mikro ekonomik dengeler ile alternatif yatırım araçlarının getirileri bu faktörlerden bazılarıdır. Bu faktörlerin herhangi birinde meydana gelen değişiklik, altının arz ve talebini direkt ve endirek şekilde etkilemektedir.

1979-80 yıllarında altın fiyatlarının ve dolayısıyla altın talebinin aşırı derecede yükselmesinin esas nedeni; o yıllarda tüm dünya ülkelerini etkisi altına alan yüksek enflasyondur. 1977 yılında Amerikan Tüketici Fiyat Endeksi (CPI) %5'e ulaşmış, sonraki üç yıl içinde de devamlı olarak artarak 1980 yılında %14.5'lara yükselmiştir. Bu dönemde yaşanan yüksek enflasyonun esas nedeni ise varili 11.50 dolardan 32.50 dolara yükselen ham petrol fiyatlarıdır. Enflasyon oranının giderek artmasından dolayı reel faiz hadleri 70'li yılların ortalarına kadar enflasyon oranının gerisinde kalmıştır. Neticede yatırımcıların birçoğu 70'li yıllar boyunca kendi öz varlıklarının bir kısmını negatif reel faiz gelirinden dolayı kaybetmişlerdir. Enflasyon oranının yükselmeye devam ettiği 79-80 yıllarında ise yatırımcılar, negatif kazanç sağlayan sabit getirili yatırım araçlarını terkederek yeni alternatif yatırım sahaları aramaya başlamışlardır. Bu aşamada insanlar, yükselen altın fiyatlarının da etkisiyle altın almaya ve enflasyonun olumsuz etkilerinden korunmaya çalışmışlardır. Altın talebinin bu dönemde artış kaydetmesine neden olan olaylar arasında enflasyon kadar etkili olan diğer bazı faktörler de bulunmaktadır. ABD'de *Jimmy Carter*'a duyulan güvensizlik, doların değer kaybı ve Ortadoğu'da yaşanan politik gerginlikler bu olaylardan bazılarıdır. (69)

Yatırım amaçlı altın talebinin ülkelere göre dağılımı yıllar itibarıyla aşağıdaki gibidir;

(69) Timothy Green, "The New World of Gold", Walker & Co., New York, 1985.

YATIRIM AMAÇLI ALTIN TALEBİ
(ton)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Latin Amerika										
Brezilya	8.3	17.5	10.4	12.5	18.0	42.3	39.3	92.4	-75.7	14.3
Kolombiya	0.0	0.3	0.0	3.0	2.0	3.0	3.5	3.7	4.1	1.6
Venezuela	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.7	1.0
Arjantin	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.3	0.1
Diğerleri	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Toplam	9.3	17.8	10.4	15.5	20.0	45.3	42.8	97.1	-70.6	17.0
Ortadoğu										
Suudi Arab.&Yemen	33.0	22.0	35.0	25.0	8.0	3.5	3.0	23.2	31.0	17.0
İsrail	0.0	1.2	2.0	1.0	1.4	0.8	0.4	0.5	5.0	4.0
İran	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	5.0	4.0
B.A.E.	8.0	2.7	7.5	5.0	2.7	1.0	5.0	2.4	2.8	3.3
Türkiye	0.0	2.9	0.0	1.5	3.0	3.0	2.0	6.5	4.0	2.8
Kuveyt	5.0	2.0	2.0	4.0	1.0	1.0	1.5	1.0	1.0	0.0
Irak	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Suriye	10.0	3.0	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lübnan	2.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Mısır	2.0	3.0	4.0	2.0	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ürdün	1.0	0.3	1.0	1.0	-1.5	0.0	1.2	0.0	0.0	0.0
Toplam	63.0	38.1	54.5	39.5	16.6	9.3	13.1	36.6	48.8	31.1
Hint Yarımadası										
Hindistan	0.0	2.0	9.0	10.0	3.0	5.0	5.0	5.0	10.0	23.0
Pakistan&Afganistan	0.0	0.0	3.0	3.0	5.0	5.0	6.0	3.0	3.0	2.5
Sri Lanka	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	1.0	0.0	0.5
Toplam	0.0	2.0	12.0	13.0	8.0	10.0	13.0	9.0	13.0	26.0
Uzakdoğu										
Japonya	72.4	38.3	105.3	111.7	173.6	129.0	168.5	119.1	70.5	61.9
Tayland	5.0	1.0	8.0	12.5	6.0	6.0	11.0	46.4	64.8	58.9
Vietnam	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	17.0	24.0	27.4
Tayvan	38.0	1.5	60.0	51.0	21.0	73.7	150.5	138.0	53.0	26.0
Endonezya	71.0	-4.5	13.0	9.0	14.3	-21.0	11.0	4.0	5.0	-18.0
Burma&Cambodia	-3.0	-1.0	-3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	5.0	13.0
Hong Kong	26.0	-30.0	40.8	29.4	-57.2	-2.0	19.0	30.0	7.0	12.0
Güney Kore	2.0	0.8	8.0	11.3	6.4	6.0	15.0	8.0	5.0	4.5
Filipinler	0.5	1.0	1.0	0.7	0.0	1.0	2.0	1.5	1.0	0.5
Singapur	6.0	6.5	20.8	12.0	5.0	2.0	12.0	5.0	7.8	0.0
Malezya	1.4	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
Toplam	219.3	13.8	254.1	237.7	169.1	194.7	392.0	371.2	243.1	186.2
Avustralya	2.1	1.5	1.2	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
Genel Toplam	293.7	73.2	332.2	306.2	213.8	259.4	461.0	514.0	234.5	260.6

Kaynak: GFMS Ltd., Gold 1992

Altın piyasasıyla ilgilenen birçok kişi, 1980 yılında 852 dolara kadar yükselen altın fiyatının bir yıl sonra neden 390 dolara gerilediğini tam olarak bilmemektedir. Altın fiyatı üzerinde yorum yapan teknik analistler, bu durumu fiyatların soluk alması veya kurulan piyasada zembereğin boşalması şeklinde ifade etmekteyse de, aslında sorun makro ekonomik dengelerin yeni bir oluşum içerisine girmesinden kaynaklanmıştır. 1980 yılında altın fiyatlarının tavana vurmasına neden olan birçok olumsuz faktör, 80 yılının son çeyreği ile 81 yılının ilk çeyreğinden itibaren düzelmeye başlamıştır. Örneğin, %12 düzeyinde seyreden ABD tüketici fiyat endeksi yıl sonunda %9'lara gerilerken, 1970'li yılların ortalarından itibaren değer kaybetmeye başlayan Amerikan Doları tekrardan değer kazanmaya başlamıştır. Kısacası, aşırı derecede şişen enflasyon balonu patlamış, faiz oranları tekrardan cazip hale gelmiş, politik ve ekonomik ortam stabile bir hâl almıştır. Bunun sonucunda yatırımcılar yavaş yavaş altını terketmeye ve diğer yatırım araçlarına yönelmeye başlamışlardır.

ABD başta olmak üzere sanayileşmiş Batı ülkelerinde enflasyonun düşmesini sağlamak amacıyla uygulamaya konulan sıkı para politikaları ve bu ülkeler arasında oluşturulan sıkı ekonomik ilişkiler, politik ve ekonomik istikrarın sağlanmasına imkân tanıdığı gibi altın fiyatlarının gerilemesine de yol açmıştır.

Altın talebi genelde, diğer yatırım araçlarına olan ilginin azalması durumunda artış kaydetmektedir. Reel faiz oranlarının negatif gelir sağladığı ve menkul kıymet borsalarına olan ilginin azaldığı dönemlerde atıl durumda bulunan fonlar altına yönelmektedir. Tersine bir durumda, yani alternatif yatırım araçlarının yüksek gelir sağladığı ve menkul kıymet piyasalarının hareketli olduğu günlerde ise altına olan yatırımcı ilgisi asgari düzeye inmektedir. Kişilere ne kâr payı ne de faiz geliri sağlayan altın, alternatif yatırım araçlarına olan ilginin artış kaydettiği dönemlerde yatırımcı ilgisini çabucak kaybedilmektedir.

BÖLÜM IX



ALTIN FİYATLARI

Herhangi bir malın arz ve talebini etkileyen en önemli faktör hiç şüphesiz o malın fiyatıdır. Alışverişe konu olan mal türü ne olursa olsun, mal alma veya mal satma isteğiyle hareket eden insanların o maldan ne miktar arz veya talep edecekleri piyasa fiyatının etkisi altında şekillenmektedir. Doğada az bulunmasına karşın oldukça geniş bir kullanım alanına sahip olan altın, tarihin hemen her evresinde insanlığının değer verdiği kıymetli madenlerin başında gelmiştir. Önceleri takı ve servet biriktirme aracı kullanılan altın, sonraları *"geçerliliği en yüksek değerli aracı"* olarak iktisat tarihindeki yerini almış, yakın geçmişte ise bir çok ülke tarafından kabul gören parasal bir sistemin en önemli ögesi haline gelmiştir.

Altın fiyatının diğer bir çok piyasa malından farklı olarak çok çeşitli içsel ve dışsal faktörlerin etkisi altında kaldığı, kıymetli metal borsalarıyla para ve sermaye piyasalarında alışveriş yapan kişiler tarafından bilindiği halde, bu piyasayı tanımayan kişiler altın fiyatları üzerinde ne gibi faktörlerin etkili olduğunu anlamada çoğu kez zorluk çekmektedir. Gerçekten de, altın fiyatının sadece ekonomik ve politik veya sadece sosyal ve kültürel faktörlerin etkisi altında kaldığını söylemek pek mümkün değildir. Gerçekte, altın fiyatı yukarı da belirtilen bu üç faktörün ortak etkisi altında şekillenmektedir. Hiç bir etkisi olmayacağı düşünülen siyasi ve politik olayların altın fiyatı üzerinde ciddi değişikliklere yol açtığına sık sık rastlanmaktadır. Altın arz ve talebi üzerinde etkili olan faktörlere geçmeden önce üretim ve tüketim yapısında meydana gelen değişiklikleri *"içsel"*, dış dünyada meydana gelen sosyal ve siyasi değişiklikleri de *"dışsal"* faktörler olarak ikili ayrıma tutmak, altın fiyatlarını etkileyen faktörleri daha kolay anlamamıza yardımcı olacaktır.

Diğer metaller veya diğer piyasa mallarında olduğu gibi altın fiyatı üzerinde etkili olan en önemli faktör hiç şüphesiz üretim maliyetidir. Altın madeninin topraktan çıkartılması, temizlenmesi ve külçe haline dönüştürülmesi büyük harcamaları gerekli kılmaktadır. Daha önceki bölümde de anlatıldığı gibi şu an için piyasa fiyatlarına oldukça yakın seviyelerde seyreden altın üretim maliyetleri, Güney Afrika Cumhuriyeti gibi büyük maden üreticisi ülkeleri ciddi sorunlarla karşı karşıya bırakmaktadır. Altın üretim maliyetinde meydana gelen artış veya azalışların, altın fiyatları üzerinde daha çok kısa vadede etkili olduğu ve maliyetlerde meydana gelen değişikliklere altın fiyatlarının hemen ayak uydurduğu göze çarpmaktadır. Altın madenlerinde çalışan işçilerin ücret artışı veya yeni sendikal haklar istemeleri, ortaya

çıkan anlaşmazlıklardan dolayı greve gitmeleri veya işi yavaşlatmaları da altın fiyatı üzerinde etkili olmaktadır. Bunlardan başka, madenlerde meydana gelen çöküntüler, su basmaları, Güney Afrika ve Rusya gibi büyük altın üreticisi ülkelerde meydana gelen ihtilal, ayaklanma ve nümayiş hareketleriyle ırkçılık ve milliyetçilik hareketleri, altın piyasalarında alışveriş yapan kişi ve kuruluşların yatırım stratejilerini gözden geçirmelerine neden olmaktadır.

Yukarıda da belirtildiği gibi bu tür hareketler altın fiyatı üzerindeki etkisini ani bir reaksiyonla hemen göstermektedir. Para ve sermaye piyasalarını diğer bir çok borsadan ayıran en büyük özellik işte bu ani fiyat reaksiyonudur. Örneğin, Güney Afrika'da patlak veren bir grev dalgası, banka kasalarında stok edilen altınların dünya piyasalarına arz edilmesine bağlı olarak gerçekte pek bir sıkıntı yaratmayacak, ancak, piyasalarda varolan psikolojik beklentilerden dolayı altın fiyatları hızla yükselecektir. Grevin sona ermesi durumunda altın arzının artacağından endişe eden kişilerin yoğun satışları sonucunda ise altın fiyatları hiç şüphesiz olması gerekenden daha yüksek oranda düşecektir. Böyle bir durum karşısında altın fiyatlarında meydana gelen ani değişikliklerin, aslında pek tutarlı bir yanı bulunmamaktadır. Grev ve diğer olaylar firmaların üretiminde tabi ki olumsuzluklara yol açmaktadır. Ancak şu da var ki; üretim için uzun bir zaman sürecine ihtiyaç duyulan maden işletmeciliğinde, bugün ortaya çıkan bir grevin gerçek etkileri altı ay hatta bir yıl sonra kendini göstermektedir.

Hisse senedi ve döviz piyasalarında yaşanan ani düşüş veya yükselişlerin, devalüasyon ve enflasyon beklentilerinin altın talebini ve dolayısıyla altın fiyatlarını direkt olarak etkileyeceği bir gerçektir. Petrol fiyatlarında görülen artış veya azalışlar, OPEC toplantılarında alınan kota kararları, petrol üreticisi ülkeler arasında çıkan anlaşmazlıklar, altın fiyatlarıyla petrol fiyatları arasında sıkı bir korelasyon bulunduğunu ortaya koymaktadır.

Buğday ve mısır gibi temel tahıl ürünlerinde beklenen hasıla artış veya azalışları, üretim ve tüketimle ilgili tahminler, altın fiyatlarının uluslararası borsalarda dalgalanmasına neden olmaktadır. Örneğin, olumsuz hava koşullarına bağlı olarak, tahıl stoklarının azalmasından endişe eden eski Rusya hükümetinin Avrupa borsalarında altın satmasına ve karşılığında tahıl almasına sık sık rastlanılmaktaydı.

Faiz oranlarının altın fiyatları üzerindeki etkisi tartışma götürmez bir gerçektir. Düşük faiz oranları altın fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır. Faiz oranlarının yükselmesi ya da diğer bir değişle alternatif yatırım araçlarının reel getirilerinin nisbi olarak yükselmesi durumunda, altına yatırım yapan kişilerin portföylerinde bulunan altınları satışı sunduğu ve getirisi daha yüksek olan alternatif yatırım araçlarına

yöneldiği bilinmektedir. Bunun en açık örneği 26 Mart 1990 tarihinde yaşanmış ve Suudi Arabistan'lı altın spekülörleri 1.2 milyar dolar değerindeki 100 ton altını dünya borsalarında paraya çevirdikten sonra yıllık %11 net gelir sağlayan İngiliz Devlet Tahvillerinden satın almışlardır.

Eski Sovyetler Birliği'nde 1986 yılında Gorbaçov tarafından başlatılan yeniden yapılanma (*glasnost*) hareketleri, Doğu ve Batı blokları arasındaki gerilimin azalmasına yol açmış ve böylece kriz ve şoklarla beslenen altın fiyatları en önemli gıdasından yoksun kalmıştır. Sovyetler Birliği'ndeki yeniden yapılanma hareketleri bu ülkenin döviz ihtiyacının artmasına neden olmuştur. Bu olayı doğrular nitelikte bazı gelişmeler 1990 Mart'ında yaşanmıştır. Sovyetler Birliği Merkez Bankası Başkanı *Victor Geraşenko*, Rusya'nın geciken dış borçlarının ödenebilmesi amacıyla kısa sürede 200 ton altın satılacağını açıklayınca, dünya piyasalarında fiyatlar hızla düşmeye başlamıştır.

Batılı ülke devlet başkanları ve maliye bakanlarınca yapılan çeşitli açıklamalar, merkez bankalarınca döviz piyasalarına yapılan müdahaleler ve hisse senedi fiyatlarında yaşanan ani düşüş veya yükselişler altın fiyatını etkileyen faktörler arasındadır. 1987 yılında New York Sermaye piyasasında yaşanan ve Kara Cuma olarak adlandırılan büyük düşüşte, *Dow Jones* endeksi 1982 yılından sonraki en büyük düşüşünü yaşamış ve buna bağlı olarak altının ons fiyatı 430 dolardan 505 dolara kadar yükselmiştir. Buna benzer bir başka durum 2 Nisan 1990 tarihinde Tokyo borsasında yaşanmış ve *Nikkei* endeksi 31.000'den 28.500'lere düşerken, altının onsu 365 dolardan 378 dolara yükselmiştir.

Altın ticaretini yapan veya altını çeşitli nedenlerden dolayı talep eden insanların ons fiyatından sonra dikkat ettikleri en önemli olay döviz kurlarıdır. Dünya borsalarında her an değişikliğe uğrayan döviz kurları, altın fiyatlarında olduğu gibi bir çok faktörün etkisi altında şekillenmektedir. ABD, Japonya, Almanya, Fransa, İtalya ve İngiltere gibi batılı sanayileşmiş ülkelerin kendi ekonomilerine ilişkin açıklamaları, dış ticaret verileri, ödemeler bilançosu, işsizlik ve enflasyon rakamları döviz fiyatlarını, döviz fiyatlarındaki değişiklikler de altın talebini ve dolayısıyla altın fiyatlarını direkt olarak etkilemektedir.

1. ALTIN FİYATLARINA GENEL BİR BAKIŞ

Altın fiyatlarının analiz edilmesi sırasında ortaya çıkan en önemli sorun, incelemeye konu olan altın fiyatlarının sabit olmaması ve gün içerisinde yüzlerce hatta binlerce defa değişmesidir. Tüm dünyada, altın fiyatıyla ilgili analizler yapılırken bu olumsuzluğu gidermek ve belli bir zaman periyodu içerisinde altın fiyatlarının genel seyrini takip edebilmek amacıyla Londra borsasında günde iki defa belirlenen *Fixing* fiyatları esas alınmaktadır.

Kitabın başında da belirtildiği gibi, *Bretton Woods* sisteminin özünden dolayı 1944-1973 yılları arasında dalgalanmasına sınırlı olarak izin verilen altın fiyatları, gerek *Bretton Woods* sisteminin yıkılmasından gerekse tüm dünyada var olan yüksek enflasyondan dolayı 1973 yılından itibaren hızla yükselmeye başlamıştır. 1974 yılında patlak veren Petrol Krizi altın fiyatlarının yükselmesinde etkili olurken, esas yükseliş 1979 yılında başlamış ve 1978 yılında cari fiyatlarla 193 dolar olan ortalama ons fiyatı 1979'da 306 dolara, 1980'de de 612 dolara yükselmiştir. Altın fiyatlarının 850 dolara fırladığı 1980 yılı, fiyatların gelecekteki seyrini etkilemesi bakımından özel bir öneme sahiptir.

Bazı istisnalar dışında 1974 yılından beri istikrarlı olarak yükselen altın fiyatları, bu piyasada alışveriş yapan yatırımcı ve spekülâtör sayısının inanılmayacak derecede artmasına yol açmıştır. Alışveriş yapan kişi sayısının çoğalması piyasa derinliğini artırırken, altın fiyatlarının hızla yükselmesi başka piyasalarda alışveriş yapan kişilerin de altın piyasasına gelmesine neden olmuştur. İnsanları altın almaya yönelten en önemli faktör hiç şüphesiz ekonomik ortamdır. Doğu ve Batı blokları arasında çekişmelerin hüküm sürdüğü, Ortadoğu'da savaşların başladığı, petrol fiyatlarının ve enflasyonun yükselmeye başladığı, faiz oranlarının reel olarak negatif gelir sağladığı ve sermaye piyasalarının günümüzdeki kadar gelişmediği 1970-80 arası dönem, kişilerin altına olan ilgisinin artması için gerekli ortamı fazlasıyla sağlamıştır.

a) Cari ve Reel Altın Fiyatları

Cari fiyatlara bakarak altın fiyatlarının ne oranda arttığını veya azaldığını incelemek, ABD dolarının alım gücünde meydana gelen değişikliklerin dikkate alınmamasından dolayı yapılan analizlerin güvenilirliğine çoğu zaman gölge düşürmektedir. 1970 yılında 35.94 dolar olan ortalama ons fiyatının 1991'de 362.26 dolara yükseldiğini gören bir kişinin bu konuyla ilgili olarak vardığı ilk sonuç, altın fiyatının 21 yıl içerisinde 10 kat arttığıdır. Aslında gerçek hiç de görüldüğü gibi değildir. Amerikan Doları karşılığında altın alan kişilerin, ellerindeki paraları altına değil de sabit getirili menkul kıymetlere yatırmaları durumunda elde edecekleri faiz

CARİ ALTIN FİYATLARI (1970-91)

Yıllar	En Düşük \$/Ons	En Yüksek \$/Ons	Ortalama \$/Ons
1970	35.12	42.60	35.94
1971	37.2	43.98	40.80
1972	43.72	7000	58.16
1973	63.90	127.00	97.33
1974	114.75	197.50	159.25
1975	128.75	186.25	161.03
1976	103.50	140.35	124.82
1977	129.40	168.15	147.72
1978	166.30	243.65	193.24
1979	216.55	524.00	306.67
1980	474.00	850.00	612.74
1981	391.25	599.25	459.75
1982	296.75	488.50	375.80
1983	374.25	511.50	424.12
1984	303.25	406.85	360.36
1985	284.25	340.90	317.18
1986	326.00	442.75	367.94
1987	390.00	502.75	446.07
1988	389.05	485.30	436.77
1989	355.75	417.15	380.79
1990	344.85	423.75	383.59
1991	344.25	403.00	362.26

REEL ALTIN FİYATLARI (1970-91)

Yıllar	En Düşük \$/Ons	En Yüksek \$/Ons	Ortalama \$/Ons
1970	120.06	145.55	122.79
1971	122.25	144.07	133.65
1972	138.77	222.18	184.60
1973	191.20	38.02	291.24
1974	309.84	533.28	430.00
1975	319.00	461.47	398.98
1976	242.89	329.37	292.92
1977	285.35	370.80	325.75
1978	341.46	500.28	396.77
1979	400.72	969.66	567.49
1980	775.46	1390.60	1002.44
1981	581.71	890.96	683.55
1982	416.60	685.80	527.58
1983	509.65	696.56	577.56
1984	396.62	523.11	471.30
1985	359.49	431.13	401.13
1986	404.82	549.80	456.90
1987	468.00	603.30	535.28
1988	449.35	560.52	504.46
1989	392.74	444.93	402.76
1991	344.25	403.00	362.26

Kaynak: GFMS Ltd., Gold 1992

gelirinin, 1970-91 yılları arasındaki cari faiz oranları gözönünde bulundurularak hesaplanması sonucunda ortaya çok ilginç sonuçlar çıkmaktadır. Örneğin; 1970 yılında 35.94 dolardan altın alan kişinin, bu altın için ödediği para 1991 yılı fiyatlarıyla 122.79 dolara karşılık gelmektedir.

Ons fiyatının 1980 yılı başlarında 850 dolara kadar yükseldiği, altın ticaretiyle uğraşan bir çok kişi tarafından bilinmektedir. Bir ons altın için 1980 yılında 850 dolar para ödeyen kişinin bu mal için ödediği para 1991 yılı fiyatlarıyla 1390.60 dolara karşılık gelmektedir.

1988 yılının ortalarına kadar altını en iyi yatırım ve korunma aracı olarak gören insanların büyük çoğunluğu aynı duyguları içinde bulunduğumuz 90'lı yıllarda pek paylaşamamaktadır. Altını spekülatif bir yatırım aracı olarak kabul eden ve bu piyasada alışveriş yapan bir çok kişinin, soğuk savaş döneminin ve süper güçler arasındaki çekişmelerin sona erdiği 1990 yılında bu piyasayı terketmeye başladığı bilinmektedir. Körfez Krizi sırasında piyasada alışveriş yapan spekülâtör ve yatırımcı sayısının geçmiş yıllara göre oldukça azaldığı açıkça görülmüştür. Ortadoğu'yu hatta tüm dünyayı etkisi altına alan büyük bir olay karşısında dahi altın fiyatlarında beklenen yükseliş gerçekleşmemiş, aksine savaşın bitmesiyle birlikte fiyatlar hızla düşmeye başlamıştır. 1990 yılında patlak veren Körfez Krizinin altın fiyatları üzerinde yarattığı olumsuz etkilerin gözden uzak tutulmaması gerekmektedir.

1974-80 arası dönemde altın fiyatlarının sürekli olarak yükseldiğini görerek altın taleplerini artıran binlerce kişi, fiyatların düşmeye başlaması üzerine portföylerinde bulunan altınları satmamış ve fiyatların tekrardan yükselişe geçeceği günü beklemeye başlamışlardır. Paralarını yüksek fiyatlardan altına bağlayan bu kişiler, Körfez Krizinin patlak verdiği 1990 yılında da altın fiyatlarının yükselmediğini görünce, ellerindeki altınları satmaya başlamış ve sonuçta altın fiyatları yeni bir düşüş trendine girmiştir. Fiyatların bu denli düşmesinin bir diğer nedeni ise hiç şüphesiz, Körfez Krizinin tüm dünyada yarattığı ekonomik durgunluktur.

Yaklaşık 12 yıldan beri sürekli olarak değer kaybeden altın fiyatları, piyasanın durgunlaşmasına ve fiyat değişim yüzdelerinin giderek azalmasına neden olmuştur. Altın fiyatlarının %2.5'dan daha yüksek oranda artış veya azalış kaydettiği gün sayısı, 1980 yılından beri sürekli olarak azalmaktadır. Şöyleki, 1980 yılı içerisinde altın fiyatlarının %2.5'dan daha yüksek oranda artıp azaldığı gün sayısı 77 olurken, altın fiyatlarının düşmesi ve piyasaların durgunlaşması üzerine bu rakam 1985'de 10'a, 1991'de ise ikiye gerilemiştir.

1980-1991 yılları arasında gerçekleşen yüksek oranlı fiyat düşüşleriyle, fiyat yükselişlerinin sayısı aşağıdaki tabloda görüldüğü gibidir;

FIYAT HAREKETLERİ (*)

Yıllar	Fiyatların Düştüğü Gün Sayısı Fiyat Düşüşleri			Fiyatların Yükseldiği Gün Sayısı Fiyat Yükselişleri			Toplam Gün Sayısı
	%2.5-5	%5-7.5	%7.5-(+)	%2.5-5	%5-7.5	%7.5-(+)	
1980	30	7	5	21	7	7	77
1981	21	1	1	10	1	1	35
1982	16	2	--	18	5	2	43
1983	7	1	1	5	--	--	14
1984	5	1	--	3	--	--	9
1985	2	1	--	6	--	1	10
1986	4	--	--	8	--	1	13
1987	4	--	--	5	--	--	9
1988	3	--	--	1	--	--	4
1989	--	--	--	2	--	--	2
1990	4	1	--	5	--	--	10
1991	1	1	--	--	--	--	2

(*)Fiyatların %2.5'dan daha yüksek oranda artıp azaldığı gün sayısı.

Altın fiyatlarındaki düşüşün altın talebini olumsuz şekilde etkilediği, piyasanın durgunlaşmasına ve piyasada alışveriş yapan kişi sayısının azalmasına neden olduğu bilinmektedir. Bu durumu en açık şekilde vadeli piyasalarda gerçekleşen kontrat sayısı ile, alışverişe konu olan altın miktarı üzerinde görebilmek mümkündür. Örneğin, ortalama altın fiyatının 612.74 dolar gerçekleştiği 1980 yılında, 11.064.000 adet vadeli altın kontratıyla 33.482 ton külçe altın vadeli altın işlemlerine konu olurken, altın fiyatlarının 317.18 dolara gerilediği 1985 yılında 8.522.000 adet vadeli altın kontratı ile 24.993 ton külçe altın alınıp satılmıştır.

Altın fiyatlarının sonraki yıllarda tekrardan yükselişe geçmesi vadeli piyasalarda alışveriş işlemlerine konu olan altın miktarının tekrardan artmasına neden olmuş ve ortalama ons fiyatının 446.07 dolara yükseldiği 1987 yılında, 12.863.000 adet vadeli altın kontratıyla 35.115 ton külçe altın el değiştirmiştir. Altın fiyatlarının gerileme kaydettiği 1991 yılında ise durum yine tersine dönmüş ve kontrat miktarı 11.393.000 adete düşerken, alışverişe konu olan külçe altın miktarı da 25.759 tona gerilemiştir.

2. VADELİ PİYASALARDA ALTIN FİYATLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Sınırlı üretim hacmine karşılık birçok yerde kullanılan altın, gerek finansal bir araç gerekse endüstriyel bir mal olmasından dolayı diğer piyasa mallarından farklı özelliklere sahiptir. Üretim miktarındaki düşüslere rağmen yükselmeyen altın fiyatlarına veya hızla artan altın üretimine karşın değer kaybeden altın fiyatlarına sık sık rastlanmaktadır. Hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlerin, piyasa içinde veya piyasa dışında bulunan alternatif yatırım araçlarının getirilerine sıkı sıkıya bağlı olduğu bilinmektedir. Ancak, alternatif yatırım araçlarının dönem içindeki getirilerine bakarak altın fiyatlarının düşeceğinden veya yükseleceğinden bahsetmek pek doğru bir davranış değildir. Çünkü, herhangi bir andaki altın fiyatı aslında ekonomik, sosyal, siyasi ve kültürel birçok olayın etkisi altında şekillenen belli bir oluşumu yansıtmaktadır. (70)

Hükümetlerin altın piyasasındaki rolleri, altın fiyatının belirlenmesini daha da karmaşık hale sokmaktadır. Binlerce yıldan beri yeryüzüne çıkartılan altınların önemli bir bölümü rezerv amacıyla hükümet kasalarında saklanmaktadır. Bir devletin büyük miktarda altın alma ya da satma kararı (*ki bu karar, genellikle ülke içindeki ekonomik gelişmelerin etkisi altında şekillenmektedir*) uluslararası borsalarda altın fiyatlarının dalgalanmasına neden olmaktadır.

Tüm bu güçlüklerle rağmen ekonomik, politik ve siyasi olayların etkisi altında kalan altın fiyatlarını analiz etmek yine de imkânsız değildir. Altın fiyatını etkileyen faktörlerin değerlendirilmesi duyarlı bir yaklaşımı zorunlu kılmaktadır. Genelde, analistlerin birçoğu altın fiyatında görülen hareketleri tek bir faktöre bağlamaktadır. Bu faktör, ya daha büyük bir piyasanın dinamiği ya da öncelikli bir faktörün dolaylı etkisiyle yakından ilgilidir. Örneğin birçok yatırımcı altın fiyatı ile enflasyon arasında direkt ilişki olduğuna inanmaktadır. Ancak enflasyon, altın fiyatları üzerinde önemli bir etken olmakla birlikte hiç bir zaman reel faiz hadleri ve doların değeri kadar etkili olmamaktadır.

Yüksek bir hareketlilik gösteren altın fiyatlarının arkasında yatan dolaylı ve dolaysız etkenleri incelemeye geçmeden önce, altın fiyatlarının yakın tarih boyunca sabit tutulduğunu belirtmekte fayda vardır. Altın fiyatı ABD'de 1834 yılında gerçekleştirilen resmi dolar devalüasyonu bir yana bırakılırsa 1792'den 1933 yılına kadar hemen hemen hiç değişmemiştir. Aynı şekilde, altın standardını uygulayan ilk ülke konumundaki İngiltere'de de altının fiyatı 1717'den 1930 yılına kadar neredeyse hiç değişmemiştir. (71)

(70) Robert Beale, "Trade in Gold Futures", Nichols Publishing Co., New York, 1985.

(71) Roy Jastram, "The Golden Constant", John Wiley & Sons, New York, 1977.

Altın fiyatlarını etkileyen faktörler önem sırasına göre aşağıdaki gibidir;

a) Fiziksel Altın Arz ve Talebi

Altını diğer mallardan ayıran en önemli özelliklerinden birisi arz ve talebindeki çok çeşitliliğidir. Altın arzının sadece maden üretiminden kaynaklandığını söylemek nasıl mümkün değilse, altın talebinin sadece mücevherat endüstrisinden kaynaklandığını söylemek de mümkün değildir. Maden üretimi yanında komünist ülke satışları, resmi sektör satışları ve hurda altın arzı gibi diğer değişkenleri de içine alan toplam altın arzı, 80'li yılların başından itibaren gerileme kaydeden altın fiyatlarına rağmen giderek artmaktadır. Mücevherat yapımında, elektronik endüstrisinde, dişçilikte, altın para ve madalyon basımı ile diğer sanayi dallarında yoğun kullanıma sahne olan altının talebi, düşük kalan altın fiyatlarının etkisiyle istikrarlı olarak artmaktadır. Gerek arz gerekse talep yönünden çoklu bileşenlere sahip olan altın metali, uluslararası altın borsalarında alınıp satılırken tüm bu bileşenlerin ferdi etkilerinden uzak kalamamaktadır. Örneğin, altın fiyatlarının düşüş trendine girmesi yatırımcılardan kaynaklanan altın talebinin düşmesine neden olurken, gerek mücevherat yapımında gerekse diğer sektörlerde kullanılan altın miktarının artış kaydetmesine neden olabilmektedir. Fiziksel altın arz ve talebine neden olan bu tür içsel faktörlerin yanısıra, enflasyon ve faiz hadleri gibi dışsal faktörlerin de altın fiyatları üzerinde etkili olduğu tartışma götürmez bir gerçektir.

Sonuç olarak, altın fiyatları üzerinde etkili olan faktörleri tam olarak belirlemek imkânsızdır. Spot ve vadeli altın borsalarında yaşanan fiyat hareketlerini belirli bir sebebe bağlamak çoğu zaman kolay değildir. Bazı durumlarda rahatlıkla konulabilen teşhisler, bazı durumlarda tecrübeli borsacıları dahi yanılgılara düşürebilmektedir.

Bazı araştırmacılar altın piyasasının mal ağırlıklı görünümünü gözden kaçırmakta ve yatırım amaçlı altın talebinin altın fiyatını yönlendiren en önemli faktör olduğunu ileri sürmektedirler. Altın fiyatını etkileyen faktörleri analiz etmek için belli bir dönemdeki altın arzının tam olarak hesaplanması gerekmektedir. Bu tür bir hesaplamada; üretilen altın miktarı, tekrardan kullanıma giren hurda altın miktarı, resmi sektör satışları ve komünist ülke satışları gibi değişkenlerin yer alması gerekmektedir.

Altın arzı yaratan en değişken unsurun devlet satışları olduğu ve bu ülkelerin başında da Rusya'nın geldiği bilinmektedir. Rusya'nın yıl içerisinde dünya piyasalarına ne kadar altın arz edeceği; ülkesinin döviz ihtiyacına, hava şartlarına, tarımsal üretim rekoltesine ve Batı ülkelerinden ithal edeceği tahıl miktarına bağlıdır. Ancak şu da var ki; Rusya'nın altın piyasasına ilişkin hareketlerini tahmin etmek son derece güçtür.

Altın arzının belirlenmesinden sonraki adım endüstriyel amaçlı altın talebinin tespit edilmesidir. Dünyada bir yıl içerisinde ne kadar altın tüketildiği dünya çapındaki ekonomik büyüme istatistiklerinin üstünkörü incelenmesi veya altın tüketiminde söz sahibi olan ülke piyasalarının detaylı olarak incelenmesiyle mümkün olabilmektedir. Piyasaların tek tek incelenmesi sonuçların doğru çıkması açısından tercih edilmekle birlikte, birçok değişkenin tahmin edilmesi gibi yeni bir güçlüğü de beraberinde getirdiğinden pek kabul görmemektedir. İmalat sanayinde kullanılan altın miktarını tespit etmenin en iyi yolu, mücevherat imalatçıları ve diğer endüstriyel kullanıcılar tarafından talep edilen altın miktarını belirlemektir.

Mücevherat imalatçılarının ve diğer endüstriyel kullanıcıların altın talebi ile ekonomik büyüme hızı ve genel refah düzeyi arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunduğu halde, altın fiyatı arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Altın fiyatının artış kaydettiği dönemlerde, mücevherat imalatçıları ile diğer kullanıcıların (*dişçilik, elektronik endüstri vs.*) altın taleplerini azalttıkları veya yeni alternatifler aradıkları bilinmektedir. Bu iki talep kaynağı arasında göze çarpan en önemli fark; mücevherat sektörü altın talebi yıldan yıla büyük farklılıklar gösterirken, endüstriyel sektör altın talebinin genelde istikrarlı bir seyir takip etmesidir. Altın talebinin tam olarak izah edilebilmesi için Avrupa, ABD, Japonya, Hindistan, Türkiye, Suudi Arabistan, Brezilya, Taiwan, Hong Kong ve Singapur'da bulunan yerel pazarların incelenmesi gerekmektedir. Bu ülkelerde altın talebini etkileyen faktörlerin başında; altının o ülke parası cinsinden yerel fiyatı, ülkenin ekonomik büyüme hızı ve kişilerin genel refah düzeyi gibi temel konular gelmektedir.

İmalat sanayinde karşımıza çıkan en değişken talep unsuru resmi altın para basımıdır. Altın para basılan birçok ülkede insanlar şu veya bu nedenle altın para taleplerini aniden artırabilmekte, kısa bir süre sonra yine aynı şekilde aniden kesebilmekte ve sonuçta bu durum altın fiyatı üzerinde güçlü bir etki yaratabilmektedir. Bu olayı, en açık şekliyle Türkiye'de görebilmek mümkündür. Örneğin, genel seçim dönemlerinde Ata Lirasının işçiliği talebin artmasıyla birlikte, hızla yükselmekte, seçimlerden hemen sonra ise talebin azalmasına bağlı olarak tekrardan gerilemektedir.

b) Yatırım Amaçlı Altın Talebi

Herhangi bir dönem için; toplam altın arzı ile endüstriyel amaçlı altın talebi arasındaki farkın tam olarak belirlenmesi yatırıma müsait altın miktarını tespit edebilmemize imkân tanımaktadır. Altın fiyatlarında gün içinde meydana gelen değişiklikler çoğunlukla yatırımcıların altın talebinden kaynaklanmaktadır. Daha önceki bölümde de belirtildiği gibi yatırım talebi, toplam arzdan imalat sektörü talebi

ile hükümet alış ve satışlarının çıkartılması sonucunda bulunmaktadır. Altın fiyatının herhangi bir dönemdeki en kritik belirleyicisi, yatırımcıların altına sahip olma istekleridir. Altına olan yatırımcı ilgisinin artması boğa piyasasının şartlarını, yatırımcı ilgisinin azalması ise ayı piyasasının şartlarını oluşturmaktadır. Daha önce de belirtildiği gibi yatırımcıların altına olan ilgisi; altın fiyatı, reel faiz hadleri, ekonomik büyüme hızı, döviz kurları, uluslararası politik tansiyon, ekonominin içinde bulunduğu genel durum ve alternatif yatırım araçlarının getirileri gibi faktörlerden etkilenmektedir. Şimdi, altın talebini etkileyen temel faktörleri sırasıyla inceleyelim;

1. Spot Altın Fiyatı

Altın talebini etkileyen faktörlerin başında gelen fiyat, diğer tüm mallarda olduğu gibi altın arz ve talebi üzerinde de etkili olmaktadır. Geleneksel altın talebi bir yana bırakılırsa, yatırımcılardan kaynaklanan altın talebi ile altın fiyatı arasında çok sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Geçmiş yıllara ait rakamsal veriler, altın fiyatı ile talep arasında sıkı bir korelasyon bulunduğunu gözler önüne sermektedir. Altın fiyatlarının yükselmesi sonucunda ortaya çıkan talep artışı, fiyatların düşmesi durumunda yerini talep düşüklüğüne bırakmaktadır. Yatırımcılar belli bir noktaya kadar herhangi bir mal piyasasında nasıl davranıyorlarsa altın piyasasında da o şekilde davranmakta ve ucuz fiyata aldıkları altınları yüksek fiyattan satarak bu işleminden kazanç sağlamayı arzulamaktadırlar. Altın fiyatları konusunda tahminde bulunacak kişilerin, fiyatların destek ve direnç noktalarına yaklaşmasıyla birlikte yatırımcı tepkisini dikkatle analiz etmeleri gerekmektedir.

Altın yatırımcılarının birçoğu, fiyatların yükselme trendine girdiği veya belirgin derecede artış kaydettiği dönemlerde mal alımlarını artırırken, fiyatların çok düşük kaldığı dönemlerde mal satmaya başlamaktadırlar. Düşen veya yükselen altın fiyatları karşısında yatırımcıların nasıl hareket ettiği yapılan araştırmalar sonucunda az veya çok tespit edilmiştir. Üç ana reaksiyonun belirlendiği bu hareket tarzında, altın fiyatlarının düşük kaldığı dönemlerde mal alımına yanaşmayan yatırımcılar, fiyatların yükselişe geçmesiyle birlikte altın taleplerini artırmaya başlamaktadır. Bu olay gerçekleşirken yatırımcıların büyük bölümü fiyatların daha da yükseleceğine inanarak satış yapmamakta ve en iyi fiyatı yakalamak için beklemektedirler. Bu tür bir beklenti içine giren yatırımcılar, düşüş trendine girilmiş olmasına rağmen fiyatların kısa zamanda tekrardan yükseleceğini tahmin ettiklerinden mallarını satışa sunmamakta, düşüşün devam ettiği ve fiyatların tabana yapıştığı dönemlerde ise yükselme ihtimalinin ortadan kalktığına inanarak ellerindeki malları satışa sunmaktadırlar.

Kişilerin düşüş ve yükseliş trendleri boyunca gerekli şekilde hareket etmemeleri, kârlı pozisyonlarını uzun süre korumaları ve kayıplarını en kısa zamanda sona erdirmemeleri, yatırım ve endüstriyel amaçlı altın talebinde bazı sapmalara neden olabilmektedir. Bilindiği gibi, altın fiyatlarının artması durumunda endüstriyel altın talebi düşerken, yatırımcılardan kaynaklanan altın talebi artış kaydetmektedir. Altın fiyatlarının düşüş kaydetmesi durumunda ise; endüstriyel altın talebinde pozitif yönlü kıpırdanmalar başlarken, yatırımcıların altın talebinde duraklama görülmektedir. Örneğin, altın fiyatlarının yükseliş trendine girdiği 1979 yılında endüstriyel altın talebi 1.596 tondan 1.315 tona gerilemiş, bunun yanısıra yatırımcıların altın talebi 155 tondan 339 tona fırlamıştır. Altın fiyatlarının zirveye ulaştığı ve tekrardan düşmeye başladığı 1980 yılında ise, hem yatırımcıların altın talebinde hem de endüstriyel kullanıcıların altın talebinde düşme gözlenmiştir. 1980 yılında 943 ton olan endüstriyel altın talebi 1981 yılında 1.237 tona, 1982'de de 1.300 tona fırlamış, bunun aksine yatırımcılardan kaynaklanan altın talebinde böyle bir yükseliş yaşanmamıştır.

Aynı türden bir diğer olgu, altın fiyatlarının yılın ilk çeyreğinde 515 dolara yükseldiği 1983 yılında da yaşanmıştır. Bu dönemde, yüksek fiyatlara tepki olarak endüstriyel altın talebi 1,254 tona gerilerken, altın fiyatlarının 1979-80 yıllarında olduğu gibi tekrardan atağa geçtiğini zanneden Avrupalı ve Kuzey Amerikalı yatırımcılar, 1982'de 163 ton altın satarken, 1983'de 347 ton altın talep etmişlerdir. Bilindiği gibi, altın fiyatları 1983 yılının ikinci çeyreğinden itibaren tekrardan düşmeye başlamış ve bu durum karşısında altın yatırımcılarının birçoğu zararla karşılaşmıştır. Açıkça görüldüğü gibi, birçok mal piyasasında olduğu gibi altın piyasasında da, yatırımcıların büyük kısmı düşük fiyattan mal alıp yüksek fiyattan satma konusunda pek başarılı değillerdir. Bilinen bir diğer nokta da, altın yatırımındaki asıl hareketin altın fiyatlarındaki düşüş ve yükselişlere bağlı olduğudur. Altın fiyatlarının hızla yükseldiği 1979-80 yılları yatırım amaçlı altın talebinin arttığı yıllar olarak bilinirken, fiyatların düştüğü 1981-82 yılları ise yatırım amaçlı altın talebinin düşüş kaydettiği yıllar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Aslında bu olay tavuk ile yumurta arasındaki ilişkiden pek farklı değildir. Acaba altın fiyatları mı yatırım amaçlı altın talebini etkiliyor, yoksa yatırım amaçlı altın talebi mi altın fiyatlarını etkiliyor? Fiyatlar mı daha etkili yoksa yatırımcıların davranışı mı? Bu sorulara cevap vermek oldukça güçtür. Yatırımcılar kendi yatırım hedeflerine ve algıladıkları ekonomik ortama bağlı olarak değişik nedenlerle altın alıp satarken, yaptıkları her işlemden dolayı yeni bir fiyat reaksiyonuna neden olmaktadır. Altın fiyatını etkileyen en önemli faktörlerden bir diğeri, yatırımcıların piyasaya olan güven ve yaklaşımları ile alışveriş işlemine konu olan altın miktarının büyüklüğüdür. Yatırımcıların altına sahip olma istekleri ağır bastıkça, altın fiyatlarının yükselmesi

daha da kolaylaşmaktadır. İşleme konu olan altın miktarının büyüklüğüne gelince, 10-15 kontrat büyüklüğündeki alışveriş işlemlerinin yarattığı fiyat reaksiyonu ile, 500-600 kontratlık alışveriş işlemlerinin yarattığı fiyat reaksiyonu arasında çok büyük farklılıklar bulunmaktadır.

Diğer yandan hızla değişen altın fiyatları, ülke ekonomisinde meydana gelen değişimlerin en iyi göstergesidir. Altın piyasalarındaki hareketliliğe ve hızlı fiyat değişimlerine bakarak, yatırımcıların ekonomik çevreyi algılayabilmesi ve değişen şartlar doğrultusunda yatırım kararlarında değişikliklere gidebilmesi mümkün olabilmektedir. Örneğin, yüksek enflasyonun habercisi olarak algılanan fiyat artışları altın talebinin artmasına neden olurken, enflasyon oranının düşmeye başladığına işaret çeken fiyat düşüşleri ise altın talebinin azalmasına neden olabilmektedir. (72)

ii. Enflasyon

Altın fiyatını ve dolayısıyla altın talebini etkileyen bir diğer faktör, özellikle sanayileşmiş batı ülkelerinde söz konusu olan yüksek veya düşük enflasyon oranlarıdır. Altın fiyatıyla enflasyon oranı arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. ABD ve Avrupa ülkelerinde 1974 yılında yaşanan petrol krizinin etkisiyle artmaya başlayan fiyatlar genel seviyesi, altın fiyatlarının 1979-80 yılları arasında yükselmesine neden olan en önemli faktör durumundadır. Altın fiyatının 1980 yılında 852 dolara yükseldikten sonra düşmeye başlaması bazı analistler tarafından "*piyasa soluklanıyor*" şeklinde yorumlanmışsa da, fiyatların düşmesindeki asıl sebep, 80'lerin ikinci yarısından itibaren ABD'de gerilemeye başlayan enflasyon oranıdır.

Altın fiyatları ile enflasyon oranı arasında sıkı bir ilişki bulunmasına rağmen, bu ilişkinin zayıflayabileceği veya bazen kopabileceği ihtimali de göz ardı edilmemelidir. Çünkü, altın fiyatları son 300 yıldan beri genelde sabit tutulmuştur. Altın fiyatı sabit tutulurken; enflasyonun artması altının alım gücünü düşürmekte, enflasyon oranının gerilemesi ise altının alım gücünün artmasına neden olmaktadır. Bunun en büyük nedeni, sabit kur sistemi örneğinde olduğu gibi ons fiyatının devletler ve hükümetler tarafından belirlenen sabit bir fiyat düzeyinde (*1 Ons = 35 Dolar gibi*) uzun süre tutulmasıdır.

Altının alım gücüyle piyasa değeri arasındaki ayırımı çok dikkat edilmesi gerekmektedir. Sabit fiyat ortamında altın değerinin enflasyonla ters orantılı olarak hareket edeceği açıktır. Bu durumda, altının değeri ya da diğer bir ifade ile altının alım gücü

(72) Kevin Commins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.103

enflasyonda meydana gelen iniş ve çıkışlara bağlı olarak değişebilmektedir. Enflasyon oranının yükselmesi durumunda altının alım gücü düşmekte, enflasyon oranının düşmesi durumunda ise altının alım gücü yükselmektedir.

Roy Jastram, 1976 yılında basılan "*The Golden Constant*" isimli kitabında geçmiş devirlere ait tarihsel verileri incelemiş ve sabit fiyat sisteminin uygulandığı son 300 yıl içerisinde altının alım gücünün pek değişmediğini tesbit etmiştir. 1650 ile 1930 yılları arasında ABD ve İngiltere'de geçerli olan altın fiyatları ile tüketici fiyatlarını karşılaştıran R. Jastram, bu araştırması sonucunda bir ons altın ile 1650 yılında ne alınabiliyorsa 1930 yılında da aynı miktar mal alınabildiğini tespit etmiştir. Tüketici fiyatları, sabit fiyat ortamında sabit tutulan altın fiyatına doğru yönelme eğilimi göstermektedir. Tüketici fiyatları altının alım gücünü azaltacak veya artıracak şekilde kısa vadede aşağı veya yukarı doğru oynamakla birlikte, uzun vade de görece olarak sabit kalmaktadır. (73)

Jastram'a göre tüketici fiyatları, altın fiyatının sabit tutulması durumunda altının zaman içindeki satın alma gücünü korumakta ve sabit tutulan altın fiyatına doğru yönelmektedir. Altın fiyatının dalgalı yani serbest bir seyir takip etmesi durumunda ise; diğer mal fiyatlarının altın fiyatı etrafında dönmesi ve dalgalı altın fiyatına yönelmesi kısa vadede mümkün olmamaktadır. Dengenin kısa vadede ortaya çıkmamasının en önemli nedeni, diğer tüm mal ve hizmet fiyatlarında olduğu gibi altın fiyatlarının da arz ve talep şartları doğrultusunda dalgalı bir seyir takip etmesidir. Buna rağmen tarihsel veriler, altının alım gücünün sabit fiyat ortamında olduğu gibi serbest dalgalanan fiyat ortamında da pek değişmediğini ortaya koymaktadır. Sabit fiyat ortamında altın fiyatlarına doğru yönelen tüketici fiyatları, dalgalı fiyat ortamında tersi bir hâl almakta ve altın fiyatları tüketici fiyatlarına doğru yönelmektedir. Altın fiyatlarının serbest bırakıldığı piyasa ortamında, enflasyon oranının artmasına bağlı olarak, yüksek enflasyonu telafi etmek amacıyla altın fiyatlarının yükselişe geçtiği, düşük enflasyon dönemlerinde ise alım gücü yüksek kalan altın fiyatlarının düşüşe geçtiği bilinmektedir. Sonuç olarak gerek dalgalı gerekse sabit fiyat sistemlerinde altının alım gücü değişmemektedir.

Dalgalı fiyat sistemi ile enflasyon arasındaki ilişkiyi en açık şekilde 1975 yılından sonra görebilmek mümkündür. Altın fiyatlarının yükseldiği 1975 sonrası ile düşüşe geçtiği 1980 sonrasında göze çarpan tek ortak nokta, enflasyon oranının da aynı yönde hareket ettiği ve ikisi arasındaki ilişkinin göz ardı edilemeyecek kadar güçlü olduğudur.

(73) Roy Jastram, "*The Golden Constant*", John Wiley & Sons, New York, 1977.

Altın fiyatlarının dalgalanmaya bırakıldığı 70'li yılların başlarında, altın fiyatı üçe katlanıp ons başına 150 doların üstüne çıkarken, tüketici fiyat endeksi de %2.5'lardan % 10'lara sıçramıştır. İlk bakışta altın fiyatındaki artış ile tüketici fiyat endeksi arasındaki artışın dengesiz olduğu göze çarpmaktaysa da, altın fiyatının 30 yıl boyunca sabit tutulduğu unutulmamalıdır. Dolayısıyla altın fiyatındaki artış yalnızca 70'li yılların başındaki enflasyonu değil, aynı zamanda geçmiş 30 yılın enflasyonu ile Vietnam savaşının yol açtığı enflasyonist baskıları da yansıtmaktadır. Fiyatlarının serbest bırakılmasına bağlı olarak 70'li yılların başında yükselişe geçen altın fiyatları, Amerikan Tüketici Fiyat Endeksinin (CPI) gerileme trendine girmesiyle birlikte 1975 yılında bir miktar değer kaybetmiştir. Bu düşüş fazla uzun sürmemiş ve 1977 yılında dünya ülkelerinin tümünü etkisi altına alan Petrol Krizinin etkisiyle gerek Amerikan Tüketici Fiyat Endeksi gerekse altın fiyatları tekrardan yükselişe geçmiştir.

Bu dönemdeki verilerin daha yakından incelenmesi altın fiyatının tüketici fiyat endeksinden çok, tüketici fiyat endeksinde meydana gelen artış ve azalışlar ile bu yöndeki beklentilerden etkilendiğini ortaya koymaktadır. Buna göre, tüketici fiyat endeksinin çıkış hızı arttığında altın fiyatları yükselmekte, endeks çıkış hızının gerilemesi durumunda ise altın fiyatları düşmektedir. Örneğin, Ocak ayı enflasyon rakamının %0.5 çıkması durumunda artan altın fiyatları, Mart ayı rakamının %0.4 çıkması durumunda düşmeye başlamaktadır. Günümüzde yatırımcıların birçoğu yüksek enflasyon dönemlerinde diğer yatırım araçlarıyla mukayese edildiğinde altının kendi değerini daha iyi koruduğuna inanmaktadır. Yoğun yatırımcı ilgisinden dolayı altının fiyatı, enflasyon oranından daha yüksek oranda artabilmektedir. Gerçekten de boğa piyasasının varolduğu 70'li yılların sonlarında altının alım gücü enflasyonu fazlasıyla geçmiştir. Bu durumun tam tersi ise 1980 yılında kendini göstermiştir. Enflasyonun çıkış hızının azaldığı dönemlerde yatırımcıların altına olan ilgisi hızla azalırken, enflasyon yükselmeye devam etmekte ve altın fiyatında reel olarak belirgin bir düşüş göze çarpmaktadır.

Ancak tüm bunlara rağmen, altın fiyatı ile tüketici fiyat endeksi arasında bazı uyumsuzluklar bulunduğunu ve bu ikilinin bazı zamanlar uyum içinde hareket etmediğini de burada belirtmekte yarar vardır. 1988 yılı başlarında ABD'de artmaya başlayan enflasyon, *Federal Reserve Bank*'ın sıkı para politikası uygulamasına ve faiz oranlarını yükseltmesine neden olmuştur. Enflasyonun düşürülmesine yönelik bu uygulamanın kısa zamanda etkisini göstermesi tabii ki mümkün değildir. Bu kararın bir sonucu olarak enflasyon bir süre daha yüksek seyretmiş ancak, *Federal Reserve Bank*'ın enflasyonu düşürme konusundaki kararlılığına inanan piyasa çevrelerinin ortak etkileşimi sonucunda altın fiyatları düşmeye başlamıştır.

Bu örnekte olduğu gibi, yüksek enflasyona rağmen düşen altın fiyatlarına veya düşük enflasyon karşısında yükselen altın fiyatlarına kısa süreli de olsa sık sık rastlanmaktadır.

iii. Ekonomik Büyüme Hızı

Altın fiyatları üzerinde etkili olan bir diğer faktör ekonomik büyüme hızıdır. Ekonomik büyüme hızı ile altın fiyatları arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Ancak, enflasyon ve altın fiyatı arasındaki ilişki bazı uyumsuzluklardan dolayı zaman zaman nasıl bozuluyorsa, ekonomik büyüme hızı ile altın fiyatları arasındaki ilişkide bazen bozulabilmektedir. Bu durumun en açık örneği 1983 yılında yaşanmış ve ekonomik büyüme hızı artarken altın fiyatları gerilemiştir.

Güçlü ekonomik büyümeye genelde endüstriyel altın talebinde görülen artış eşlik etmektedir. Ancak yine de, güçlü ekonomik büyüme hızı yatırımcıları tek başına altın almaya teşvik etmemektedir. Yatırımcıların altına olan ilgisi daha çok enflasyon ile büyüme arasındaki ilişkiden etkilenmektedir. Örneğin, 1978 yılındaki güçlü ekonomik büyüme yüksek enflasyonu beraberinde getirmiş, enflasyonun artması yatırımcıları altın almaya yöneltmiş ve altın fiyatları hızla yükselmiştir. 1981-82 yıllarında ekonomik büyüme hızının yavaşlaması ve dik şekilde inişe geçmesi, enflasyonun ve buna bağlı olarak altın fiyatlarının hızla değer kaybetmesine neden olmuştur.

Kişilerin altına olan ilgisi ekonomik büyümeden çok enflasyonla daha sıkı bir ilişki halindedir. Enflasyon ile ekonomik büyüme arasındaki bağlantı, 1983 yılında başlayan ekonomik canlanma sırasında kopmuştur. Bu dönemde büyüme hızı yükselirken enflasyon yerinde kalmıştır. Ekonomide düzelmeye başladığı ilk günlerde, 70'li yıllardakine benzer şekilde yeni bir enflasyon dalgasının gelmekte olduğunu zanneden yatırımcılar altın taleplerini artırmışlardır. Ancak kısa bir süre sonra enflasyonun artık stabile hale geldiği anlaşılmış ve yatırımcıların altına olan ilgisi giderek azalmaya başlamıştır. 1980 sonlarına doğru istikrarlı büyümeyi sağlamak amacıyla ekonomik politikalar üreten bazı yönlendiriciler, gerek enflasyonun kontrol altına alınması, gerekse ekonomik büyüme hedeflerine tam olarak ulaşılması konusunda başarılı olmuşlardır. Enflasyonsuz büyüme modelinin günümüz dünyasında başarılı olması, altın fiyatlarında görece bir durgunluğu da beraberinde getirmiştir.

iv. Döviz Kurları

Altın fiyatları ve altın talebi üzerinde etkili olan bir diğer faktör döviz kurlarıdır. Yine de, altın piyasasındaki diğer birçok faktör gibi döviz kurlarının yatırımcı davranışlarını nasıl etkileyeceği hakkında kesin kurallar bulunmamaktadır. Kişiler genelde zaman içinde tekrarlanan eğilimler doğrultusunda hareket etmektedir. Genel bir kural olarak dolar ve altın arasında ters yönlü bir ilişki bulunmakta ve doların değer kazanması altın fiyatının düşmesine, doların değer kaybetmesi ise altın fiyatının yükselmesine neden olmaktadır. Dolar ile altın arasındaki bu ilişki 80'li yıllarda açıkça görülürken, içinde bulunduğumuz 90'lı yıllarda bu ilişkiden bahsetmek pek mümkün değildir. Ancak, bazı analistler dolar fiyatındaki değişikliğin altın fiyatını belirlemede öncelikli rol üstlendiğini hâlâ ileri sürmektedirler.

Enflasyonist etkilerden dolayı döviz kurları ile altın fiyatları arasında bir noktaya kadar kuvvetli ilişki bulunmaktadır. Zayıf dolar belirgin şekilde daha yüksek bir enflasyonun habercisi olurken, güçlü dolar daha düşük bir enflasyonun habercisi olmaktadır. Bununla birlikte bazı durumlarda doların değerinde meydana gelen değişiklikler, enflasyonda herhangi bir değişikliğe yol açmamaktadır. Örneğin, Amerikan Doları 1985-87 arasında zayıflamış ve Japon Yeni karşısında %50 oranında değer kaybetmiştir. Ancak bu dönemde enflasyon marjinal bir artış gösterirken doların değer kaybı daha fazla olmuş, altın fiyatları yükselmeye başlamışsa da bu durum pek uzun sürmemiş ve sonuçta altın fiyatı tekrardan gerilemeye başlamıştır. Bugün uluslararası yatırımcıların birçoğu, ekonomik ve politik belirsizliklerin arttığı dönemlerde altın ve doları güvenilir birer yatırım aracı olarak kabul etmektedirler. Doların değer kazanması durumunda (*yani dolar dışındaki ulusal paralar değer kaybettiğe*) yatırımcıların birçoğu ellerindeki altını satmakta ve dolar yatırımına ağırlık vermektedirler. Doların değer kaybetmesi durumunda ise bu durumun tam tersi söz konusu olmakta ve ellerindeki dolarları satan yatırımcılar ya altın ya da dolar dışında kalan diğer ulusal paraları satın almaktadırlar.

Yukarıdaki açıklama doğrultusunda ortaya şöyle bir sonuç çıkmaktadır. Altın fiyatıyla doların değeri birbirine madem ters yönde hareket ediyor, o zaman altın fiyatı ile dolar dışında kalan diğer dövizler arasında direkt bir ilişki bulunmakta ve bu dövizlerin değeri altın fiyatıyla aynı yönde hareket etmektedir. Ancak şu da var ki; uluslararası yatırımcıların altın piyasasındaki hareketleriyle, yerli yatırımcıların hareketleri birbirine benzemekle birlikte ikisi arasında çok küçük farklılıklar bulunmaktadır. Uluslararası yatırımcılar altın fiyatı ve döviz kurları arasındaki ilişkiye özellikle dikkat ettikleri halde, ulusal yatırımcılar altın ile döviz kurları arasındaki ilişkiye pek dikkat etmemekte, altını sadece enflasyondan korunmaya imkân tanıyan iyi bir yatırım aracı olarak kabul etmektedirler.

v. Reel Faiz Hadleri

Vadeli altın piyasalarında işlem yapan piyasa katılımcılarının alışveriş işlemleri sırasında dikkat etmek zorunda oldukları en önemli konu; reel faiz hadleridir. Yakın tarihli altın kontratı ile uzak tarihli altın kontratı arasındaki fiyat farklılığının, reel faiz oranlarının üzerinde seyretmesi durumunda vadeli altın kontratlarına olan talep artış kaydetmektedir. Altın piyasasında alışveriş yapan birçok yatırımcı tahvil ve mevduat faizi gibi sabit getirili alternatif yatırım araçlarının kazancı ile altın alışverişinden elde etmeyi amaçladıkları kazancı mukayese etmektedir. Enflasyondan korunmayı veya enflasyondan kaynaklanan kapital kayıplarını minimize etmeyi amaçlayan yatırımcılar, sabit getirili yatırım araçlarının geliri ile farklı tarihler için düzenlenmiş altın kontratlarının fiyatını sürekli olarak kontrol altında tutmaktadırlar. Örneğin, kısa vadeli devlet tahvilleri %10 oranında sabit gelir sağlıyorsa, altının bu yatırım aracına alternatif olabilmesi için yıl içinde %10'dan daha yüksek oranda değer kazanması gerekmektedir.

Yatırımcılar sabit gelirli yatırım araçlarını incelerken, piyasa faiz haddi ile enflasyon oranı arasındaki farklılığa dikkat etmekte ve hesaplamalarını reel faiz haddi üzerinden yapmaktadırlar. Örneğin, 1 yıl vadeli Hazine Bonosu'nun yıllık faizi %10, enflasyon oranı %6 ise parasını Hazine Bonosu'na yatıran kişinin gerçek kazancı %4 olmaktadır. Cari faiz haddi ile reel faiz haddi arasında fark bulunması durumunda enflasyonun olumsuz etkilerinden korunabilmeyi amaçlayan yatırımcılar, bir derece daha risksiz olan devlet tahvillerini yeğlemekte ve böylece enflasyondan kaynaklanan kayıplarını en alt seviyede tutmaktadırlar.z

Reel faiz hadlerinin negatife dönmesi durumunda yatırımcının altına olan ilgi artmaya başlamaktadır. Bunun nedeni de yatırımcıların sermaye kaybına pek tahammül edememeleridir. Eğer, ülkedeki yıllık enflasyon oranı %10 ve bir yıl vadeli Hazine Bonosu'nun getirisi %8 ise, Hazine Bonosu'na yatırım yapan kişi gerçek anlamda %2 zarar edecektir. Bu tür ortamlarda yüksek enflasyon, sermayenin gerçek değerini kemirmekte ve kapital kayıplarına yol açmaktadır.

Yatırımcılar, reel faiz oranlarının negatif gelir sağlamaya başladığı 70'li yılların ikinci yarısından itibaren, en azından ana paralarının gerçek değerini koruyabilecek alternatif yatırım araçları aramaya başlamışlardır. Bu arayışa bağlı olarak yatırımcıların pek çoğu altını tercih etmiş ve yoğun talepten dolayı altın fiyatları yükselişe geçmiştir. 1980 yılı içinde reel anlamda %8.5 civarında "*negatif gelir*" sağlayan faiz hadleri altın fiyatlarının yükselmesine neden olurken, reel faiz kazancının %6'ya yükselmesi altın fiyatlarının gerilemesine neden olmuştur. Bu tarihten itibaren hazine bonusu ve devlet tahvili gibi yatırım araçlarının reel olarak %5'in

üzerinde kazanç sağladığını farkeden yatırımcılar ve spekülâtörler, altın piyasalarından çektikleri fonları yüksek getirili yatırım araçlarına kanalize etmeye başlamışlardır.

vi. Politik ve Ekonomik Ortam

Yatırımcıların birçoğu, özellikle yüksek enflasyon dönemlerinde sermaye kayıplarına uğramamak amacıyla altın taleplerini artırmaktadır. Değer kayıplarının ortaya çıkmasında ve yeni yatırım kararlarının alınmasında etkili olan bir diğer faktör, politik ve ekonomik olayların seyridir. Altın fiyatlarının her durumda arttığı söylene de altının, ekonomik ve politik gelişmelere ani olarak karşılık verdiği günümüzde genel bir kanı halini almıştır. Örneğin, 1979 sonu ile 80 yılı başlarında altın fiyatlarında gözlenen hızlı artış, Sovyetler Birliği'nin Afganistan'ı işgaline ve Amerikalıların İranlı militanlar tarafından teslim alınmasına bağlanmaktadır. (74)

1980'li yılların başından itibaren altın piyasalarının düşüşe geçmesiyle birlikte, altın fiyatları uluslararası olaylardan fazla etkilenmemeye başlamıştır. İngiltere ve Arjantin arasında patlak veren Falkland Adaları savaşı, Sovyetlerin Kore yolcu uçağını düşürmeleri, Amerika'nın Grenada'yı işgal etmesi ve Libya'ya saldırıda bulunması, Irak'ın Kuveyt'i işgal etmesi ve bunun sonucu olarak ortaya çıkan Körfez Savaşı, Sovyetler Birliği başta olmak üzere Doğu Bloku'nu oluşturan ülkelerin birbiri peşisıra bağımsızlıklarını ilan etmeleri ve parçalanmaları, Bosna-Hersek, Somali, Dağlık Karabağ ve Nahçıvan gibi yüzlerce yerde patlak veren olaylar altın piyasalarında beklenen etkiyi yaratmamıştır. Sonuç olarak, uluslararası politik olaylara bakarak altın fiyatlarının yükseleceğini veya düşeceğini ileri sürmek pek doğru bir davranış değildir.

80'li yıllarda gerçekleşen bu olaylar sırasında Amerikan Doları altından daha fazla değer kazanmıştır. Altın fiyatlarının düşüş trendi içinde bulunduğu 90'lı yıllarda dahi, uluslararası yatırımcıların birçoğu altın ve doları hâlâ güvenli bir yatırım aracı olarak kabul etmektedir. Ancak yine de, Amerikan Doları'nın yükseliş trendinde bulunduğu ve çeşitli anlaşmazlıkların ortaya çıktığı 80'li yılların başlarında, yatırımcıların altın yerine Amerikan dolarını tercih ettiğini de unutmamak gerekir. Uluslararası olayların altın üzerindeki muhtemel etkisini tahmin etmeye çalışırken, Amerikan Doları'nın da güvenilir bir yatırım aracı olarak kabul edilmesi gerekmektedir.

(74) Credit Suisse, "GOLD", Switzerland, 1983, s.83

BÖLÜM X



SPRED

Vadeli altın işlemlerinde kişilerin sadece alış veya sadece satış işlemi yaparak tekdüze pozisyonlara girmesi yüksek kazanç ve yüksek risk gibi sorunları da beraberinde getirmektedir. Politik suikastlar, Ortadoğu'da patlak veren karışıklıklar ve gelişmiş ülke ekonomileriyle ilgili sürpriz ekonomik raporlar piyasaları bir anda altüst edebilmektedir. Vadeli altın piyasalarında alışveriş yapan ve risklerini en az seviyede tutmak isteyen kişiler, aniden ortaya çıkabilecek çeşitli gelişmelerin olumsuz etkilerinden korunmak amacıyla risk oranı yüksek düz pozisyonlar (*outright positions*) yerine risk oranı daha düşük olan spread işlemlerini tercih etmektedirler.

1. SPRED İŞLEMLERİ

Spread işlemi; farklı tarihler için düzenlenmiş iki mal kontratı arasındaki fiyat farklılığının artış veya azalışından kazanç sağlamayı amaçlayan ticari bir işlem türüdür. Bu işlem en basit şekliyle yakın ve uzak tarihli vadeli altın kontratları arasındaki fiyat farklılığının daralacağına veya genişleyeceğine inanarak; yakın tarihli vadeli altın kontratı satın alınırken uzak tarihli vadeli altın kontratının satışa sunulması veya yakın tarihli kontrat satılırken uzak tarihli vadeli altın kontratının satın alınması esasına dayanmaktadır. (75)

Yakın ve uzak tarihli altın kontratları arasındaki fiyat farklılığının daralacağına inanan kişiler, düşük fiyatlı altın kontratını satın alırken yüksek fiyatlı altın kontratını satışa sunmakta, kontratlar arasındaki fiyat farklılığının daha da genişleyeceğine inanan kişiler de düşük fiyatlı altın kontratını satışa sunarken, yüksek fiyatlı altın kontratını satın almaktadırlar.

Örneğin, yakın ve uzak tarihli soya fasulyesi kontratları arasındaki fiyat farklılığının yüksek olduğuna inanan herhangi bir kişinin, Mart ayı kontratıyla busheli 6.25 dolardan soya fasulyesi satın alması ve satın aldığı bu malı busheli 6.40 dolardan Temmuz kontratıyla satışa sunması mal piyasalarında uygulanan tipik bir

(75) Marcia Stigum, "The Money Market", 3rd. Edition, Dow Jones IRWIN, Homewood, Illinois, 1990, s.672

spread işlemidir. Sonraki günlerde işlem yapan kişinin doğru tahminde bulunduğunu ve Mart ayı kontratının 10 sent, Temmuz ayı kontratının da 7 sent yükseldiğini farzedelim. Bu durumda Mart ayı kontratının fiyatı 6.35 sente, Temmuz ayı kontratının fiyatı da 6.47 sente yükselmekte ve iki kontrat arasındaki fiyat farklılığı $6.47-6.35= 12$ sente gerilemektedir. Fiyat makasının kapanmasıyla birlikte yeni bir işleme girilmektedir ve Temmuz ayı teslimine satılan soya fasulyesi kontratı 6.47 dolara satın alınırken, Mart ayı teslimine satın alınan soya fasulyesi kontratı 6.35 dolara satılmaktadır. Yapılan alış satış işlemleri sonucunda Mart ayı kontratlarının alım satımından 10 sent kâr elde edilirken, Temmuz ayı kontratlarının alım satımından 7 sent zarar edilmektedir. En basit spread işlemi olarak bilinen bu tür bir alışveriş işleminde işlem yapan kişi, soya fasulyesinin bushelinden 3 sent, kontratın tümünden ise 150\$ para kazanmış olmaktadır. *(Soya fasulyesi alım satımlarında bir kontrat 5.000 bushel'e karşılık gelmektedir).*

Örnek:

ALİŞ	SATIŞ
1 Mart tarihinde 6.25\$	1 Temmuz tarihinde 6.40\$
SATIŞ	ALİŞ
1 Kontrat Satış 6.35\$'dan	1 Kontrat Alış 6.47\$'dan
Kâr 10 sent	Zarar 7 sent

Bushel Başına Net Kâr = 3 sent

Kontrat Başına Net Kâr = 5.000 Bushel x 3 sent = 150\$

Bu strateji kontratlar arasındaki fiyat makasının kapanması kaydıyla, fiyatların düşmesi durumunda da uygulanabilmektedir. Örneğin, Mart ayı kontratının 5 sent, Temmuz ayı kontratının da 8 sent düşmesi, bushel başına 3 sentlik bir kazancı yine yaratmaktadır. Pek çok kişi, düz pozisyonlardan daha az riskli olduğu için spread işlemlerini tercih etmektedir. Spread işleminin her iki ayağının alışveriş yapan kişi aleyhinde hareket etmesi pek rastlanan bir olay değildir. Örneğin, Mart ayı kontratı 10 sent düşerken, Temmuz ayı kontratının 20 sent yükselmesi çok zayıf bir ihtimaldir. Kural olarak, alışverişe konu olan mallar aynı cinsten veya aynı mal grubu içerisinde yer aldıkları için, fiyatları da aynı yönde hareket etmektedir. Yukarıdaki örnekte de görüldüğü gibi spread işleminin bir ayağındaki zarar, diğer ayağındaki kazançla telafi edilmektedir. Spread işlemlerinde, alınan veya satılan malların fiyat açınımları veya fiyat kapanımları arasındaki değişim oranı, alışverişe konu olan kontrat fiyatlarının değişim oranlarından her zaman daha az olduğu için risk oranı oldukça düşüktür. Örneğin, vadeli piyasada tekdüze pozisyona giren ve soya fasulyesi fiyatının gelecekte düşeceğini tahmin ederek açığa satış yapan bir kişinin, soya fasulyesi kontratının 6.25 dolardan 8.10 dolara yükselmesi durumunda %30 gibi korkunç bir zararla karşılaşması çok uzak bir ihtimal değildir. Ancak spread işlemlerinde bir kontratın kaybettiğini diğer kontrat kazandırdığı için bu kadar büyük fiyat değişimleri ortaya çıkmamaktadır.

Tahıl piyasasında olduğu gibi altın ve döviz ile diğer endüstri mallarının alım-satımında da yoğun olarak kullanılan spread işlemleri, uluslararası piyasalarda işlem yapan kişilerce en fazla tercih edilen işlem türüdür. Tahıl ürünlerinde ileri tarihe düzenlenen kontratlar, kendilerinden bir önceki kontrata göre daima daha yüksek fiyata satılmaktadır. Örneğin, Ocak ayı başlarında vadeli işlem yapmak isteyen kişi, soya fasulyesinin bushelini Mart ayına 6.50 dolardan, Mayıs ayına 6.55 dolardan, Temmuz ayına 6.61 dolardan ve Eylül ayına da 6.65 dolardan alıp satabilme imkânına sahiptir. Diğer mallarda olduğu gibi tahıl ürünlerinde de, yakın ve uzak tarihli mal kontratları arasındaki fiyat farklılığı o malın; depolama, sigortalama ve finansman giderlerinden kaynaklanmaktadır. Vadelerin bitim tarihlerine göre, mal kontratları üzerine ilave edilen bu farklar, yakın tarihli kontratlardan uzak tarihli kontratlara doğru artış kaydetmektedir. Vade tarihine göre belirlenen bu tür maliyet farklarının spot piyasa fiyatı üzerine ilave edildiği piyasa türüne "*Carrying Charge Market*" denilmektedir. (76)

(76) Kevin Commins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.122

Bu tür piyasalar kişilere çok büyük spread imkânları sağlamaktadır. Boğaların hakim olduğu piyasalarda yakın tarihli kontratların fiyatı uzak tarihli kontratların fiyatından çok daha hızlı artmakta ve iki kontrat arasındaki fiyat farklılığının daralmasına yol açmaktadır. Ayıların hakim olduğu piyasalarda ise bu durumun tam tersi söz konusu olmakta ve yakın tarihli kontratların fiyatı uzak tarihli kontratların fiyatından çok daha hızlı düşerek, iki kontrat arasındaki fiyat farklılığının daha da genişlemesine neden olmaktadır.

Piyasaların ve fiyatların genel seyri hakkında önemli ipuçları veren spread işlemleri, alışveriş işlemlerinden kaynaklanan riskleri en aza indiren önemli bir piyasa enstrümanı olarak kabul edilmektedir. Bazı istisnai durumlar dışında altın spreadleri tahıl spreadlerinin ters yönünde hareket etmektedir. Şöyle ki, boğaların hakim olduğu ve fiyatların yükselmeye başladığı bir piyasada; uzak tarihli altın kontratlarının fiyatı yakın tarihli altın kontratlarının fiyatından daha hızlı artmakta ve iki kontrat arasındaki fiyat farklılığının hızla açılmasına neden olmaktadır. Ayıların egemen olduğu ve fiyatların gerilemeye başladığı bir piyasada ise; uzak tarihli altın kontratlarının fiyatı yakın tarihli altın kontratlarının fiyatından daha hızlı düşmekte ve iki kontrat arasındaki fiyat farklılığı hızla daralmaktadır.

a) Spread Türleri

Mal piyasalarının hemen hemen tümünde yoğun olarak kullanılan spread işlemlerinin birçok çeşiti bulunmaktadır. Herhangi bir malın farklı tarihler için düzenlenmiş kontratlarının alım satımına imkân tanıyan spread işlemleri, aynı malın farklı borsalardaki alım satımına (*örneğin, New York Borsası ile Tokyo Borsası arasında*) ve farklı iki malın karşılıklı olarak alınıp satılabilmesine de (*örneğin, altın kontratı ile gümüş kontratı*) imkân tanımaktadır. Bu haliyle spreadler; takvim spreadi, mallararası spread ve piyasalararası spread olarak üçe ayrılmaktadır. (77)

1. Takvim Spreadi

Çok popüler olmasa da altın piyasasında kullanılan spread çeşitlerinin başında gelmektedir. Bu yöntemde işlem yapan kişiler, herhangi bir kontrat ayında satın aldıkları malları daha uzak bir kontrat ayında satışa sunmakta; herhangi bir kontrat ayında satışa sundukları malları ise daha uzak bir kontrat ayında satın almaktadırlar. Örneğin, bir kişinin Şubat ayı kontratıyla sattığı X kontrat altını, Mayıs ayı kontratıyla tekrardan satın alması tipik bir takvim spreadidir.

(77) Robert Beale, "Trading in Gold Futures", Nichols Publishing Co., New York, 1985, *passim*.

Diğer spread türlerine nazaran geleneksel boğa ve ayı spreadleri çok daha basittir. Boğa ve ayı spreadlerindeki esas amaç, altın fiyatlarındaki düşüş veya yükselişlere minimum risk ile katılmaktır. Altın spreadlerini faiz enstrümanı gibi kullananların aksine, geleneksel altın spreadlerini kullananların tail ve spread kazancı hesaplamalarına gerek yoktur. Bu tür alışveriş işlemine girişen kişiler, yalnızca iki kontrat arasındaki mutlak fiyat farkıyla ilgilenmektedirler.

İşlem yapan kişi eğer altın fiyatlarında yükseliş bekliyorsa boğa spreadi düzenlemekte ve yakın tarihli altın kontratını satarak uzak tarihli altın kontratını satın almaktadır. Daha önce de bahsedildiği gibi, boğaların hakim olduğu piyasada uzak tarihli kontratların fiyatı yakın tarihli kontratların fiyatından daha hızlı artarken; ayıların egemen olduğu piyasalarda uzak tarihli kontratların fiyatı, yakın tarihli kontratların fiyatından daha hızlı düşmektedir.

Uzak tarihli vadeli altın kontratlarının fiyatı temelde faiz oranlarının bir fonksiyonudur. Altının spot piyasadaki fiyatı 500\$ ve yıllık faiz oranı %10 ise, bir yıl vadeli altın kontratının fiyatı 550\$ olacaktır. Açıkça görülüyor ki, eğer altının spot fiyatı yükselirse, bir yıl vadeli altını finanse etmenin maliyeti de artacaktır. Örneğin, altının spot fiyatı 500 dolardan 600 dolara yükselirse, bir yıl vadeli altının fiyatı da 550 dolardan 660 dolara yükselecektir.

Vadeli altın fiyatları esas itibarıyla;

- Spot altın fiyatının,
- Spot altın fiyatına bağlı olarak artan veya azalan finansman maliyetlerinin,
- Faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerin etkisi altında kalmaktadır.

Çoğu zaman, yükselen altın fiyatları faiz oranlarının artacağına, düşen altın fiyatları da faiz oranlarının gerileyeceğine delâlettir. Spread işlemi yapacak kişiler için bu durum oldukça faydalıdır. Çünkü altın fiyatları ve faiz hadleri arasındaki normal ilişki, hem aylara hem de boğalara bazı faydalar sunmaktadır. Altın fiyatları ile faiz oranları birlikte yükseliyorsa, yakın tarihli altın kontratları ile uzak tarihli altın kontratları arasındaki fiyat farkı daha da genişleyecek; altın fiyatları ile faiz oranları birlikte düşüyorsa, yakın tarihli altın kontratları ile uzak tarihli altın kontratları arasındaki fiyat farkı daralmaya başlayacaktır. Ancak, biraz sonra tail işlemlerinde de ele alınacağı gibi, altın fiyatları ile faiz oranları arasındaki ilişki bazen bozulmaktadır. Böyle durumlarda, spread işlemi yapan kişi altın fiyatları konusunda doğru karar almış olsa da, faiz oranlarında meydana gelen ters yönlü hareketlerden dolayı kârının bir kısmını veya tamamını kaybedebilmektedir. Yani, altın piyasasında spread işlemi yapan kişilerin öncelikle altın fiyatlarıyla ilgilenmeleri, fakat faiz oranlarını da

gözürdü etmemeleri gerekmektedir. Faiz oranları düşecek gibi görünüyorsa boğa spreadinden, faiz oranlarında yükselme ihtimali bulunuyorsa da ayı spreadinden uzak durulmalıdır.

Yakın tarihli vadeli altın kontratının 400\$, uzak tarihli altı-ay vadeli altın kontratının da 420\$ olduğunu farzedelim. Boğaların egemen olduğu piyasalarda altın fiyatlarının yükseleceğine inanan, fakat risk oranının yüksekliğinden dolayı tek yönlü vadeli pozisyonlara girmekten çekinen kişiler, çoğu zaman boğa spreadi düzenlemeyi tercih etmektedirler. Faiz oranlarının %10 olduğu bir ortamda, yakın tarihli kontrat fiyatı 450 dolara çıkarsa, uzak tarihli altı-ay vadeli kontrat fiyatı da 472.50 dolara yükselecektir. Bu durumda kişi, düzenlemiş olduğu 5 kontratlık spread işleminden 1.250\$ para kazanacaktır.

SATIŞ	ALIŞ
5 Kontrat Satış 400\$'dan (200.000\$)	5 Kontrat Alış 420\$'dan (altı-ay vadeli) (210.000\$)
ALIŞ	SATIŞ
5 Kontrat Alış 450\$'dan (225.000 \$)	5 Kontrat Satış 472.5\$'dan (altı ay vadeli) (236.250 \$)
Spread Zararı : 25.000 \$	Spread Kârı : 26.250 \$

SONUÇ : 1.250 \$ Kâr

Eğer aynı kişi, spread işlemine girmeyip de tek yönlü vadeli altın kontratı satın almış olsaydı, 210.000 dolara satın aldığı altı-ay vadeli 5 kontrat altını 236.250 dolara satabilecek ve bu işlemden 26.250 \$ para kazanabilecekti. Şüphesiz, tek yönlü vadeli altın kontratının teorik olarak alınıp satılmasından elde edilen 26.250 \$ tutarındaki yüksek kâr rakamı yanında, spread işleminden elde edilen 1.250\$ tutarındaki kâr rakamı oldukça küçük kalmaktadır. Ancak şu da var ki; altın fiyatlarıyla birlikte faiz oranlarının da artması durumunda, spread işleminin daha da kârlı olabileceği göz ardı edilmemelidir. Örneğin, altın fiyatlarındaki artışı takiben faiz oranlarının %10'dan %11'e yükseldiğini farzedelim. Diğer tüm veriler sabit kaldığında, altı-ay vadeli altın kontratının fiyatı 474.75 dolara yükselecek ve bu spread işleminden 2.375 \$ kâr elde edilecektir.

SATIŞ	ALIŞ
5 Kontrat Satış 400\$'dan (200.000 \$)	5 Kontrat Alış 420\$'dan (altı-ay vadeli) (210.000 \$)
ALIŞ	SATIŞ
5 Kontrat Alış 450\$'dan (225.000 \$)	5 Kontrat Satış 474.75\$'dan (altı-ay vadeli) (237.375 \$)
Spread Zararı : 25.000 \$	Spread Kârı : 27.375 \$
SONUÇ : 2.375 \$ Kâr	

Spread işlemlerini çekici hale getiren özelliklerden biri de, spread işlemi yapan kişilerin, tek yönlü pozisyonlara göre daha az teminata gereksinim duymalarıdır. Şu an için *Comex* altın borsasında, tek yönlü pozisyonlar için kontrat başına 3-4.000\$

teminat alındığı halde, spread işlemlerinde kontrat başına 100\$ teminat alınmaktadır. Yukarıdaki örnekte, 5 kontratlık spread işlemini gerçekleştirmek için işlem yapan kişinin 500\$ teminat vermesi yeterli olmaktadır. Eğer kişi, 20.000\$ teminat vererek yakın tarihli 5 kontrat altını satın almış olsaydı belki daha çok para kazanacaktı ancak bu para hiçbir zaman spread işlemlerinin kazandırdığından daha fazla olmayacaktı. Çünkü, spread işlemi yapan kişi 500 dolar anapara ile 2.375 \$ kazanırken (%475), tek yönlü vadeli işlem pozisyonuna giren kişi 20.000 dolar tutarındaki anapara ile ancak 25.000 \$ kazanmaktadır. (%125).

Yukarıda da görüldüğü gibi spread işlemleri tek yönlü pozisyonlarla mukayese edildiklerinde, sağladıkları yüksek getirin yanı sıra risk oranlarının düşüklüğü ile de dikkat çekmektedirler. Yakın tarihli altın kontratının 400 dolar, uzak tarihli altı-ay vadeli altın kontratının da 420 dolar olduğu yukarıdaki örnekte, 5 kontratlık boğa spreadinin işlem yapan kişi aleyhine hareket ettiğini ve fiyatların yükseleceği yerde düştüğünü farzedelim. Yakın tarihli kontrat fiyatının 380 dolara, uzak tarihli altı ay vadeli kontrat fiyatının da 397 dolara gerilemesi durumunda yapılan spread işleminden 1.500\$ zarar edilmektedir.

SATIŞ	ALİŞ
5 Kontrat Satış 400\$'dan (200.000 \$)	5 Kontrat Alış 420\$'dan (altı-ay vadeli) (210.000\$)
ALİŞ	SATIŞ
5 Kontrat Alış 380\$'dan (190.000 \$)	5 Kontrat Satış 397\$'dan (altı ay vadeli) (198.500 \$)
Spread Kârı : 10.000 \$	Spread Zararı : 11.500 \$

SONUÇ : 1.500 \$ Zarar

Boğa ve ayı spreadleri, yalnızca altın piyasasına mahsus önemli bir noktayı bize göstermektedir. Bu nokta, altın fiyatlarının ani olarak değişmesi durumunda, uzak tarihli kontratların yakın tarihli kontratlara göre daha hızlı hareket ettiğidir. Uzak tarihli altın kontratlarının kâr ve zararı yakın tarihli altın kontratlarının kâr ve zararından devamlı olarak daha yüksektir. Ancak şu da var ki; düşük zarar potansiyeline rağmen, boğa spreadlerinin riski tek yönlü pozisyonların riskinden devamlı olarak daha düşüktür.

Böyle durumlarda piyasanın belli bir yönde hareket edeceği kesinleşince, vadeli altın kontratlarını kullanarak spekülasyona girişmek en mantıklı yol olarak karşımıza çıkmaktadır. Pek çok kişi bu yaklaşımı kullanmakta ve haklı çıktıklarında kârlarını realize etmektedirler. Ancak, uzak tarihli kontratların yakın tarihli kontratlara nazaran daha düşük likiditeye sahip olması ve alıŖ/satıŖ teklifleri arasındaki fiyat farklılıklarının oldukça geniş olması bazı sorunlar yaratmaktadır. Sonuç olarak uzak tarihli altın kontratlarının yüksek likiditeye sahip olması piyasanın hareketliliğine bağlıdır. Kısa vadeli ve düşük kâr beklentili alım/satım işlemlerinde, uzak tarihli kontratların olumsuz tarafları olumlu taraflarından daha fazladır. Diğer taraftan önemli fiyat hareketlerinin beklendiği uzun vadeli işlemlerde, uzak tarihli altın kontratlarının daha yüksek kâr potansiyeline sahip olduğu bir gerçektir.

ii. Mallararası Spread

Altın piyasasında en fazla kullanılan yöntemlerin başında gelmektedir. Bu yöntemde kişi, altın ve gümüş, petrol ve akaryakıt gibi birbiriyle çok sıkı ilişkiye sahip iki mal arasındaki fiyat farklılığının daralacağını veya genişleyeceğini göz önünde bulundurarak yeni bir spread pozisyonu yaratabilmektedir. Altın fiyatlarının yükseldiğini buna karşılık gümüş fiyatlarının yerinde kaldığını gören vadeli piyasa katılımcısının, altın fiyatlarının gümüş karşısında değer kaybedeceğini veya gümüş fiyatlarının altın karşısında yükseliŖe geçeceğini tahmin ederek, vadeli piyasada altın kontratı satarken gümüş kontratı satın alması, mallararası spread işleminin en güzel örneğidir.

Altın/gümüş spreadi en çok bilinen maden spreadidir. 70'li yılların sonu ile 80'li yılların başlarında maden fiyatlarında görülen dalgalanmalar sırasında önem kazanmaya başlayan bu tür işlemler, madenlere olan ilginin azaldığı günümüzde çekiciliğini giderek kaybetmektedir.

Altın ile gümüş fiyatı arasındaki rasyo tarih boyunca devamlı olarak değişiklik göstermiştir. Gümüş fiyatı ile altın fiyatı arasındaki oran M.Ö. 1800 yıllarında 1/6 iken; 1930'larda 1/100'e kadar gerilemiştir. 1973 yılında altın fiyatlarının dalgalanmaya bırakılmasıyla birlikte 1/18 ile 1/76 arasında değişen gümüş/altın

rasyosunun aynı dönemdeki ortalaması 1/35'dir. Bu oranın gerilemesi altının gümüş karşısında değer kazandığını göstermekte ve bu rasyonun tekrardan yükseleceğine inanan kişiler, altın satarak gümüş almaya başlamaktadırlar. Bu durumun tam tersi, gümüşün altın karşısında değer kazandığını göstermektedir. Böyle durumlarda bu oranın tekrardan düşeceğine inanan kişiler, gümüş satarak altın almaya başlamaktadırlar. Farklı iki malla spread pozisyonunun düzenlenmesi, tek yönlü pozisyonlardan daha az teminat ve genellikle daha az komisyon masrafı gerektirmektedir.

En fazla tercih edilen maden spreadleri arasında altın/platin spreadi ikinci sırada gelmektedir. Geçmiş dönemlerde altın fiyatının 100 dolar altına düştüğü gibi 250 dolar üstüne de çıkan platin fiyatları, daha çok sanayiden kaynaklanan piyasa talebinin etkisi altında şekillenmektedir. Endüstriyel bir metal niteliği taşıyan platin madenin fiyatı ve talebi, ekonomik gelişmelerden büyük ölçüde etkilenmektedir. New York Borsası'nda işlem gören vadeli platin kontratları 50 ons büyüklüğündedir. Bu durumda bir adet *Comex* altın kontratı satan veya alan kişinin, iki adet *Nymex* platin kontratı alması veya satması gerekmektedir. Farklı borsalarda işlem görmesine rağmen, her iki kontrat da spread işlemi için uygundur.

iii. Piyasalararası Spread

Altın piyasasında en fazla kullanılan bir diğer spread türüdür. Bu yöntemde işlem yapan kişiler, değişik pazarlarda işlem gören fakat fiyatları farklı tek bir malın (*örneğin, Comex altın kontratı ile MtDAm altın kontratı*) aynı veya farklı aylar için düzenlenmiş kontratlarından kazanç sağlamayı arzulamaktadırlar. Bu durumda örneğin, değer kazanan *Comex* altın kontratı satılarak onun yerine düşük fiyatlı *MtDAm* altın kontratı satın alınmaktadır.

Daha önceki bölümlerde bazı kişilerin spot ve vadeli piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarından kazanç sağlamak amacıyla, farklı piyasalar arasında alım satım yaptıklarından bahsedilmişti. Farklı iki piyasada, aynı mal için değişik işlem fiyatlarının söz konusu olması durumunda, bu fiyat farklılıklarından yararlanmayı arzulayan bazı kişiler hemen ortaya çıkmaktadır. Bilindiği gibi *Comex* vadeli işlem piyasasının fiyatları, vadeli altın piyasalarında alışveriş yapmak isteyen kişiler için en güvenilir referans aracı durumundadır. *New York* altın borsası, diğer tüm vadeli altın borsalarından daha fazla işlem hacmi sergilemekte ve ticari altın kullanıcılarının yoğun katılımına sahne olmaktadır.

Piyasalararası spread işlemi yapan en büyük oyuncular, daha önce de belirtildiği gibi spot ve vadeli altın piyasalarında işlem yapan bankalar ve aracı kurumlardan başkası değildir. Bu tür bir işleme rahatça girebilmek ve mümkün olan en iyi kazancı

yakalayabilmek için öncelikle çok iyi bir seans salonuna ihtiyaç bulunmaktadır. Piyasalararası spred işlemlerinde, bir borsada alınıp diğer borsada satılan malların, çok küçük fiyat aralıklarıyla alım satıma konu olduğu bilinmektedir. Borsalar arasında yapılan bu arbitraj işlemlerinden para kazanabilmek için alışveriş yapan kişilerin güçlü bir sermaye yapısına sahip olmaları gerekmektedir. Örneğin, *Chicago Borsası (CBOT)* altın kontratı *Comex* altın kontratı karşısında 50 sent değer kaybederse; düşük fiyattan *CBOT* kontratı alıp, yüksek fiyattan *Comex* kontratı satanlar tatmin edici bir arbitraj kazancına sahip olmaktadır.

2. VADELİ ALTIN KONTRATLARININ FİYATLANDIRILMASI

Altın spreadinin ne olduğunu tam olarak anlayabilmek için vadeli altın kontratlarında fiyatlandırmanın nasıl yapıldığını bilmek gerekmektedir. Diğer birçok fiziksel malın aksine, altının depolanma maliyeti oldukça düşüktür. Bu nedenle, arz ve talep dengesinin tam olarak sağlandığı altın piyasalarında uzak tarihli altın kontratları ile yakın tarihli altın kontratları arasında çok küçük fiyat farklılıkları bulunmaktadır. Ancak, fiziksel altını elde tutmak kişilere kâr payı ve faiz geliri gibi dönemsel kazançlar sağlamadığından, vadeli piyasada altın satan kişilerin bu bedeli bir yönde telafi etmeleri gerekmektedir.

Altın yatırımcılarının karşısında hazine bonosu ve tahvil gibi düzenli faiz ödemeleri yapan alternatif yatırım araçları da bulunmaktadır. Altın yatırımcılarının bu tür dönemsel gelirleri olmadığından teslimat tarihine bağlı olarak bu tür işlemlerde spot altın fiyatının üzerine faiz oranı kadar bir prim ilave etmektedirler. Spot fiyat ile teslim tarihi arasındaki ya da yakın tarihli altın kontratı ile uzak tarihli altın kontratı arasındaki fiyat farklılığının yıl bazında ne kadarlık faiz gelirin karşılık geldiği bu prim yardımıyla hesap edilmektedir.

Bir yıl sonra teslim etmek kaydıyla vadeli piyasada altın satılırsa; spot altın fiyatı ile bir yıl vadeli altın fiyatı arasındaki fiyat farklılığı 1-yıl vadeli banka mevduat faizine; eğer altı ay sonra teslim etmek kaydıyla satılırsa, altı-ay vadeli banka mevduat faizine eşit olacaktır. Altın piyasasında farklı teslimat ayları arasındaki fiyat ilişkisi "*Contango*" olarak isimlendirilmektedir. *Comex*'de vadeli altın işlemlerine ilk başlanıldığında, farklı teslimat ayları için düzenlenmiş vadeli altın kontratları arasındaki *Contango* dengesi, bazı yatırım ve ticaret bankaları ile kuvvetli altın tüccarları tarafından sağlanmıştır.

Vadeli altın kontratları arasındaki fiyat farklılığının, faiz oranlarının altında veya üstünde seyretmesi durumunda, bu farklılıklar arbitraj işlemi ile ortadan kaldırılmakta ve spread işleminde fiyat dengesi sağlanmaktadır. (78)

a) Vadeli Piyasalarda Arbitraj

Herhangi bir mal ya da kıymetli evrağın fiyat farklılıklarından dolayı bir piyasada satın alınırken diğer piyasada satışa sunulmasına ve böylelikle hem iki merkez arasındaki fiyat ve kur farklılıklarının giderilmesine hem de para kazanma işlemine arbitraj denilmektedir. (79)

Arbitraj işlemi vadeli altın piyasalarında sıkça kullanılmaktadır. Örneğin, bir ons altının spot piyasa fiyatı 400 dolar, *Amerikan Doları*'na uygulanan yıllık faiz oranı %12.5 ise, 1-yıl vadeli altın kontratının fiyatı normal şartlarda 450\$+sigorta ve depolama masrafları olarak belirlenmektedir. (*FİNANSAL MALİYETLER VE GEÇMİŞTEN GELEN TÜM MALİYETLER SIFIR OLARAK KABUL EDİLMEKTEDİR*).

Bir yıl vadeli altın kontratının 450 dolardan düşük veya yüksek fiyata alınıp satılması durumunda ise, alışveriş yapan kişilere arbitraj yapma imkânı doğmaktadır. Örneğin, spot altın fiyatı 400\$ iken, 1-yıl vadeli kontrat fiyatının teorik fiyatın 10\$ üstüne çıktığını ve 460 dolardan işlem gördüğünü farzedelim. Arbitraj işlemi yapmak için uygun şartların ortaya çıktığı böyle bir durumda, spot piyasadan 400 dolara altın alan kişilerin, aldıkları bu altınları bir yıl sonra teslim etmek kaydıyla vadeli piyasalarda 460 dolardan satışa sundukları görülmektedir. Fiziksel altın teslimatını bir yıl sonra yerine getirecek olan bu kişiler, böylelikle %15 oranında yıllık getiri elde etmekte ve bir yıl vadeli mevduat faizinin getirisine göre %2.5 oranında daha fazla para kazanmaktadırlar.

Yukarıdaki örnekte de görüleceği gibi, spot piyasadan altın alan kişiler, olası fiyat düşüklüklerini göz önünde bulundurarak satın aldıkları malları vadeli piyasada hemen satışa sunmakta, böylelikle; hem karlarını realize etmekte hem de oldukça hareketli olan bir piyasa ortamında sabit getirili bir yatırım aracı yaratmış olmaktadır.

(78) Kevin Commins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.124

(79) Marcia Stigum, "The Money Market", 3rd Edition, Dow Jones IRWIN, Homewood, Illinois, 1990, s.446

Spot altın fiyatı : 400 \$

Yıllık Faiz Oranı : % 12.5

1 yıl vadeli altın kontratının teorik fiyatı : 450\$

1 yıl vadeli altın kontratı 460 dolara yükseldiğinde; spot piyasada 400 dolara altın alanlar aldıkları altınları vadeli piyasada satışa sunmaktadırlar. Bir yıl sonra, teslimat işlemi gerçekleştiren kişi ons başına 60 dolarlık arbitraj kazancını diğer bir ifade ile %15 oranındaki arbitraj getirisini realize etmektedir.

Spot piyasadan altın almak için gerekli nakit paraya sahip olmayan kişiler, herhangi bir ticari bankadan %12.5 faizle kredi alacak ve bu parayla satın aldıkları altınları vadeli piyasada satışa sunacaklardır. Bu durumda alışveriş yapan kişiler %15'lik sabit getiri yerine %12.5'lük arbitraj kârı elde etmektedirler. Örneğin; %12.5 faizle 200.000\$ kredi alan bir kişi, onsu 400 dolardan 500 ons (*yani 5 kontrat*) altını spot piyasadan satın almakta ve parasını bir sene sonra almak kaydıyla vadeli piyasada 460 dolardan satışa sunarak 230.000\$ para elde etmektedir. Bir yıl sonra bankaya kredi borcunu ödemekle yükümlü olan bu kişi, anapara ve faiz toplamından oluşan 225.000 doları vade tarihinde bankaya ödemekte ve bu işlemten net olarak 5.000 \$ tutarında arbitraj kârı elde etmektedir.

Vadeli Piyasada Satışa Sunulan Altın	500 Ons x 460\$ = 230.000 \$
Spot Piyasadan Satın Alınan Altın	500 Ons x 400\$ = 200.000 \$
	<hr/>
	Brüt Arbitraj Karı 30.000 \$
Bankadan Alınan Kredi Tutarı	= 200.000 \$
Bankaya Ödenecek Faiz Tutarı (%12.5)	= 25.000 \$
	<hr/>
Vade Sonunda Bankaya Ödenecek Kredi+Faiz Toplamı	225.000 \$

Brüt Arbitraj Karı	=	30.000\$
Kredi Maliyeti	=	25.000\$
		<hr/>
Net Arbitraj Karı		5.000\$

Diğer taraftan 1-yıl vadeli kontrat fiyatının, teorik fiyat olarak kabul edilen 450 doların altına düşmesi durumunda ise yukarıdaki işlemin tam tersi yapılmaktadır. Kontrat fiyatının, teorik fiyatın üzerine çıkması durumunda, yaptıkları arbitraj işlemiyle yıllık mevduat faizinin üzerinde sabit getiri elde eden altın yatırımcıları, kontrat fiyatının teorik fiyatın altına düşmesi durumunda düşük maliyetli fon sağlama olanağına kavuşmaktadırlar. Örneğin, spot altın fiyatı 400\$, yıllık faiz oranı %12.5 iken bir yıl vadeli altın kontratının, teorik fiyattan 10\$ daha ucuza yani 440 dolardan işlem gördüğünü farzedelim. Bu durumda işlem yapan kişinin, spot piyasada 400 dolardan altın satması ve bir yıl vadeli altın kontratını 440 dolardan satın alması gerekmektedir. Böylelikle, piyasa faiz haddinden %2.5 oranında daha düşük bir maliyetle (*yani %10 faizle*) borçlanılmış olunmaktadır.

Spot altın fiyatı: 400 \$

Yıllık Faiz Oranı: % 12.5

1 yıl vadeli altın kontratının teorik fiyatı: 450\$

1-yıl vadeli altın kontratı 440 dolara gerilediğinde; spot piyasada 400 dolara altın satanlar, sattıkları altınları ons başına 40 dolar zararla vadeli piyasadan satın alacaklardır.

Yukarıdaki örnekte de görüleceği gibi, spot piyasada altın satıp vadeli piyasada satın almak, teorik olarak 40 dolarlık bir zararın ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Burada olaya farklı açıdan bakmak gerekmektedir. Örneğin, 400 \$ tutarında nakit paraya ihtiyaç duyan bir kişiden kredi faizi olarak %12.5 isteniyorsa, spot piyasada 400 dolara satılan altının vadeli piyasada 440 dolara satın alınması kişi açısından daha avantajlı olmaktadır.

Düşük maliyetli fona ihtiyaç duymayan altın tüccarları ise; spot piyasada 400 dolardan satılan altınların parasını %12.5 faizle bankaya yatırmakta ve teorik olarak ons başına 50\$ para kazanmaktadırlar. Ortaya çıkan karın teorik olarak isimlendirilmesinin esas nedeni, spot piyasada bir yıl önce satışa sunulan altınların vade tarihinde tekrardan satın alınması sırasında ons başına 40 dolar zarar edilmesi ve sonuçta bu arbitraj işleminden net olarak 10\$ para kazanılmasıdır. Düşük maliyetli fona gereksinim duymayan bir kişinin, sahip olduğu 500 ons altını 400 dolarlık ons fiyatı üzerinden spot piyasada satışa sunduğunu ve satış işleminden elde ettiği 200.000 doları %12.5 faizle bankaya yatırdığını düşünelim. Bankaya yatırdığı 200.000 dolar parayı, anapara ve faiziyle birlikte bir yıl sonra 225.000 dolar olarak teslim alan kişi, aldığı bu paranın 220.000 dolarını bir yıl önce 440 dolardan satın aldığı 500 ons altının ödemesinde kullanacak ve böylece 5 kontrat altından 5.000\$ tutarında net arbitraj kazancı elde edecektir.

Vadeli Piyasada Satın Alınan Altın	500 Ons x 440\$ = 220.000 \$	
Spot Piyasada Satılan Altın	500 Ons x 400\$ = 200.000 \$	
		—
	Brüt Arbitraj Zararı	20.000 \$
Bankaya Mevduat Olarak Yatırılan Para		= 200,000 \$
Bankadan Alınacak Faiz Tutarı (%12.5)		= 25,000 \$
		+
Vade sonunda alınacak Mevduat+Faiz Toplamı		225,000 \$
	Faiz Geliri	= 25,000 \$
	Brüt Arbitraj Zararı	= 20,000 \$
		—
	Net Arbitraj Kârı	5,000 \$

Dünyanın belli başlı Merkez Bankaları tarafından belirlenen "*altın kredi faizi*" (*gold lending rate*) altın arbitrajı üzerinde oldukça etkili olmaktadır. Daha önceki bölümde de ele alındığı gibi dünya Merkez Bankalarının birçoğu rezerv aracı olarak kasalarında altın tutmakta ve bu altınları %0.5-%2 gibi çok düşük yıllık faizlerle borç olarak vermektedirler. Vadeli altın fiyatlarının teorik fiyatın altına düşmesi durumunda, spot piyasada altın satarak vadeli piyasada altın almayı ve böylece düşük maliyetli fon temin etmeyi amaçlayan pek çok banka, yeterli derecede arbitraj yapacak altın stokuna çoğu zaman sahip değildir. Merkez bankalarından borç olarak altın alan ve aldıkları altınları spot piyasada satarak arbitraj işlemine girişen ticari bankalar, vadeli piyasadaki altınları vade sonunda Merkez Bankalarına tekrardan teslim etmektedirler.

Merkez Bankaları genellikle dünyanın önde gelen ticaret ve yatırım bankalarına borç vermektedirler. Kredi faizinin oranı müşteriden müşteriye değişiklik göstermekte ve düzenli olarak borç alan bankalara diğerlerinden daha düşük kredi faizi uygulanmaktadır. Bazı bankaların düşük faiz oranından istifade edebilmek amacıyla, ihtiyaçları olmadığı halde Merkez Bankalarından düzenli olarak borç aldıkları bilinmektedir. Bu bankalar, borç olarak aldıkları altınların faiz oranını bazı kriterleri göz önünde bulundurarak hesaplamaktadırlar. Anlamlı bir arbitraj işlemi yapabilmek için vadeli altın fiyatı ile teorik altın fiyatı arasındaki farkın, Merkez Bankalarınınca verilen altın kredi oranının altında olması gerekmektedir. Yapılan arbitraj işleminden %2.5 oranında kazanç elde edilecek ise, Merkez Bankalarından %2.5-3 gibi yüksek bir faiz haddiyle altın kredisi kullanmanın hiçbir anlamı yoktur.

Arbitraj işlemi genelde boğaların hakim olduğu piyasalarda yapılabilmektedir. Altın fiyatlarının yükselmesi genellikle piyasa faiz haddinin daha fazla yükselmesiyle sonuçlanmakta ve bunun bir sonucu olarak uzak tarihli kontratlar yakın tarihli kontratlardan daha hızlı artmaktadır. Pek çok kişi, uzak tarihli altın kontratı alarak daha geniş fiyat hareketlerinden yararlanmayı arzulamaktadır. Ancak, uzak tarihli altın kontratlarına olan ilginin artması sonucunda fiyatlar yükselmekte ve arbitraj yapma imkânı ortaya çıkmaktadır. Böylelikle; spot ya da yakın tarihli altın kontratlarını talep eden kişiler uzak tarihli altın kontratlarını satmaya başlamaktadırlar.

b) Spred Kazancının Hesaplanması

Spot ve vadeli altın kontratları arasındaki fiyat ilişkisinin ele alındığı yukarıdaki örnekleri farklı şekillere sokabilmek mümkündür. Altın piyasasında işlem yapan kişiler, spred işlemlerini yalnızca spot ve vadeli altın kontratlarının alım satımında değil, farklı tarihler için düzenlenmiş vadeli altın kontratının alım satımında da kullanmaktadırlar. Bir yıl vadeli altın kontratı ile spot altın kontratı arasındaki fiyat

farklılığı, altının bir yıllık finansal maliyetini nasıl yansıtıyorsa, vadeli altın kontratları arasındaki fiyat farklılıkları da faiz faktörünü yansıtmaktadır. Vadeli altın kontratları arasındaki fiyat farklılıklarının ne kadarlık bir kazanç karşılık geldiğini anlamamıza yardımcı olan bu faiz faktörü, "*spred kazancı*" olarak tanımlanmaktadır. Örneğin, Eylül ayı altın kontratı 420 dolar, Aralık ayı altın kontratı 424 dolar ise, Aralık ve Eylül ayları arasındaki 4.00 dolarlık fiyat farklılığı, gerçek anlamda %3.8'lik spred kazancını ifade etmektedir. Spred kazancının formülü aşağıdaki gibidir (80);

$$\text{Spred Kazancı} = \frac{D - N}{N} \times \frac{360}{T_d - T_n} \times 100$$

D = *Uzak tarihteki vadeli altın kontratının fiyatı*

N = *Yakın tarihteki vadeli altın kontratının fiyatı*

T_d = *Uzak tarihteki vadeli altın kontratının teslim tarihi*

T_n = *Yakın tarihteki vadeli altın kontratının teslim tarihi*

Bu formül aynı zamanda spot altın fiyatı ile bir yıl vadeli altın fiyatı arasındaki finansal maliyet oranının tespit edilmesinde de kullanılmaktadır. Finansal maliyet oranının hesaplanmasında, formülün zaman değişkeni bölümü devamlı olarak bire eşittir.

Vadeli altın işlemlerinde spred kazancı hesap edilirken zaman değişkeni olarak 30 gün ve 30 günün katları esas alınmaktadır. Örneğin, Eylül/Aralık ayları arasındaki fark 90 gün, Nisan/Aralık ayları arasındaki fark ise 240 gündür.

Vadeli altın alım satımları sırasında kullanılan spred işlemi, bu haliyle sabit getirili yatırım araçlarına alternatif olarak gösterilmektedir. Teorik olarak, vadeli piyasada Hazine Bonosu veya Eurodollar kontratı satmak yerine, vadeli altın piyasasında *long spred* pozisyonuna girmek (*iki kontrat arasındaki fiyat farklılığının genişleyeceğini*

(80) Kevin Commins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.128

düşünerek yakın tarihtli kontratı satarken, uzak tarihtli kontratı satın almak) arasında çok büyük bir farklılık bulunmamaktadır. Faiz oranlarının düşmesi durumunda her iki alışveriş türü de kârlı hale gelmekte ve altın spreadi genişlemeye başlarken vadeli Eurodollar kontratı düşmeye başlamaktadır. Benzer şekilde, vadeli piyasada Hazine Bonosu veya Eurodollar kontratı almak yerine, vadeli altın piyasasında *short spread* pozisyona girmek (*iki kontrat arasındaki fiyat farkının azalacağı düşünceyle yakın tarihtli kontratı alırken, uzak tarihtli kontratı satışa sunmak*) arasında pek bir fark yoktur. Bunun en büyük nedeni ise faizlerin düşmesi durumunda her iki işlemin de kârlı hale gelmesidir.

Spread kazancının nasıl hesap edildiğini aşağıdaki örnek yardımıyla görebilmek mümkündür. Aralık ayı altın kontratı 500\$ ve Haziran ayı altın kontratı 525\$ ise; yıl bazında spread kazancı %10 olmaktadır.

$$\text{Spread Kazancı} = \frac{D - N}{N} \times \frac{360}{T_d - T_n} \times 100$$

$$\text{Spread Kazancı} = \frac{525 - 500}{500} \times \frac{360}{\text{Kasım 30-Mayıs 31}} \times 100$$

$$\text{Spread Kazancı} = \frac{25}{500} \times \frac{360}{180} \times 100$$

Spread Kazancı = % 10'dur.

Aralık/Haziran ayları arasındaki spread kazancı yukarıda da görüldüğü gibi %10 olarak hesap edilmiştir. Spread işlemleri sırasında talep edilen teminat tutarının, sadece alış veya sadece satış şeklinde düzenlenen tekdüze pozisyonların teminat tutarından daha düşük olması, bu tür işlemlerin çekiciliğini artırmaktadır. Bilindiği gibi vadeli altın işlemlerinde kontrat başına 3-4.000 dolar arasında teminat alınmaktadır. Ancak, yapılan işlemin spread türünde olması durumunda kontrat başına verilecek teminat miktarı genelde 100 doları geçmemektedir.

Faiz oranlarında yapılan yeni bir düzenleme sonucunda Aralık ayı kontratının 450 dolara, Haziran ayı kontratının da 468 dolara gerilediğini farzedelim. Farklı tarihler için düzenlenmiş altın kontratları arasındaki fiyat farklılığının artıp artmadığını veya spread kazancının düşüp düşmediğini anlamanın en iyi yolu, spread kazancının yeni fiyatlar için tekrardan hesap edilmesidir. Spread kazancının düşmesi, vadeli altın kontratları arasındaki fiyat farklılığının daraldığını; spread kazancının yükselmesi ise vadeli altın kontratları arasındaki fiyat farklılığının genişlediğini ifade etmektedir.

$$\text{Spread Kazancı} = \frac{D - N}{N} \times \frac{360}{T_d - T_n} \times 100$$

$$\text{Spread Kazancı} = \frac{468-450}{450} \times \frac{360}{\text{Kasım 30-Mayıs 31}} \times 100$$

$$\text{Spread Kazancı} = \frac{18}{450} \times \frac{360}{180} \times 100$$

Spread Kazancı = % 8'dir.

Bu örnekte de görüleceği gibi yakın tarihli altın kontratı 500 dolardan 450 dolara, uzak tarihli altın kontratı da 525 dolardan 468 dolara gerilerken, spread kazancı %10'dan %8'e gerilemiştir. Vadeli piyasalarda alışveriş yapan kişiler açısından iyi bir referans aracı olan bu denklem, hızlı değişimlerin yaşandığı altın piyasalarında karar alma sürecini kolaylaştırmakta ve hesaplamalardan kaynaklanan zaman kaybını en aza indirmektedir.

3. TAIL

İçsel veya dışsal birçok faktörün etkisi altında kalan altın fiyatlarının zaman içinde değişebilmesi gerek spot gerekse vadeli altın piyasalarında işlem yapan kişiler açısından bazı sakıncalar yaratmaktadır. Genel bir kural olarak faiz oranları ile altın fiyatları aynı yönde hareket etmektedir. Ancak ortaya çıkan yeni ekonomik şartlara bağlı olarak bu kuralın istisnalarına da sık sık rastlanmaktadır. Yüksek faiz hadleri karşısında nisbeten düşük kalan enflasyonun, sabit getirili yatırım araçlarına destek vermesi ve altın fiyatlarının gelişimini engellemesi bu durumun en açık örneğidir. 80'li yılların başında Amerika'da işte bu olay meydana gelmiş, enflasyon ve faiz oranları yüksek olmasına rağmen altın fiyatları hızla değer kaybetmeye başlamıştır. Bu dönemde, altın fiyatlarının düşmesi durumunda avantajlı duruma geçen short altın spreadleri yükselen faiz oranları yüzünden zarar görmüştür. Faiz oranlarının yükselmesinden dolayı vadeli altın kontratları arasındaki fiyat farklılığının genişleyeceğini ve spread kazançlarının artacağını hesap eden birçok kişi, yine bu dönemde beklenenin aksi durumlarla karşı karşıya kalmışlardır. Spread kazançları artmasına rağmen altın fiyatlarında yaşanan düşüşler, spread farklarının en alt seviyeye inmesine veya tamamen yok olmasına neden olmuştur.

Piyasa katılımcıları, altın fiyatlarında meydana gelen değişikliklerin altın spreadinin sabit getiri özelliğini bozmaması amacıyla "tail" olarak isimlendirilen yeni bir yöntem geliştirmişlerdir. Tail, spreadin bir ayağının alınması veya satılması işlemidir. Bu yöntemle, altın fiyatında meydana gelen ani değişimlerin spread üzerindeki olumlu veya olumsuz etkileri, tailde yaratılan ters yönlü etkilerle bir yönde bertaraf edilmektedir. Taili hesaplamak için öncelikle spread kazancının hesap edilmesi gerekmektedir. (81)

(81) Marcia Stigum, "The Money Market", 3rd Edition, Dow Jones IRWIN, Homewood, Illinois, 1990, s.455.

$$\text{Spred Kazancı (Y)} = \frac{D - N}{N} \times \frac{360}{T_d - T_n} \times 100$$

Spred kazancı yukarıdaki formül yardımıyla bulunduktan sonra, tail'in hesaplanması için aşağıdaki formül kullanılmaktadır.

$$\text{Tail} = Y \times \frac{T_d - T_n}{360} \times \text{Spredin bir ayağındaki kontrat sayısı}$$

Gerektiği şekilde düzenlenmiş bir tail işlemi, altın fiyatlarındaki ani değişikliklerden fazla etkilenmeksizin spred kazancı elde edilebilmesine imkân tanımaktadır. Örneğin, yıllık bazda spred kazancının %10'un altına düşeceğini tahmin eden bir kişinin, yakın tarihli altın kontratını alırken uzak tarihli altın kontratını satışa sunduğunu farzedelim. Bu pozisyona bağlı olarak spred kazancının düşmesi işlem yapan kişinin para kazanmasına, spred kazancının yükselmesi ise zarar etmesine neden olmaktadır. Tail işlemlerinde, altın fiyatında meydana gelen ani fiyat değişikliklerinin "boyunu" değil "yönü" önemlidir. Örneğin, yakın tarihli altın kontratının 400 dolardan, bir yıl vadeli altın kontratında 440 dolardan alınıp satıldığını farzedelim. Bu durumda spred işlemi yapan kişinin kazancı yıl bazında %10'a karşılık gelmektedir. Vadeli altın piyasasında işlem yapan kişinin, faiz oranlarının düşeceğinden ve spred kazancının azalacağından endişe etmesi durumunda, "zararını en az seviyede tutacak" yeni bir pozisyon alması ve muhtemelen de satış spredine girmesi gerekmektedir. Beklenmedik bir şekilde fiyatların ikiye katlandığını ve yakın tarihli altın kontratının 800 dolara, uzak tarihli altın kontratının da 880 dolara yükseldiğini farzedelim. Fiyatların ikiye katlanmasına ve spred kazancında hiçbir değişiklik meydana gelmemesine rağmen, pozisyonun kapatılması durumunda ons başına 40\$, kontrat başına da 4.000\$ zararla karşılaşmaktadır. Rakamları yuvarlaştırmak ve konunun daha iyi anlaşılmasını sağlamak amacıyla 100 kontratlık bir spred işlemi yapıldığını ve ortada 400.000 dolar tutarında bir kayıp olduğunu farzedelim.

ALİŞ	SATIŞ
100 Kontrat Alış 400\$'dan (4.000.000 \$)	100 Kontrat Satış 440\$'dan (1-yıl vadeli) (4.400.000 \$)

Fiyatların ikiye katlanması durumunda spread kazancı değişmemekle birlikte, spread pozisyonunun kapatılması ons başına 40 dolarlık bir kaybı beraberinde getirmektedir.

SATIŞ	ALİŞ
100 Kontrat Satış 800\$'dan (8.000.000 \$)	100 Kontrat Alış 880\$'dan (1-yıl vadeli) (8.800.000 \$)
Spread Kârı 4.000.000 \$	Spread Zararı 4.400.000 \$

SONUÇ 400.000 \$ Zarar.

Şimdi, olası bir zarardan korunmak amacıyla kişinin tail işlemi yaptığını düşünelim. Öncelikle, bu zararı ortadan kaldırmak için yapılacak tail işlemi sırasında kaç kontrat altına gereksinim duyulduğunu hesap edelim.

Td - Tn

Tail - Y x _____ x Spredin Bir Ayağındaki Kontrat Sayısı

360

360

Tail = (%10) x $\frac{360}{360}$ x 100 Kontrat

360

Tail = 10 Kontrat

Spred kazancının düşeceğinden endişe eden kişinin, yakın tarihli kontratı satın alıp, uzak tarihli kontratı satışa sunması durumunda 10 kontrata karşılık gelen tail miktarını, yakın tarihli kontrata eklemesi gerekmektedir. Böylece satış spreadinin yeni hali; "400 dolardan 110 kontrat alış", "440 dolardan 100 kontrat satış" şeklini almaktadır. Bu kişinin, alış spreadi yapması durumunda (yani yakın tarihli kontratı satarken, uzak tarihli kontratı satın alması) onsu 400 dolardan 100 kontrat altın satın alması ve onsu 440 dolardan 110 kontrat altın satması gerekmektedir. Şimdi bu durumu kısaca açıklayalım;

ALİŞ	SATIŞ
110 Kontrat Alış 400\$'dan (4.400.000 \$)	100 Kontrat Satış 440\$'dan (1-yıl vadeli) (4.400.000 \$)
SATIŞ	ALİŞ
110 Kontrat Satış 800\$'dan (8.800.000 \$)	100 Kontrat Alış 880\$'dan (1-yıl vadeli) (8.800.000 \$)
Spred Kârı 4.400.000 \$	Spred Zararı 4.400.000 \$

SONUÇ : 0

Tail; alışveriş yapan kişilerin bağımsız fiyat değişikliklerinden olumsuz şekilde etkilenmelerini önlemektedir. Teorik olarak, spread kazancı sabit kaldığı sürece yapılan spread işleminden kâr veya zarar edilmesi söz konusu değildir. Ancak aşağıdaki örnekte de görüleceği gibi spread kazancında bir değişiklik söz konusu ise, yapılan tail işleminden dolayı ortaya beklenmedik kâr veya zararlar çıkabilmektedir. Spread kazancının kişinin beklentileri doğrultusunda %10'dan %8'e düştüğünü, yakın tarihli kontrat fiyatı 400\$ iken, 1-yıl vadeli altın kontratının 432 dolara gerilediğini farzedelim. Bu durumda işlem yapan kişi 80.000 \$ kâr elde etmektedir.

ALİŞ	SATIŞ
110 Kontrat Alış 400\$'dan (4.400.000 \$)	100 Kontrat Satış 440\$'dan (1-yıl vadeli) (4.400.000\$)
SATIŞ	ALİŞ
110 Kontrat Satış 400\$'dan (4.400.000 \$)	100 Kontrat Alış 432\$'dan (1-yıl vadeli) (4.320.000 \$)
Spread Kârı : 0	Spread Kârı : 80.000 \$

SONUÇ : 80.000 \$ Kâr.

Diğer taraftan düzenlenen tail işlemi, spread kazancında meydana gelen değişikliklerin spread üzerinde yarattığı olumsuz etkileri bertaraf edememektedir. Örneğin, beklentilerin aksine spread kazancının %10'dan %12'ye yükseldiğini ve yakın tarihli kontrat fiyatının 500\$, uzak tarihli kontrat fiyatının da 560\$ olduğunu farzedelim. Bu durumda işlem yapan kişi tail işleminden 100,000\$ zarar etmektedir.

ALİŞ	SATIŞ
110 Kontrat Alış 400\$'dan (4.400.000 \$)	100 Kontrat Satış 440\$'dan (1-yıl vadeli) (4.400.000 \$)
SATIŞ	ALİŞ
110 Kontrat Satış 500\$'dan (5.500.000 \$)	100 Kontrat Alış 560\$'dan (1-yıl vadeli) (5.600.000 \$)
Spread Kârı : 1.100.000\$	Spread Zararı : 1.200.000\$

SONUÇ : 100.000 \$ Zarar

Tail işlemi bazı durumlarda oldukça faydalı olmasına rağmen, her zaman tercih edilmektedir. Yeterince geniş olmayan bir spread işlemi ile tail yapmak mümkün değildir. Spread kazancının %10 olduğu 100 kontratlık bir spread işleminde, tail yapılabilecek minimum miktar yukarıdaki örnekte de görüleceği gibi 10 kontrattır. Aynı spread kazancı ile eğer 5 kontratlık spread işlemi yapılsaydı, tail yapabilmek için en az 0.5 kontrata gereksinim duyulacaktı. Taili etkileyen faktörlerin başında; spreadin kazancı, spreadin süresi ve spreadin içerdiği kontrat sayısı gelmektedir.

Bu faktörlerden herhangi biri değiştiğinde tailin tekrardan düzenlenmesi gerekmektedir. Örneğin, spread kazancı beklenenin aksi bir hâl alırsa spreadi tutmak, fakat taili değiştirmek gibi bir yola gidilebilir.

Borsada işlem yapan bir kişinin; yakın tarihli 108 kontrat altını 300 dolardan satışa sunarken, uzak tarihli 100 kontrat altını 324 dolardan satın aldığını ve o an için %8 olan spread kazancının daha da yükseleceğine inandığını farzedelim. Beklenmedik bir şekilde fiyatların düştüğünü ve yakın tarihli kontrat fiyatının 250 dolara, uzak tarihli kontrat fiyatının 265 dolara, spread kazancının da %6'ya gerilediğini farzedelim. Spread kazancının %8'den %6'ya düşmesi sonucunda 50.000\$ para kaybeden kişi spread kazancının genişleyeceğine hâlâ inanıyorsa, tail pozisyonunu değiştirmek ve yakın tarihli kontrat sayısını 106 kontrata düşürmek zorundadır.

SATIş	ALIş
108 Kontrat Satış 300\$'dan (3.240.000 \$)	100 Kontrat Alış 324\$'dan (1-yıl vadeli) (3.240.000 \$)
ALIş	SATIş
108 Kontrat Alış 250\$'dan (2.700.000 \$)	100 Kontrat Satış 265\$'dan (1-yıl vadeli) (2.650.000 \$)
Spread Kârı : 540.000\$	Spread Zararı : 590.000\$

SONUÇ : 50.000 \$ Zarar

BÖLÜM XI



HEDGING

Gelecekte teslim işlem piyasaları (bu kitapta anlatıldığı şekliyle vadeli piyasalar), ticari katılımcıları fiyat risklerine karşı korumak amacıyla oluşturulmuşlardır. Alınan veya satılan mal türü ne olursa olsun, üreticilerin ve ticari kullanıcıların birçoğu yıkıcı fiyat dalgalanmalarına maruz kalmayı hoş karşılamaz. Tüketiciler, yükselen fiyatlar karşısında kendilerini korumak isterken; üreticiler de, düşen fiyatlara karşı kendilerini sigortalamak isterler. Vadeli kontratlar, kendine has mekanizması ile fiyat riskini başkalarına aktarırken, kişi isteklerinin tam anlamıyla olmasa bile sınırlı şekilde karşılanmasına imkân tanımaktadırlar.

Bilindiği üzere, gelecekteki fiyat artışlarından korunmak amacıyla ileriki bir tarihe mal alan altın kullanıcıları ile gelecekteki fiyat düşüşlerinden korunmak amacıyla ileriki bir tarihe mal satan üreticilerin yaptıkları ticari işlemin teknik adı hedging'dir. Bu işlem sayesinde; alıcılar ileriki tarihte alacakları malların fiyatlarını sabit tutarken, satıcılar da ileriki tarihte satacakları malların fiyatını sabit tutmakta ve böylelikle kur riski her iki taraf için de bertaraf edilmiş olmaktadır. Vadeli piyasalarda hedging işleminin uygulanması oldukça basittir. (82)

Genellikle belli bir ticari malın vadeli fiyatı, o ticari malın spot piyasadaki fiyatı ile uyum içinde hareket etmektedir. Bu nedenle kendini güvence altına almak isteyen kişi, spot piyasa pozisyonunu göz önünde bulundurarak vadeli piyasada karşıt yönlü bir pozisyonuna girerse, aleyhinde gelişebilecek fiyat değişikliklerine karşı kendini rahatlıkla koruyabilecektir. Fiyatlar değiştiğinde, hedging işlemi yapan kişi bir taraftan zarar ederken diğer taraftan kâr elde edecek ve teorik olarak kazançlar ve kayıplar birbirini dengeleyecektir.

Ancak şu da var ki; pratikte hedging işlemine girişmek bazı nedenlerden dolayı kişilerin beklentilerine tam olarak cevap verememektedir. Genellikle, vadeli ve spot fiyatlar arasında kesin bir ilişkinin varlığından söz etmek mümkün değildir.

Aşağıda teorik bir hedging işleminin nasıl yapıldığı açıklanacak, sistemdeki bazı eksiklikler ortaya konacak ve altın ticaretinin gerçek doğasına uygun ideal bir hedging işleminin nasıl yapılacağı detaylı olarak gösterilecektir.

(82) Marcia Stigum, "The Money Market" 3rd Edition, Dow Jones IRWIN, Homewood, Illinois, 1990, s.740.

1. MADEN ÜRETİCİLERİNCE DÜZENLENEN HEDGİNG İŞLEMLERİ

Herhangi bir altın madeninin kârlı olarak çalışabilmesi için üretilen altının, üretim maliyetinden daha yüksek fiyata satılması gerekmektedir. Altın fiyatlarının düşmesi durumunda kârının bir kısmını veya tamamını kaybetme tehlikesiyle karşı karşıya olan maden üreticileri, böyle bir tehlikeyle karşılaşmamak için az fakat garantili bir kâra çoğu zaman razı olmaktadır. Ana paranın üretim işinde kullanıldığı uzun bir üretim sürecinde bu risk, maden üreticilerinin karşısındaki en önemli problem olarak ortaya çıkmaktadır. Yüksek altın fiyatlarını gözönünde bulundurarak altın üretimini artırmayı ve ek yatırımlar yapmayı planlayan üreticiler, altı-yedi ay sonra altın fiyatlarının değer kaybetmesi ve maliyet fiyatına yakın seyretmesi durumunda boyutları milyonlarca dolara ulaşan beklenmedik zararlarla karşı karşıya kalabilmektedir.

1984-1991 arasında altın üreticisi maden şirketlerince düzenlenen hedging işlemlerinin miktarı yıllar itibarıyla aşağıdaki gibidir;

Hedging İşlemleri

(ton)

<u>Yıllar</u>	<u>İşlem Hacmi</u>
1984	13
1985	68
1986	62
1987	140
1988	269
1989	143
1990	254
1991	54

Kaynak: GFMS Ltd., Gold 1992.

Altın fiyatlarının düşmesi durumunda zararla karşılaşmak istemeyen üreticiler, kendileri için minimum bir fiyat düzeyi tespit etmekte ve "üretecekleri" altınların bir kısmını veya tamamını vadeli altın piyasasında satışa sunmaktadırlar. Örneğin, herhangi bir altın üreticisinin gelecek altı ay içinde 50.000 ons altın üretmeyi ve satmayı planladığını farzedelim. Spot piyasa fiyatı 350 dolar, altı ay vadeli altın fiyatı da 365 dolar iken, fiyat düşüklüğüne karşı kendini korumak isteyen bu üreticinin altı ay sonra teslim etmek kaydıyla 500 kontrat altını gelecekte teslim işlem piyasasında satışa sunduğunu düşünelim. Altı ay sonra vadeli altın fiyatı ile spot altın fiyatı arasındaki farkın kapanması ve altın fiyatının 260 dolara gerilemesi durumunda vadeli satış işleminden elde edilen kâr, üretilen altının spot piyasada satılmasından dolayı ortaya çıkan zararı telafi etmektedir. Altı ay sonra altın fiyatının yükselmesi durumunda ise vadeli altın satışından kaynaklanan zarar, spot piyasada satılan fiziksel altının kazancı ile telafi edilmektedir. Her iki şekilde de, üretici gerçekte belli bir fiyata "hapsolmuş" durumdadır.

Vadeli Piyasada SATIŞ

(Spot piyasa fiyatı 350\$ iken)

500 Kontrat Satış 365 \$'dan (6-ay vadeli)
(18.250.000\$)

Vadeli Piyasada ALIŞ (6 ay sonra)

500 Kontrat Alış 260 \$'dan
(13.000.000\$)

Spot Piyasada SATIŞ

500 Kontrat Satış 260 \$'dan
(13.000.000\$)

Kâr : 5.250.000\$

Gelecek altı ay içinde üreteceği altını hedging işlemi yaparak altı ay önceden vadeli piyasada satışa sunan üretici, fiyatların düşmesi durumunda, öncelikle açık pozisyonundaki satış işlemi kapatmakta, daha sonraki aşamada ise ürettiği fiziksel altını spot piyasada satarak paraya çevirmektedir. Vadeli satış işleminden elde edilen 5.250.000 dolarla birlikte, 500 kontrat altının satışından toplam olarak 18.250.000 dolar elde edilmekte ve bu durumda üretilen altının satış fiyatı 365 dolara gelmektedir.

Yukarıdaki örnek, ideal bir hedging işlemi olup, bu işlemin içerdiği temel prensipleri okuyucuya göstermek amacıyla düzenlenmiştir. Gerçekte, bazı dışsal faktörlerin etkisiyle ortaya çıkan bir takım sorunlar, ideal bir hedging işleminin ortaya çıkmasını çoğu zaman engellemektedir. Yukarıdaki örnek doğrultusunda bu sorunları şu şekilde sıralayabiliriz;

a. 500 kontrat büyüklüğündeki bir alışveriş işleminin maden üreticisi şirket üzerinde yarattığı sıkıntı (üretici altı ay içinde daha az miktarda üretim yaparsa taahhüdünü yerine getirememesi gibi bir tehlikeyle karşı karşıya kalacaktır),

b. Vadeli altın fiyatı spot altın fiyatına eşitlenmeden vadeli pozisyonunun kapatılma gerekliliği,

c. Teslimat ayının yaklaşmasına bağlı olarak vadeli pozisyonun kapatılması ve spot piyasadaki satış işlemi için en uygun zamanın tespit edilememesi,

d. Fiziksel altın satışından kaynaklanan teslimat bedelleri.

2. ENDÜSTRİYEL KULLANICILARCA DÜZENLENEN HEDGİNG İŞLEMLERİ

Altın üreticileri yanında altın talep eden tüketiciler de hedging işlemine girişmektedir. Karşı hedging olarak isimlendirilen bu sistemde, örneğin herhangi bir mücevherat üreticisi yıl içinde satacağı toplam altın miktarı kadar külçe altını vadeli piyasadan satın alarak fiyat yükselişlerinden korunmayı amaçlamaktadır. Bu tür hedging işlemi, mücevherat yapımcıları ve fiziksel altın satıcıları tarafından tercih edilmektedir. Yıllık altın işleme kapasitesi 10.000 ons olan bir mücevherat üreticisinin; spot altın fiyatı 400 dolar, 1-yıl vadeli altın fiyatı da 440 dolar iken, altın fiyatının yükseleceğinden endişe ettiğini ve bu amaçla 100 kontrat altını gelecekte teslim işlem piyasasından satın aldığını farzedelim.

Vadeli Piyasada ALIŞ*(Spot altın fiyatı 400\$ iken)*

100 Kontrat 440 Alış \$'dan (1-yıl vadeli)

(4.400.000\$)

Bir yıl sonra vadeli altın fiyatı ile spot altın fiyatı arasındaki farkın kapandığını ve altın fiyatının 450 dolara yükseldiğini farzedelim. Bu durumda, vadeli piyasadan altın alan mücevherat imalatçısı, öncelikle almış olduğu 100 kontrat altını 450 dolardan satarak vadeli işlem pozisyonunu kapayacak, daha sonra da spot piyasadan 100 kontrat altın alacaktır. Yaptığı vadeli alışveriş işleminden net olarak 100.000 dolar para kazanan kişinin spot piyasadan satın aldığı 10.000 ons altının gerçek maliyeti; $4.500.000 - 100.000 = 4.400.000$ dolar (*yantı ons başına 440\$*) olmaktadır.

Vadeli Piyasada SATIŞ *(1 yıl sonra)***SPOT Piyasadan ALIŞ**

100 Kontrat Satış 450 \$'dan

(4.500.000\$)

100 Kontrat Alış 450\$'dan

(4.500.000\$)

Kâr : 100.000\$

Açıkça görülmektedir ki mücevherat imalatçısı tarafından yapılan bu hedging işlemi, altın üreticisinin yaptığı hedging işleminden daha az başarılıdır. İlk örneğimizde, maden üreticisi şirket üreteceği altını altı ay sonraki spot fiyatın 105 dolar, hedging işleminin düzenlendiği anda ki spot fiyatın da 15 dolar fazlasına satarken; ikinci örneğimizde, mücevherat yapımcısı şirket kendine gerekli olan altını; altı ay sonraki spot fiyatın 10 dolar eksigine, hedging işleminin düzenlendiği anda ki spot fiyatın 40 dolar fazlasına satın almıştır. Yapılan hedging işlemine bağlı olarak; altın fiyatında 90 dolarlık fiyat düşüklüğünün yaşandığı birinci durumda ons başına 105 dolar para kazanılırken, 50 dolarlık fiyat yükselişinin yaşandığı ikinci durumda 10 dolar para kazanılmıştır.

Az veya çok her iki hedging örneğinde de taraflar kazançlı çıkmıştır. Uzak tarihli vadeli kontrat fiyatlarının vade sonunun yaklaşmasıyla birlikte spot fiyat düzeyine doğru hareket ettiği bilinmektedir. Bu eğilim, gelecek bir tarihte fiyatların düşeceğini tahmin eden ve vadeli piyasalarda satış yaparak hedging işlemine giren kişilerin lehine bir durum yaratırken, fiyatların yükseleceğini tahmin eden ve vadeli piyasalarda alım işlemine giren kişilerin aleyhinde bir durum yaratmaktadır. Bu durum, üreticinin girdiği hedging pozisyonunun, mücevherat imalatçısının girdiği hedging pozisyonundan niçin daha kârlı olduğunu izah etmektedir.

Vadeli fiyatların spot fiyatlardan daha yüksek olduğu piyasa türüne "*carrying charge market*" denilirken, spot fiyatların vadeli fiyatlardan daha yüksek olduğu piyasa türüne de "*inverted market*" denilmektedir (83)

Daha detaylı olarak incelendiğinde, hedging işlemi ile spread işleminin benzer tarzda hareket ettiği göze çarpmaktadır. Örneğin, elindeki fiziksel altını satarak vadeli piyasadan uzak tarihli altın kontratı satın alan herhangi bir altın üreticisi veya altın satıcısı, vade sonunun yaklaşmasıyla birlikte birbirine yaklaştırmaya başlayan vadeli fiyatlar ile spot fiyatlar arasındaki farklılıktan kazanç sağlamayı amaçlamaktadır. Gerçek anlamda hedging işlemi ile spread işlemi birbirine eşdeğerdir. Aralarındaki tek fark, spread işleminde dağılımın bir bacağına spot piyasa pozisyonuna dayanmasıdır.

Diğer taraftan vadeli fiyat ile spot fiyat arasındaki fiyat farklılığının genişlemesi durumunda, yakın tarihli kontratın satılıp uzak tarihli kontratın satın alındığı spread daha kazançlı bir durum yaratmaktadır. (*Bu durum genelde sadece fiyatlar arttığı zaman kendini göstermektedir*).

Vadeli kontratların doğal eğiliminin "*vade sonu yaklaştıkça, vadeli fiyatın spot fiyata doğru yaklaşmak*" şeklinde olduğu yukarıda belirtilmişti. Vadeli işlemlerin esas faydası spreadin daralmasından veya genişlemesinden kazanç elde etmektir. Bu yüzden pozisyonun belli bir süre elde tutulması durumunda, spread veya hedging işlemi yapan kişilerin kazanç sağlama şansları giderek azalmaktadır. Vadeli piyasalarda pozisyon alan kişiler, vadeli kontratlarda vade sonu yaklaşırken vadeli ve spot piyasa fiyatlarının birbirine yaklaşacağını varsaymaktadırlar. Sürecin herhangi bir noktasında spot ve vadeli piyasalar arasındaki fiyat farkının açılabilmesi de mümkündür. Ancak böyle bir gelişme, tüm olaylarda geçici bir durumdur. Vade sonunda, spot ve vadeli piyasa fiyatları birbirine mutlaka yaklaşacaktır.

(83) Kevin Commins, "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990, s.179.

Spot ve vadeli piyasa fiyatlarının zamanla birbirine yaklaşması hedging işlemi açısından büyük bir anlam ifade etmektedir. Vadeli fiyatların spot fiyatlardan daha yüksek olduğu normal bir ortamda; vadeli piyasada satış yaparak hedging işlemine girişen kişiler, vadeli ve spot piyasa fiyatları arasındaki fiyat farklılığının daralması durumunda sürekli olarak kâr elde ederken; vadeli piyasada alış yaparak hedging işlemine girişen kişiler böyle bir ortamda sürekli olarak zarar etmektedirler.

Vadeli ve spot fiyatların vade sonunda birbirine yaklaşması, altının finansman ve depolama giderlerinde görece bir azalışa yol açmaktadır. Örneğin, spot altın fiyatının 500 dolar, 1-yıl vadeli Eurodollar faizinin %10 olması durumunda, 1-yıl vadeli altın kontratının fiyatı yaklaşık olarak 550 dolar düzeyinde olacaktır. Altı ay içinde faiz oranlarında ve altın fiyatlarında herhangi bir değişiklik olmaması durumunda vadeli altın kontratının fiyatı 525 dolara, üç ay sonra da 512.50 dolara düşecektir. Bu durum, teslimat yaklaştıkça vadeli altın kontratıyla ilgili finansman masraflarının düştüğü gerçeğini ortaya koymaktadır. Diğer bir deyişle, anaparayı bir yıl boyunca altına bağlamak, anaparayı altı ay boyunca altına bağlamaktan daha pahalı olurken; anaparayı altı ay boyunca altına bağlamak da üç ay bağlamaktan daha pahalı olacaktır. Finansman masrafları düştükçe vadeli altın kontratının fiyatı düşmektedir.

Spot piyasadan satın alınan altının vadeli piyasada satışa sunulması sonucunda piyasa faiz haddine eşit bir kazanç elde edilmektedir. Böylelikle, bol miktarda fiziksel altına sahip olan bir altın üreticisi veya altın satıcısı, hiçbir geliri olmayan fiziksel altın stoku ile; sigorta, navlun ve finansman masraflarına eşit bir kazanç sağlayabilmekte ve buna ek olarak elindeki fiziksel altınları vadeli piyasada sattığı için olası fiyat düşüklüklerine karşı kendini korumuş olmaktadır.

Sahip olduğu fiziksel altınını spot piyasada satışa sunan ve vadeli piyasada tekrardan satın alan kişi, satın aldığı altının sigorta, taşıma ve finansman giderlerini, kontrat süresi boyunca ödeme yükümlülüğü altına girmektedir. Bu pozisyondaki bir kişi, fiyatların yükselmesi durumunda spot piyasada düşük fiyata sattığı altınların zararını, vadeli piyasadan elde ettiği kazanç ile kısmen telafi etmektedir. Ancak şu da var ki, fiyatlar aynı kaldığında veya düştüğünde yukarıda sıraladığımız masraflar vadeli piyasadan satın alınan altının maliyetini yükseltecektir.

Spot piyasada satış vadeli piyasada alış (SS/VA) pozisyonuna girildiğinde, üç fiyat senaryosunun ikisinde zararlı karşılaşılmaktadır.

a. Fiyatların aynı kalması veya düşmesi durumunda; hedging işlemi yapmayı düşünen kişilerin spot piyasadan altın alması daha avantajlı olmaktadır.

b. Fiyatların yükselmesi durumunda ise; hedging işlemi yapan kişiler sınırlı şekilde korunmuş olmakla birlikte elde tutulan altının depolama ve finansman masraflarını ödeme yükümlülüğü altına gireceklerdir.

Diğer taraftan, spot piyasada alış vadeli piyasada satış (SA/VS) pozisyonuna girildiğinde, üç fiyat senaryosunun ikisinde kazanç söz konusu olabilmektedir.

a. Fiyatların aynı kalması durumunda; hedging işlemi yapan kişiler altının depolama ve finansman masraflarından kurtulmuş olmaktadır. Bu gelir, spot altın fiyatlarının değişmemesi durumunda, hedging işlemine girişen kişilerin daha yüksek efektif satış fiyatı elde etmelerine imkân tanımaktadır.

b. Fiyatların düşmesi durumunda ise; vadeli piyasada yapılan satış işlemi, hedging işlemine girişen kişileri fiyat düşüşünün tümü boyunca korumakta ve finansman giderleri ile depolama masraflarından ek bir gelir sağlamaktadır.

Spot satış/vadeli alış veya spot alış/vadeli satış pozisyonlarının her ikisinde de, hedging işlemi yapan ve fiyat riskinden korunmayı amaçlayan kişiler, uzak tarihli kontrat fiyatı içine hapsedilmiş olmaktadır. Genellikle, uzak tarihli altın kontratlarının fiyatı spot altın kontratlarının fiyatından daha yüksek olduğundan, bu durum; vadeli satış yapan kişilerin yararına, vadeli alış yapan kişilerin ise zararına bir durum yaratmaktadır.

İki temel hedging pozisyoncusunun davranışı değişik tiplerdeki piyasalarda bu pozisyonların farklı şekillerde kullanılabileceğini açıkça ortaya koymaktadır. Örneğin, üç fiyat senaryosunun ikisinde kazanç sağlayan spot alış/vadeli satış pozisyonunun, fiyatların aynı kalacağına veya düşeceğine inanılması durumunda kullanılması gerekmektedir. Fiyatların yükseleceğini kuvvetli şekilde hisseden kişilerin, herhangi bir hedging işlemine girişmemeleri veya hedging işlemine konu olan kontrat miktarını biraz azaltmaları en doğru davranış olacaktır.

Üç fiyat senaryosunun ikisinde zararı garantilediğinden ve üçüncü senaryoda da sınırlı bir etki yarattığından, spot satış/vadeli alış pozisyonunun dikkatli şekilde kullanılması gerekmektedir. Hedging işlemine girişecek kişiler, fiyatların aynı kalacağına veya düşeceğine kuvvetle inanıyorlarsa vadeli piyasada işlem yapmamalı, hatta, fiyatların sınırlı olarak yükseleceğini doğru olarak tahmin etseler dahi hedging işlemine girmede ihtiyatlı davranmalıdırlar.

SONUÇ



SONUÇ

Bilindiği üzere ülkemiz talep ettiği altın miktarı bakımından dünyanın bir çok ülkesini geride bırakmaktadır. Geleneksel yatırım araçları içerisinde bu metale özel bir önem veren Türk halkı, her yıl yaklaşık olarak 150-200 ton altını dünya altın piyasalarından talep etmektedir. Yatırım araçlarının günümüzdeki kadar çok çeşitlilik arz etmediği 80'li yılların ortalarına kadar, parasal birikimlerini altın, döviz ve gayrimenkul gibi geleneksel yatırım araçları dışında hiçbir yere plase edemeyen Türk halkı, ülkemizde yaşanan uzun süreli ve yüksek enflasyonun etkisiyle paradan kaçmaya başlamıştır.

Bretton Woods sisteminin etkisiyle 1973 yılının başlarına kadar oldukça düşük düzeylerde seyreden altın fiyatları, sistemin yıkılmasıyla birlikte dünya altın borsalarında hızla yükselmeye ve spekülâtorlerin ilgisini giderek artan oranlarda çekmeye başlamıştır. 1974 ve 1979 yıllarında tüm dünyada etkili olan ve gelişmekte olan ülkelerin yanısıra gelişmiş batı ülkelerini de etkisi altına alan dünya petrol bunalımı, bu ülke ekonomilerinin birçoğunu maliyet enflasyonu sorunuyla karşı karşıya bırakmıştır. Bu durum, özellikle ithal ikameci politika izleyen ve gerek hammadde gerekse aramalar yönünden dışa bağımlı az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ödemeler dengesi üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır.

Aynı durum ülkemiz ekonomisi içinde sözkonusu olmuş ve zaten yetersiz olan döviz girdileriyle idare etmek zorunda kalan Türk ekonomisi en önemli ithal girdisi olan petrol faturasının aşırı derecede şişmesinden dolayı ciddi bir döviz sıkıntısıyla karşı karşıya kalmıştır. Sanayi sektörünün çalışabilmesi için gerekli olan hammadde ve aramaların geçmiş dönemlere göre daha pahalıya satın alınması, diğer ülkelerde yaşanan enflasyonun kendi ülkemize transfer edilmesine ister istemez neden olmuştur.

Yüksek enflasyonun insanlar üzerinde yarattığı ilk etki hiç şüphesiz paradan kaçışı hızlandırmasıdır. Nitekim, bu etki çok geçmeden kendini göstermiş ve tüm dünyada insanların altına olan ilgisi giderek artmaya başlamıştır. 1974 yılında kendini gösteren petrol krizi altın fiyatlarının yükselmesine neden olurken, altın fiyatlarındaki esas yükseliş 1979'daki ikinci petrol krizi sırasında yaşanmıştır. 1978 yılında cari fiyatlarla 193 dolar olan ortalama ons fiyatı, aşırı talepten dolayı 1979'da 306 dolara, 1980'de de 612 dolara kadar yükselmiştir. Bazı istisnalar dışında 1974 yılının başından beri istikrarlı olarak yükselen altın fiyatları, bu piyasada alışveriş yapan yatırımcı ve spekülâtor sayısının inanılmayacak derecede artmasına yol açmıştır. Alışveriş yapan kişi sayısının çoğalması piyasa derinliğini artırmış, diğer mal piyasalarında işlem yapan kişiler dahi altın piyasalarına yönelmeye başlamışlardır.

İnsanları altın almaya yönelten en önemli faktör hiç şüphesiz siyasi ve ekonomik tansiyondur. Doğu ve Batı blokları arasındaki siyasi çekişmelerin had safhaya ulaştığı, Ortadoğu'da savaşların hüküm sürdüğü, petrol fiyatlarının ve enflasyonun yükselmeye başladığı, faiz oranlarının reel olarak negatif gelir sağladığı ve son olarak da para ve sermaye piyasalarının günümüzdeki kadar gelişmediği 1970-80 arası dönemde, kişilerin altına yönelmesi için gerekli şartlar fazlasıyla sağlanmıştır.

Türk insanının altına olan ilgisi bu tür siyasi ve ekonomik gelişmelerin yaşandığı 1970-80 arası dönemde had safhaya ulaşmış, altın fiyatı hem dünya piyasalarında hem de iç piyasada hızla yükselmeye başlamıştır. Günden güne yükselen altın fiyatları, enflasyonla mücadele etmek zorunda kalan Türk insanını arayışa yöneltmiştir.

Altın, döviz ve gayrimenkul arasında seçim yapmak zorunda kalan Türk insanı, likiditeye çevrilebilme rahatlığından dolayı altını özellikle tercih etmektedir. Ülkemiz insanının işlenmiş mücevherat eşyalarını takı aracı olarak değilde tasarruf amacıyla satın almasının en önemli nedeni 1567 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu'dur. Her ne miktar olursa olsun külçe altın ve döviz alıp satan kişilerin uzun yıllar boyunca kaçakçı olarak addedilmesine neden olan bu kanun, gerçek anlamda 1989 yılının başlarında yürürlükten kaldırılmıştır. 1567 sayılı Kanun'un koyduğu tüm sınırlamalara rağmen, o yılların en cazip yatırım aracı altın ve döviz olmuştur. Ülkemiz insanının altın ve dövizden sonra tercih ettiği en önemli yatırım aracı gayrimenkuldür. Gayrimenkul alım satımlarının küçük tasarruf sahiplerinin ihtiyaçlarına cevap verememesi ve paraya dönüştürülmesi sırasında uzun bir zamana gereksinim duyulması bunun başlıca sebeplerindendir.

24 Ocak Kararları ile serbest bırakılan faiz oranları, altın talebinin hızla düşmesine neden olmuş ve altın ithalatçısı durumundaki Türkiye, bir an da altın ihracatçısı durumuna gelmiştir. Faiz oranlarının yüzde 130'lara fırlaması, 1980 yılının başına kadar altın talep eden Türk halkının, elindeki altınları satmasına ve bankerlere yatırmasına neden olmuştur. Bu durum bankerler olayının patlak verdiği 1982 yılına kadar devam etmiş ve bu süre zarfında 100 tona yakın hurda altın gayriresmi olarak yurtdışına ihraç edilmiştir.

1983 sonrasında altın talebinin yeniden artmaya başladığı ve günümüze kadar yükselerek devam ettiği yeni bir döneme adım atılmıştır. Anavatan Partisi'nin iktidara gelmesini takiben bir yandan yatırım araçları çeşitlenirken, diğer yandan da altın ve döviz üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmaya başlanmıştır. Daha çok döviz üzerindeki kısıtlamaları kaldırma konusunda başarılı olan Anavatan hükümeti, altın konusunda ciddi atılımlar yapmak istemişse de bu konuda gerekli cesareti kendinde bulamamıştır. Altın borsası kurma, altın sertifikası ve altın karşılığı tahvil çıkarma gibi bir çok konu gerek ANAP hükümetinin Maliye Bakanı Adnan Kahveci, gerekse Başbakan Turgut Özal tarafından gündeme getirilmişse de yaşanan hükümet değişikliklerinden dolayı bu olayların gerçekleşmesi mümkün olamamıştır. Ancak şu

da var ki; Anavatan hükümetinin altın konusunda hiç bir şey yapmadığını söylemekte doğru değildir. 1989 yılına kadar Türkiye'ye kaçak olarak sokulan ve yıllık değeri yaklaşık 1.5 milyar dolara ulaşan külçe altınların resmi olarak Merkez Bankası tarafından ithal edilmesine ve kilo başına 22 dolar gibi küçük bir komisyonla iç piyasada satışa sunulmasına ANAP hükümeti imkân tanımıştır. Ancak altın konusunda yapılanlar bununla kalmış, daha ileri aşamalara gidilememiştir.

Bu gün için Türk altın sektörünün çok ciddi sorunları bulunmaktadır. 35.000'e yaklaşan altın satış mağazasının ve küçüklü büyüklü 6.000 mücevherat atölyesinin bulunduğu ülkemizde, her yıl milyarlarca dolarlık altın alışverişi gerçekleştirildiği halde, bu sektörün sorunlarını çözümlenecek olan Altın Bankası, Altın Rafinerisi ve Altın Borsası gibi kurum veya kuruluşları bulunmamaktadır. Bu eksikliklerden dolayı külçe altın ithalatı şu an için sadece T.C. Merkez Bankası tarafından yapılmakta, ülke içindeki hurda altınlar çok ilkel yöntemlerle temizlenmekte, bankalar altın üzerinden mevduat kabul edememekte, altın üzerinden kredi verememekte, sektör içinde faaliyet gösteren imalatçılar, toptancılar ve ihracatçılar sermaye yetersizliğinden şikayet etmekte, ithal edilen külçe altınlar resmi bir altın borsasının bu güne kadar kurulamamasından dolayı T.C. Merkez Bankası Döviz Karşılığı Altın Piyasası olarak isimlendirilen güdümlü bir piyasa içinde alınıp satılmaktadır.

Türk altın sektörünün gelişebilmesi ve dünya piyasalarında rekabet edebilmesi yukarıdaki sorunların çözülmesiyle mümkün olacaktır. Bu sorunların tümünü aynı an da çözmek doğal olarak mümkün değildir. Ancak, yıllık külçe altın ithalatının 1.5-2 milyar dolara, işlenmiş altın ihracatının 1 milyar dolara ulaştığı ülkemizde, 150.000 kişiye iş imkânı sağlayan bu sektörün gelmiş geçmiş hükümetlerin hiçbirisinden gerekli ilgiyi görmediği bir gerçektir. Hiç bir teşvik ve vergi istisnası tanınmaksızın, katma değeri oldukça yüksek olan altın mücevherat eşyalarını dünyanın bir çok ülkesine pazarlayan altın ihracatçılarımız, çok basit bazı sorunların ortadan kalkması durumunda hiç şüphesiz daha başarılı olacaklardır.

Bir ülkenin ulusal altın sektörünün gelişebilmesi Altın Bankası, Altın Rafinerisi ve Altın Borsası gibi kurumsal işletmelerin açılması ve uyum içinde hareket edebilmesi ile mümkündür. Bu kurum veya kuruluşların hiç birinin bulunmadığı bir ülkede, bu konuda öncelik acaba neye verilmelidir. Önce Altın Borsası mı kurulsun yoksa Altın Bankası veya Altın Rafinerisi mi?

Sektörün yapısal özellikleri ve işleyişi incelendiğinde önceliğin bankaya tanınması gerektiği açıkça görülmektedir. Altın üretimi, işletmeciliği veya ticareti konusunda söz sahibi olan ülkelerin bir çoğunda, altın sektöründe faaliyet gösteren kişi veya kuruluşlara hizmet vermeyi amaçlayan özel bir bankanın kurulmasına genelde gerek duyulmamıştır. Çünkü, gerek Güney Afrika Cumhuriyeti veya A.B.D. gibi altın üreticisi ülkelerde, gerek İtalya veya Singapur gibi mücevherat imalatçısı ülkelerde ve gerekse İsviçre veya İngiltere gibi külçe altın ticareti konusunda uzmanlaşmış ülkelerde faaliyet gösteren ticari bankaların tamamına yakını altın

üzerinden mevduat kabul edebilmekte, altın üzerinden kredi verebilmekte, altın ithalatı ve altın ihracatı gibi faaliyetlerde bulunabilmektedir. Türkiye dışındaki diğer ülkelerde böyle bir bankaya gereksinim duyulmamasının bir diğer nedeni de; bu ülkelerin hemen hemen hiç birinde altın sektörünün ülkemizdeki kadar büyük boyutlarda olmaması ve bu ülke insanların ülkemiz insanı kadar altınla içli dışlı olmamasıdır.

Ülkemizde bulunan ticari bankaların altın üzerinden işlem yapabilmeleri yürürlükteki kanunlara göre şu an için mümkün değildir. Bankaların altın üzerinden işlem yapamamaları, değeri milyarlarca dolara ulaşan önemli bir kaynağın yastık altında kalmasına ve ekonomiye hiç bir fayda sağlayamamasına neden olmaktadır. Bilindiği üzere ülkemiz talep ettiği altın miktarı bakımından Ortadoğu ülkeleri arasında ikinci, dünya ülkeleri arasında ise yedinci sırada gelmektedir. Ülkemizde talep edilen külçe altın miktarı, ülke ekonomisinin içinde bulunduğu şartlara bağlı olarak yılda 130 ile 160 ton arasında değişmektedir.

Her yıl 2.600-2.700 ton fiziksel altının el değiştirdiği dünya altın piyasalarında, bu miktar yaklaşık olarak yüzde 5'e karşılık gelmektedir. Tüm dünyada yeraltında ve yerüstünde bulunan altın rezervlerinin 100.000 ton olduğu tahmin edilmekte, toplam dünya rezervlerinin yüzde 5'ine karşılık gelen 5.000 tonluk kısmının da Türk halkının elinde bulunduğu ileri sürülmektedir.

Ülkemiz ekonomisinin yeterli derecede kaynak yaratamadığı ve bu nedenden dolayı sık sık iç ve dış borçlanmaya gittiği bilinmektedir. Dış borçların 55 milyar dolara ulaştığı ülkemizde, düşük maliyetli kaynak yaratmanın tek yolu halkın elinde bulunan altınların belli bir program dahilinde ekonomiye kanalize edilmesidir. Bu günkü fiyatlarla 60 milyar dolara karşılık gelen 5.000 ton altını, alınacak bazı kararlarla ekonomiye kazandırabilmek mümkündür. Bunu gerçekleştirmek amacıyla ilk aşamada altın alma potansiyeline sahip kişilere, sonraki aşamada ise altın birikimi olan kişilere hitap edecek özel bir sektör bankasının kurulması gerekmektedir. Konunun başarı şansını denemek amacıyla, bu konuda ihtisaslaşmış bir sektör bankasına verilmesi gereken altın üzerinden işlem yapabilme yetkisinin, sonraki aşamalarda diğer ticari bankalara da tanınması gerekmektedir.

Şu an için Türkiye'de faaliyette bulunan ticari bankaların altın üzerinden işlem yapamamalarının en büyük nedeni; bazı kanuni engellemelerin yanısıra toplanan altın mevduatlarının nereye plase edileceğinin tam olarak bilinmemesinden kaynaklanmaktadır. Altın sektöründe faaliyet gösteren kişilerin katılımıyla kurulacak ticari bir banka, herhangi bir ticari banka tarafından yapılan bütün işlemleri aynı şekilde yapabilmeli, bunun yanısıra altın üzerinden mevduat kabul etme ve altın üzerinden kredi verme gibi ilave yetkilere de sahip olmalıdır. Ülkemizde henüz modern bir altın rafinerisi bulunmadığı için, halkın elinde bulunan altın mücevherat eşyalarını bu bankaya mevduat olarak kabul etmek rafineri kurulana değin mümkün olmayacaktır. Çünkü, altın bankasının kurulması ile altın rafinerisinin faaliyete

geçmesi arasında hiç şüphesiz belli bir zamana gereksinim duyulacaktır. Bu süre zarfında, kurulacak olan altın bankasının hizmet vereceği hedef kitle özellikle "potansiyel altın alıcıları" olacaktır.

Potansiyel altın alıcıları, henüz altın almamış fakat altın almayı ilke olarak benimsemiş kişilerdir. Örneğin; saf altının gramı 90.000 lira iken, herhangi bir kişinin 9.000.000 liraya sahip olduğunu ve bu parayla altın almak istediğini farzedelim. Potansiyel altın alıcılarına, paralarına karşılık gelen miktar kadar altın sertifikası verilmesi ve verilecek olan altın sertifikalarına da belli bir faiz ödenmesi durumunda bu kişilerin fiziksel altın yerine, bankanın verdiği altın sertifikalarını tercih edeceği bir gerçektir. Yukarıdaki kişinin sahip olduğu 9.000.000 lirayı altın bankasına götürdüğünü ve karşılığında da 100 gramlık has "Altın Sertifikası" aldığını düşünelim. Eğer bu kişi sahip olduğu parayla bilezik almış olsaydı, bu bilezikleri paraya çevirirken belli bir işçilik kaybıyla karşı karşıya kalacak, kolayca paraya çeviremeyecek ve en önemlisi evinde veya kolunda sakladığı için hiç bir faiz geliri elde edemeyecekti. Buna karşılık fiziksel altın yerine altın sertifikasını tercih eden kişi, satış işlemi sırasında hiç bir işçilik kaybıyla karşılaşmayacak, sahip olduğu altın sertifikasını uluslararası fiyat değişikliklerine göre reel piyasa fiyatı üzerinden anında paraya çevirebilecek, istediği an da altın olarak teslim alabilecek ve azda olsa bir faiz geliri elde edecektir.

Altın mücevherat eşyasına sahip olan kişilerin bu tür bir işleme girişmeleri, eldeki altınların herhangi bir kuyumcuya satılmasından ve elde edilen para karşılığı kadar sertifikanın bu bankadan satın alınmasından sonra mümkün olabilecektir. Her iki işlemde de görüleceği gibi altın bankasının elinde devamlı olarak TL birikimi olmaktadır. Altın sertifikalarından kaynaklanan yüklenim risklerinin ortadan kaldırılması amacıyla, bankanın elinde bulunan TL fonlarının şu veya bu şekilde altına çevrilmesi gerekmektedir. Bu amaçla;

a. Resmi altın borsası henüz oluşturulmadığından eldeki TL fonlarının dövize çevrilmesi ve bu döviz karşılığında uluslararası piyasalardan altın alınması,

b. Resmi altın borsasının ülkemizde kurulması durumunda eldeki TL fonlarıyla altın borsasından direkt olarak altın alınması,

c. Altın sertifikası karşılığında halktan toplanan TL fonlarının, kredi gereksinimi olan altın imalatçılara, toptancılarına ve ihracatçılara altın karşılığında TL olarak verilmesi,

d. Altın sertifikalarının yoğun talep görmesi ve halktan gelen hurda altınların ülkemizin yıllık altın ihtiyacını aşması durumunda, toplanan hurda altınların ithal edilmek kaydıyla yurtdışındaki herhangi bir rafineriye ihraç edilmesi ve standart külçe haline getirildikten sonra banka tarafından TL karşılığında satın alınması,

e. Altın rafinerisinin kurulması durumunda ise; kuyumcu ve sarraflarca rafineriye götürülen ve standart külçe haline getirilen altınların yine bu banka tarafından TL karşılığında satın alınması gerekmektedir.

Elinde altın olan kişiler veya potansiyel altın alıcılarınca altın bankasına mevduat olarak yatırılan parasal fonların veya altınların ne şekilde kullanılacağı ve nereye plase edileceği konusu ise bu bankanın en önemli kuruluş amaçlarından birini oluşturmaktadır. Altın mücevherat işlemeciliği konusunda İtalyan mücevherat endüstrisinin 80'li yılların başındaki durumu ile Türk mücevherat endüstrisinin günümüzdeki durumu birbirine oldukça benzemektedir. Mücevherat yapımı için 1981 ile 1984 yılları arasında 170 ile 230 ton arasında altın talep eden İtalya, 1985-88 yılları arasında 220 ile 260 ton, 1989-92 yılları arasında ise 340 ile 420 ton arasında altın talep etmiştir. 10 yıl gibi kısa bir süre içerisinde ikiye katlanan üretim hacmi, İtalyan mücevherat sektörünün büyük boyutlarda üretim yapmasına ve dış piyasalarda rekabet gücünün artmasına imkân tanımıştır. İtalya'da yaşanan bu gelişmenin esas nedeni 80'li yılların ortalarında İsviçre bankalarından temin edilen düşük faizli altın kredileridir. Dünya merkez bankaların kasalarında ülke rezervi olarak tutulan büyük boyutlardaki altınların kasalarda durduğu müddetçe hiç bir faiz geliri sağlamaması, bu altınlardan kazanç sağlamayı amaçlayan ülkeleri belli bir arayışa itmiştir. Özellikle 1987 yılında menkul kıymet piyasalarında yaşanan kriz sonrasında, ödeme güçlüğü içine giren bazı büyük bankerlerin ticari bankalardan 150 ton altın kredisi kullandığı bilinmektedir. Bu şekilde borçlanan kişiler kredi olarak kullandıkları altınları, altın piyasasında paraya çevirmekte ve daha aktif kullanacakları diğer piyasalara kanalize etmektedirler.

Ellerindeki altınları %1 ile %3 arasında değişen düşük faiz hadleriyle altın üreticilerine kredi olarak veren ticari bankalar, bu şekilde hiç bir geliri olmayan altın stoklarını değerlendirdikleri gibi altın üreticisi ülkeler açısından da yeni iş imkânları yaratmaktadırlar. Ticari bir bankadan altın kredisi kullanan maden üreticisi şirket, aldığı bu altınları spot piyasada satışa sunmakta ve satış işleminden elde ettiği parayla altın şretimini finanse etmektedir. Alınan kredinin geri ödeme süresi geldiğinde, borç olarak alınan altınlar şirketin kendisince üretilen altınlarla ödenmektedir.

Altın üreticisi maden şirketleri açısından bu şekilde borçlanmanın iki temel faydası bulunmaktadır. Bu faydalardan birincisi; para ve sermaye piyasalarından yüksek faizle döviz kredisi kullanma yerine, altın kredisi olarak çok daha düşük kredi faiziyle borçlanma; ikincisi ise, ons fiyatında meydana gelen ani fiyat değişikliklerine karşı şirketin kârını garanti altına almasıdır. Yıllık altın üretimi 10 ton olan bir maden üreticisinin, gelecekteki bir tarihte altın fiyatlarının düşeceğinden endişe ettiğini ve yıl içinde üreteceği altınları düşük fiyatla satmak istemediği için ticari bir bankadan 10 ton altın kredisi kullandığını düşünelim. Bu üretici, bankadan kredi olarak aldığı 10 ton fiziksel altını spot veya vadeli piyasada paraya çevirerek, ileriki bir tarihte yaşanabilecek fiyat düşüşlerine karşı kendi kendini garanti altına

almakta ve yıl içinde üreteceği altının 10 tonunu vade bitiminde bankaya geri ödemektedir.

Ancak, kağıt üstünde oldukça güzel görünen bu işlemin uygulamada bazı olumsuz tarafları bulunmaktadır. Bu olumsuzluklardan birincisi; altın fiyatlarının yükselişe geçmesi durumunda üreticinin fiyat artışlarından istifade edememesi, ikincisi ise; altın üretimi sırasında karşılaşılan bazı aksamalardan dolayı kredi olarak alınan altın miktarıyla madenden çıkartılan altın miktarının birbirini karşılayamamasıdır.

Ticari bankaların altın kredisi kullandırmalarına esas itibarıyla dünya Merkez Bankaları imkân tanımaktadır. Altın rezervine sahip olan Merkez Bankaları, bu altınları kısa vadeli olarak (3 ay, 6 ay veya en fazla 1 yıl) ticari bankalara vermekte, ticari bankalarda düşük bir faiz ilavesiyle altın üreticisi maden şirketlerine borç olarak vermektedirler. Bu şekilde hem Merkez Bankalarının kasalarında bulunan ve hiç bir kazanç sağlamayan altınlar kazanç sağlar hale gelmekte, hem de altın üreticisi maden şirketlerinin dönemsel ihtiyaçları giderilmiş olmaktadır. Altın fiyatlarının düşeceğine ilişkin beklentilerin ağırlık kazandığı dönemlerde, maden üreticilerinin kredi olarak talep ettikleri altın miktarında ciddi bir artış göze çarpmaktadır. Altın üretici şirketler, ticari bankalardan temin ettikleri altın kredileri sayesinde 3 ay veya 6 ay sonra yeryüzüne çıkacak altınlarını henüz yeryüzüne çıkmadan rahatlıkla paraya çevirebilmektedirler.

80'li yılların sonlarına doğru altın piyasalarının etkin bir parçası olarak ortaya çıkan altın üzerinden borçlanma işlemleri, gerek Merkez Bankalarının kasalarında tutulan altınların aktif olarak değerlendirilmesinden, gerekse altın üreticilerine sağladığı düşük faizli borçlanma imkânından dolayı finans çevrelerince kabul edilmiş durumdadır.

Yakın geçmişe kadar sadece altın üreticisi maden şirketlerine verilen altın kredisi, İtalya'nın öncülüğünde altın mücevherat üreticilerine de verilmeye başlanmıştır. Diğer mal türlerinde olduğu gibi, altın mücevherat eşyalarının dünya piyasalarına ihraç edilmesi sırasında da kıyasıya bir rekabet söz konusudur. Teknoloji ağırlıklı üretim yapan İtalya ile emek yoğun üretim yapan Singapur gibi ülkeleri dünya mücevherat piyasalarında üstün duruma getiren esas olay işçilik miktarının düşüklüğü değil, satış işlemi sırasında mücevherat ithalatçısı ülkelere tanınan uzun vadedir. Altın mücevherat eşyası talep eden zengin arap ülkeleri ile gelişmiş batı ülkelerine altın ihraç edebilmenin tek yolu, satış işlemi sırasında bu ülkelere 90 veya 180 günlük vade tanımaktır. Ticari bankalardan temin edilen düşük faizli altın kredileri sayesinde dünyanın belli başlı altın mücevherat üreticisi ve ihracatçısı haline gelen İtalya'nın işçilik ve kâr marjı Türkiye'den oldukça yüksek olmasına rağmen daha başarılı olmasının tek nedeni; üretilen altınların vadeli olarak satılmasıdır.

Ancak, ülkemiz mücevherat üreticilerinin içinde bulunduğu ekonomik zorluklar gözönüne alındığında, sınırlı bir sermaye ile imalat işini gerçekleştiren küçük boyutlu atölyelerin satış işlemi sırasında bu kadar uzun bir vade tanımları hiç bir şekilde mümkün değildir. Sermaye yetersizliği bu sektörün hemen her kademesinde kendini göstermekte; imalatçılar, toptancılar ve hatta kuyumcular sermaye yetersizliğinden şikayet etmektedir. Külçe altın ithalatının ve mücevherat eşyası satışlarının had safhaya ulaştığı yaz aylarında, altın imalatıyla uğraşan atölyelerin ve toptancıların bir çoğu, müşterilerinden gelen işlenmiş altın taleplerini karşılayabilmek amacıyla bazı kişilerden çok yüksek faizle altın borçlanmaktadır. Kapalıçarşı altın borsasında şu an için 1 kilo altına uygulanan aylık faiz miktarı 15 gram ile 20 gram arasında değişmektedir. Yıllık bazda %18'lerle hatta %24'lerle kredi temin etmek, imalatçıları, toptancıları ve işlenmiş altın ihracatçıları zor durumda bıraktığı gibi işçilik ücretlerinin artmasına da neden olmaktadır.

Bu durum göstermektedir ki; ülkemizde altın üzerinden borçlanmak isteyen belli bir zümre bulunmaktadır. Ülkemizde kurulması düşünülen altın bankasında mevduat olarak toplanan altınları veya parasal fonları, altın karşılığında bu sektöre kredi olarak aktarabilmek mümkündür. Gerek yurtdışındaki yabancı bankalardan temin edilen gerekse vatandaşlardan toplanan düşük faizli altınların sektöre enjekte edilmesi, Türk mücevherat sektörünün kaderini değiştirecektir. Mücevherat üretimini 10 yıl içinde ikiye katlayan ve üretmiş olduğu 400 tonluk altın mücevherat eşyasının yüzde 70'lik kısmını tüm dünyaya ihraç eden İtalya, bugünkü durumuna altın sektörüne enjekte edilen düşük faizli altın kredileriyle ulaşmıştır. Aynı imkânların ülkemiz mücevherat üreticilerine de sağlanması durumunda, benzer türden gelişmelerin kısa zamanda kendi ülkemizde de görüleceği ve işlenmiş altın ihracatı konusunda dünya liderleri arasına gireceği göz ardı edilmez bir gerçektir.

İç piyasadaki talep yetersizliğinden dolayı fazla bir üretim gerçekleştiremeyen ve çoğunlukla %40-50 kapasiteyle çalışan altın imalat atölyelerinde atıl bir kapasite bulunmaktadır. Ülkemiz mücevherat üreticilerinin ve işlenmiş altın ihracatı konusunda uzmanlaşmış şirketlerin, ucuz maliyetli altın kredisine sahip olmaları durumunda yeni pazarlar bulacakları ve zaten varolan atıl kapasiteden dolayı, müşterilerinden gelen talepleri hiç bir sıkıntıyla karşılamaksızın üretip ihraç edecekleri bir gerçektir. Şu an için ülkemizde üretilen altın mücevherat eşyalarının yaklaşık yüzde 40'ı yurtdışına ihraç edilmektedir. Ancak bu ihracat işleminin sadece %5'lik kısmının resmi kanallarla gerçekleştiğine, geri kalanının ise Türkiye'ye tatile gelen yabancı turistler veya yurtdışında çalışan Türk işçilerince yolcu beraberinde götürüldüğüne dikkat çekmekte yarar vardır.

Altın bankasında toplanan mevduatların plase edileceği bir diğer saha hiç şüphesiz, altın sektörünün dışında kalmakla birlikte düşük faizli krediye gereksinim duyan diğer sektörlerdir. Çalışma prensipleri ve şartları altın sektörüne oldukça benzeyen ve genelde peşin parayla çalışan bazı sektörlerin de (örneğin; kağıt sektörü) altın üzerinden kredi talebinde bulunabileceği unutulmamalıdır.

Ülkemiz altın sektörünün gelişmesi açısından en kısa zamanda çözümlenmesi gereken bir diğer konu; altın rafinerisidir. Altın bankasının kurulmasından sonra potansiyel altın alıcılarının hedef kitle olarak ele alınmasının esas nedeni; ülke içindeki hurda altınları saflaştıracak ve uluslararası standart külçe formuna sokacak bir altın rafinerisinin bulunmamasıdır. Her yıl 150 ile 200 ton arasında külçe altının mücevherat yapımında kullanıldığı ülkemizde, kurulacak olan altın rafinerisi sektörde köklü bir yapısal değişikliğe neden olacaktır. Altın talep eden hemen her ülkede, altın mücevherat eşyası alan veya altına yatırım yapan bazı kişilerin, moda ve kişisel tatmin gibi insan doğasında bulunan psikolojik faktörlerin ve bazı siyasi ve ekonomik faktörlerin etkisiyle, satın aldıkları altınları zaman içinde paraya çevirdikleri veya yenisiyle değiştirdikleri bilinmektedir. Böyle bir durum karşısında kuyumculara ve sarraflara götürülen kullanılmış altınlar, hurda altın fiyatı üzerinden satın alınmakta ve eritilerek hurda altın külçesi haline getirilmektedir. Eritilen ve eritildikten sonra ayar edilen hurda altın külçelerinin, rafinaj işlemine girmeksizin tekrardan imalat işleminde kullanılması pek mümkün değildir. Ancak, ülkemizde ve özellikle de İstanbul'da bulunan ifrazevlerinin, bu günkü fiyatlarla bir kilo altını 600.000 lira gibi gayet yüksek bir fiyata saflaştırmaları, imalat işiyle uğraşan atölyelerin bu tür külçeleri saflaştırma işlemine tabi tutmaksızın tekrardan kullanıma sokmalarına neden olmaktadır. Bir kilo hurda altının temizlenmesi için kilo başına bu kadar fazla para talep edilmesine rağmen, saflaştırma işleminin ilkel yöntemlerle yapılmasından dolayı hurda altın külçelerinin tam olarak saflaştıramadıkları da bir gerçektir. Saflaştırılan hurda altınlar karşılığında müsterilerine binde 995 saflıkta altın veren ifrazevlerinin bir çoğunda kimyager dahi bulunmadığı bilinmektedir. Saflaştırma işleminin pahalı olmasından dolayı bu tür hurda altınların temizlenmeksizin tekrardan kullanıma girmesi (mücevherat yapımında kullanılması) ve ifrazevlerince tam olarak temizlendiği iddia edilen altınların gerçekte daha düşük ayarlarda çıkması, imal edilen altın mücevherat eşyalarının ayar bakımından olması gerekenden daha düşük çıkmasına neden olmaktadır. Örneğin, ifrazevince temizlenen altının binde 995 saflıkta olduğunu esas alarak alışım hazırlayan bir atölyeci, kullandığı has altının gerçekte binde 993 saflıkta olduğunu bilmiyorsa ürettiği mücevherat eşyalarının ayarı doğal olarak düşük çıkacaktır.

Bu tür olumsuzluklardan dolayı atölyelerce üretilen altın mücevherat eşyaları üzerine vurulan ayar damgaları pek gerçeği yansıtmamaktadır. Bir çok toptancı ve atölyeci kendilerince üretilen ve binde 750 saflık derecesi üzerinden satışa sundukları altın mücevherat eşyalarını, geri satın alırken binde 680 saflık derecesi üzerinden paraya çevirmektedir. Şu an için önemli bir sorun olmaya devam eden ayar konusundaki çelişkileri sona erdirmek ve Türk mücevherat ürünlerine gerek iç gerekse dış pazarlarda güven duyulmasını istiyorsak, sektör içinde en kısa zamanda yapısal düzenlemelere gidilmesi gerekmektedir. Ayar konusunda gerekli standart ve toleranslar oluşturulmadığı sürece, ülkemiz mücevherat endüstrisinin özellikle dış pazarlarda rekabet edebilmesi mümkün olmayacaktır. Bu konuda standart oluşturmanın tek yolu; altın rafinerisinin en kısa zamanda kurulmasıdır.

Yoğun bir sermaye gerektirmesinden dolayı altın bankasının iştiraki şeklinde kurulması gereken Altın Rafinerisi, ülke içindeki hurda altınların tam olarak saflaştırılmasına imkân tanıyacağı gibi, mücevherat yapımında kullanılan altın alaşımlarının hazırlanmış yarı mamül olarak atölyelere sunulmasına da imkân tanıyacaktır. Şu an için standart külçe şeklinde ithal edilen has altınlar yerine, cevher ithal etmek ve bu cevheri temizledikten sonra iç piyasaya külçe şeklinde sürmek, ülkemizce ithal edilen külçe altınlar için daha az döviz ödenmesine imkân tanıyacağı gibi yeni iş sahalarının açılmasına ve işsizliğin azalmasına da neden olacaktır.

Cevher olarak ithal edilen altınların, saflaştırma işleminden sonra külçe formuna getirmek ve bu şekilde piyasaya sürmek belli bir kazanç sağlamakla birlikte, bu altınların külçe halinde değil de yarı mamül alaşım halinde piyasaya sürülmesi sektörün gelişmesi açısından özel bir önem arz etmektedir. Her ayar ve her renk standart altın alaşımlarının değişik boyut ve inceliklerde tel veya astar olarak satışa sunulması, imalat işi yapan atölyelerin ön hazırlık olarak isimlendirilen işlemlerini (has altına gerekli katkı maddelerinin konularak alaşımın hazırlanması, bu alaşımın eritilmesi ve eritilen alaşımın tel veya astar haline getirilmesi) asgari düzeye indirecektir. Böylelikle elinde altın olan atölyeciler, bu altını yapacağı işin cinsine göre astar veya tel halindeki alaşımla değiştirecek ve direkt olarak imalata geçecektir. Böyle bir işlem, atölyelerin ön hazırlık işlemlerinden kaynaklanan zaman kayıplarını ve gerek hesaplama hatalarından gerekse eritme ve çekme işlemleri sırasında ortaya çıkan bazı firelerini sona erdirecektir. Altın rafinerisi tarafından üretilen standart altın külçelerini veya yarı mamül altın alaşımlarını ülke içinde pazarlamak mümkün olduğu gibi ülke dışına ihraç edebilmekte mümkündür.

Altın Bankası ve Altın Rafinerisi gibi temel yapı taşlarını oluşturduktan sonra sıra altın borsasının kurulmasına gelmektedir. Altın Borsası kurulana değin sadece bankalar tarafından yapılan altın ithalatının, borsanın kurulmasını takiben tamamen serbest bırakılması gerekmektedir. Uluslararası geçerliliğe sahip standart altın külçelerinin oluşumuna imkân tanıyan altın rafinerisi ve altın işlemleri konusunda uzmanlaşmış bir sektör bankası, kurulacak olan altın borsasının temelini oluşturmaktadır. Bu kurumlar oluşturulmaksızın altın borsasının kurulması; bu borsanın işlem hacminin ithal edilen altın miktarıyla sınırlı kalmasına, piyasanın "altın bankası" gibi önemli bir market maker'dan yoksun kalmasına ve en önemlisi bu borsanın kendi içinde yok olmasına neden olacaktır.

T.C.Merkez Bankası bünyesinde oluşturulan Döviz Karşılığı Altın Piyasası, dünya borsalarıyla bağlantılı olarak külçe altın alışverişine imkân tanımış olmakla birlikte, sistemin özünde bazı eksik noktalar bulunmaktadır. Örneğin, bu piyasa hiç bir zaman herhangi bir altın borsasında olması gereken temel özellikleri taşımamış, monopol bir yapı sergilemiştir. Sistemin bu özelliğinden dolayı Merkez Bankasından satın alınan külçe altınların alınıp satıldığı ikincil bir piyasaya ihtiyaç duyulmuş, bu bağlamda devreye hiç bir resmi statüsü olmayan Kapalıçarşı Altın Borsası girmiştir. Merkez Bankası'nca resmi olarak ithal edilen veya yurda kaçak olarak getirilen külçe

altınların tamamına yakın kısmının spot olarak alınıp satıldığı Kapalıçarşı Altın Borsasında, uluslararası altın borsalarıyla bağlantılı vadeli ve opsiyonlu işlemler direkt olarak yapılamamaktadır. Alışveriş işlemlerinden kaynaklanan para ve mal teslimatları sırasında hiç şüphesiz belli bir risk unsuru bulunmaktadır. Kapalıçarşı altın borsasının yasal bir statüye sahip olmaması ve alışveriş yapan kişilerin takas dairelerine karşı değilde birbirlerine karşı sorumlu olmaları, piyasa dışında bulunan kişilerin Kapalıçarşı altın borsasından alışveriş yapmalarını engellemektedir.

Ülkemizin ve özellikle altın sektörünün ihtiyacı olan resmi altın borsasının en kısa zamanda kurulması gerekmektedir. Böyle bir piyasanın kurulması sırasında acaba nelere dikkat edilmelidir? Şu bir gerçektir ki; herhangi bir piyasanın aksamadan işleyebilmesi için bazı parçaların hiç bir hataya imkân vermeyecek şekilde eksiksiz olarak bir araya getirilmesi gerekmektedir. Adeta canlı bir organizma görünümünde olan borsaların, gerek idari yönetim ve kadroları gerekse bu piyasada aracılık faaliyetinde bulunan yardımcı kurumlarıyla tam bir bütünlük içerisinde bulunması gerekmektedir. Sistemdeki en küçük aksaklık, bu piyasanın işleyişini ve gelişimini hiç şüphesiz etkileyecektir.

Ülkemizde altın borsasının kurulmasıyla ilgili çalışmalara içinde bulunduğumuz 90'lı yıllarda giderek hız verilmeye başlanmış ve bu borsanın kurulmasıyla ilgili istekler toplumun hemen her kesiminde yaygın ve ortak bir görüş haline gelmiştir. Resmi bir altın borsasının ülkemizde kurulması büyük önem taşımakla birlikte, kurulacak olan altın borsasının kişilerin isteklerine tam olarak cevap verip veremeyeceği gerçekten tartışılmaya değer bir konudur. Böyle bir borsanın kurulması sırasında ortaya çıkabilecek en büyük tehlike, kurulacak olan altın borsasının yapısal bir bütünlük oluşturmaksızın aniden faaliyete geçmesidir.

Kurulması düşünülen resmi altın borsasının, hem Türk altın sektörünün gelişimine katkıda bulunacağı hem de İstanbul'un uluslararası finans merkezi olmasında önemli bir rol üstleneceği tartışma götürmez bir gerçektir. Altın borsasının kurulması ülkemiz açısından bir çok faydayı beraberinde getirecektir. Ancak, altın borsası kurulurken, borsa ile ilgili altyapı çalışmalarını hazırlayan kişilerin bazı noktalara önemli dikkat etmesi gerekmektedir. Çok hassas dengeler üzerine kurulacak olan altın borsasıyla ilgili kural ve yönetmeliklerin, İMKB örneğinde olduğu gibi deneme yanılma metoduyla değil uluslararası standartlara uygun olarak hazırlanması gerekmektedir. Borsanın alt yapısını oluşturan kural ve yönetmeliklerin uzman kadrolarca hazırlanması ve külçe altın ticaretiyle uğraşan kişi ve kuruluşların ortak görüşlerine başvurulması ileri de ortaya çıkabilecek sorunların daha ilk başta ortadan kaldırılmasına imkân tanıyacaktır.

Altın borsasının işleyişiyle ilgili çok küçük yanlışlıkların, kurulacak olan altın borsasını daha ilk günden yalnızlığa iteceği unutulmamalıdır. Uluslararası borsalarda işlem yapan piyasa katılımcılarının tahmin edilemeyecek derecede küçük sorunlarla karşılaşması, o borsada yapılan alışveriş işlemlerinin tüm çekiciliğini ortadan

kaldırıldığı gibi işlem hacminin düşmesine de neden olmaktadır. Haklı bir sebebe dayanıyor gibi görünse de borsa yönetimlerince alınan bazı kararlar, bazı borsaların kapanmasına dahi yol açabilmektedir. Örneğin, küçük tasarruf sahiplerinin alışveriş yapabilmesine imkân tanımak amacıyla vadeli kontrat hacminin 100 Ons yerine 20 Ons olarak belirlenmesi Winnipeg altın borsasına olan ilgiyi azaltmış, buna benzer bir başka olay Londra altın borsasında yaşanmış ve fiyat kotasyonlarının dolar üzerinden değil de sterlin üzerinden verilmesi, Londra vadeli altın borsasının işlem hacmi yönünden zayıflamasına ve kapanmasına neden olmuştur.

Ülkemizde kurulması düşünülen altın borsasında spot altın işlemlerinin yanısıra vadeli ve opsiyonlu altın işlemlerinin de yapılabilmesine imkân tanınmalıdır. Altın borsasının ve altın işlemlerinin dar kapsamlı olarak ele alınması ve sadece fiziksel altın alışverişlerine imkân tanınması, bugün için Kapalıçarşı altın borsasında illegal olarak yürütülen alışveriş işlemlerinin resmileşmesine imkân tanırken, işlem hacminin ithal edilen külçe altın miktarı ile sınırlı kalmasına neden olacaktır. Gerekli altyapı çalışmalarının hazırlanmasından sonra, resmi altın borsası içerisinde vadeli ve opsiyonlu altın işlemlerinin de yapılabilmesi, bu borsanın işlem hacmini 10-15 kat artıracak gibi yabancı yatırımcıların ve spekülörlerin alışveriş yapacağı uluslararası altın piyasaları arasına girmesine de imkân tanıyacaktır.

Kuyumculuk sektörünün en önemli sorunları arasında sermaye yetersizliğinin geldiği bilinmektedir. Bu amaçla kurulacak olan altın borsasında; altın borçlanmasına imkân sağlayacak gerekli yapısal hazırlıklara öncelik verilmesi ve bu amaçla; bankaların altın üzerinden mevduat kabul edebilmelerine ve altın üzerinden kredi verebilmelerine imkân sağlayacak gerekli kanuni düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

Ülkemizde, bugün için resmi altın ithalatı T.C.Merkez Bankası tarafından yapılmakta, dünya altın fiyatları yakından izlenerek kullanıcılara uluslararası fiyatlardan altın sağlanmaktadır. Bir kilo ağırlığındaki standart altın külçelerinin alıcılara teslim edilmesi sırasında Merkez Bankası'nca 22 dolarlık ilave külçe masrafı talep edilmektedir. Bu masraf, fiziksel altın teslimatları sırasında dünyadaki diğer bankalar tarafından da değişik oranlarda talep edilmektedir. (Örneğin, bu miktar İsviçre de 50 SF'dir). Türk altın piyasasında, yurtdışından ithal edilen külçe altınları pahalı duruma getiren esas olay, aracı kurumların ve bankaların altın almak amacıyla satın aldıkları döviz ve efektifler için Merkez Bankası'na %20 zorunlu devir yapmalarından kaynaklanmaktadır. Serbest piyasadaki döviz fiyatı ile T.C. Merkez Bankası tarafından belirlenen döviz fiyatı arasındaki kur farkının bugün için %2 civarında seyretmesi, altın fiyatının zorunlu devir işleminden dolayı $(0.02 \times 0.20 = 0.004)$ binde 4 oranında pahalılaşmasına neden olmaktadır. Bugünkü fiyatlarla bu miktar bir kilo altında yaklaşık olarak $(350 \$ \times 32.15 \times 0.004)$ 45 dolara karşılık gelmektedir. Bu yük, kur makasının kapanması durumunda azalmakta, açılması durumunda ise artmaktadır. Bu bağlamda, resmi altın borsasının açılması durumunda; uluslararası altın piyasaları ile ülkemizde kurulacak altın piyasası

arasındaki fiyat entegrasyonunun sağlanması amacıyla "zorunlu devir" işleminin kaldırılması gerekmektedir.

Tüm bunlardan başka, kurulacak olan altın borsasının özerk ve hatta bağımsız bir yapıya sahip olması gerekmektedir. Altın borsasının İMKB çatısı altında kurulması ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun sıkı denetimine tabi tutulması borsanın gelişimini engelleyecektir. Borsada uygulanacak kural ve yönetmeliklerin tespit edilmesi sırasında New York Mal Borsası'nın (Comex) örnek alınması ve bu kuralların bazı küçük değişikliklerle ülkemiz borsasına da aynı şekilde adapte edilmesi gerekmektedir. Bu durum; uluslararası bir altın borsası olmasını arzuladığımız "İstanbul Altın Borsası"nın kısa zamanda beklenen yönde gelişmesine imkân tanıyacaktır.

Her şeyin en iyisini, en kısa zamanda ve en rasyonel şekilde yerine getirmeyi amaçlayan mal borsalarının, yoğun devlet bürokrasisinden uzak, esnek bir yapı sergilemeleri gerekmektedir. Kurulacak olan altın borsasının gerek kuruluş işlemleri gerekse borsanın işleyişi ile ilgili temel kuralların belirlenmesi sırasında yoğun bürokrasi altında ezilmemesi gerekmektedir.

Kurulacak olan altın borsasında işlem saatlerinin belirlenmesi sırasında diğer ülke borsalarının değil, kendi ülkemizin içinde bulunduğu zaman kuşağının esas alınması gerekmektedir. Borsanın açılış ve kapanış saatleri olarak ABD veya Avrupa borsalarının esas alınması durumunda, ülkemizde kurulacak olan altın borsası "gölge piyasa" olmaktan öteye gidemeyecek, bu durum borsamızın gelişimini engelleyecektir. Kendine has işlem saatleri olan, gerek kontrat özellikleri gerekse takas işlemleriyle New York altın borsasının şartlarını aratmayan, altyapısı sağlam ve modern bir piyasanın kurulması, borsamıza uluslararası işlerlik kazandıracaktır.

Altın borsasının başarılı olabilmesinin en önemli şartı; uluslararası standartlara uygun olmadıkları için resmi altın borsasında alınıp satılmayan hurda altınları rafine eden ve uluslararası geçerliliğe sahip standart altın külçesi haline getiren modern bir altın rafinerisinin açılmasıdır. Bu amaçla, altın rafinerisinin en kısa zamanda kurulması ve açılması gerekmektedir. Tekrardan kullanıma giren 35-40 ton civarındaki hurda altının rafineri yokluğundan dolayı temizlenememesi bazı sakıncalar yaratacaktır. Resmi altın piyasası açılırken rafinerinin kurulmaması, hurda altın külçelerinin resmi altın piyasası dışında alınıp satılmasına neden olacaktır.

Uluslararası geçerliliğe sahip standart altın külçeleri resmi altın borsasında işlem görürken, uluslararası geçerliliğe sahip olmayan hurda altın külçelerinin yurtdışında bulunan rafinerilerde temizlendikten sonra alım satıma konu olması, kurulacak olan altın borsasının gelişimini engelleyecektir. İran, Irak, Suriye, Kuveyt, Suudi Arabistan ve diğer Arap ülkeleri ile Orta Asya Türk Cumhuriyetleri'nden gelen rafine edilmemiş altınların, ülkemizde kurulması gereken altın rafinerisinde temizlenebilmesi ve temizlendikten sonra kendi borsamızda rahatlıkla satılabilmesi

gerekmektedir. Uluslararası standartlara uygun olmayan hurda altınların ülkemizde temizlenememesi durumunda, yabancı yatırımcıların ve spekülâtörlerin rafinerisi olan diğer ülke borsalarını tercih edeceği unutulmamalıdır.

Yıl içerisinde yaklaşık olarak 200 ton altının mücevherat eşyası olarak işlendiği ülkemizde, atölyelerin imalat sırasındaki firesi minimum %0.3 civarında seyretmektedir. Daha açık bir ifadeyle mücevherat eşyalarının yapımı sırasında, her yıl yaklaşık olarak (200.000x%0.3) 600 kilo altın kanalizasyona karışmaktadır. Bugünkü değerlerle 7-7.5 milyon dolara karşılık gelen bu kayıplar, kurulacak olan rafinerinin her kalınlıkta ve her ayarda tel ve levha üretmesi durumunda asgari düzeye inecektir.

1992 yılı gayrisafi milli hasılasının yaklaşık olarak 115 milyar dolar olarak gerçekleştiği ülkemizde, ekonomideki toplam tasarrufların GSMH'ya oranı %23 civarında seyretmektedir. Diğer bir ifade Türk halkı 1992 yılında 26 milyar dolar tasarruf etmiştir. Yıl içerisinde 1.5-2 milyar dolarlık külçe altının yurtdışından ithal edildiği gözönüne alındığında, Türk halkı tarafından talep edilen altın miktarının ülke ekonomisi açısından korkutucu boyutlara ulaşmadığı ortaya çıkmaktadır. Toplam tasarrufların 26 milyar dolara ulaştığı bir ülkede, insanların 1.5-2 milyar dolar parayı altına yatırması doğal karşılanmalıdır. Küçük tasarruf sahiplerince altın alımında kullanılan paranın esas kaynağı, kişisel gelirlerden ayrılan küçük kesintilerdir. Burada şu konuya dikkat edilmesi gerekmektedir. Kişisel gelir ve kazançların bir kısmının altına ya da diğer bir deyişle tasarrufa yönelmesi, tüketim harcamalarının kısılmasına yol açtığından, enflasyon oranının düşmesinde hiç şüphesiz olumlu bir etki yaratmaktadır.

Türk halkının altınla birlikteliği hiç şüphesiz bir çok nedene bağlıdır. Yıllık külçe altın ithalatının 100-150 ton arasında değiştiği ülkemizde, tekrar kullanıma giren 35-40 ton civarındaki hurda altınla birlikte, her yıl yaklaşık olarak 150-200 ton külçe altın mücevherat eşyası yapımında kullanılmaktadır. Bir çok nedene bağlı olarak parasal birikimlerini 80'li yılların ortalarına kadar geleneksel yatırım aracı olarak isimlendirilen; altın, döviz ve gayrimenkul gibi klasik yatırım araçlarına kanalize etmek zorunda kalan Türk halkı, Cumhuriyet'in hemen her döneminde altına özel bir önem vermiştir.

Kuyumcusundan sarrafına, imalatçısından ocakçısına, ayarevinden ifrazcısına kadar yaklaşık olarak 150.000 kişiyi bünyesinde barındıran Türk altın sektörü, gerek kalite gerekse model yönünden özellikle son yıllarda uluslararası mücevherat piyasalarında ismini duyurmaya başlamıştır. Ancak şu da var ki; ülkemizde bulunan altın imalat atölyeleri ile altın satış mağazalarının bir çoğu küçük ölçekli olup, tek başlarına ihracat yapabilecek düzeyde değildir. Tamamen iç piyasaya hitap eden bu firmalar %30 kapasite ile çalışmakta ve talebin düştüğü kış aylarında boş oturmaktadırlar. Ülkemiz ekonomisinin içinde bulunduğu yüksek enflasyon, işsizlik ve yüksek faiz hadleri gibi çeşitli sorunlara ve giderek çeşitlenen alternatif yatırım

araçlarına bağlı olarak, tamamen iç piyasaya hitap eden Türk altın sektörünü yakın gelecekte ciddi sorunlar beklemektedir. Şu bir gerçektir ki; Türk halkının 10 yıl önceki altın talebiyle günümüzdeki altın talebini karşılaştırmak nasıl mümkün değilse, günümüzdeki altın talebiyle 5 veya 10 yıl sonraki altın talebini karşılaştırmakta mümkün olmayacaktır. Ülkemizde bulunan altın mücevherat atölyeleri ile altın satış mağazalarının en kısa zamanda dış pazarlara yönelmesi gerekmektedir.

Bu amaçla; ülkemizde bulunan ve organizasyon yetersizliğinden dolayı hiç bir etkinliği olmayan kuyumcu dernekleri ile kuyumcu odalarının Vakıf veya Birlik çatısı altında toplanması ve altın mücevherat ihracatı konusunda uzman olan bir ihracat şirketinin kurulması gerekmektedir.

Alım gücü yüksek olan Batı ülkeleri ile Ortadoğu ülkelerinin altına yönelik ilgilerini, zevk ve tercihlerini tam olarak tesbit edecek olan bu kurumun; sektörün ihtiyaç duyduğu konularda piyasa araştırmaları yapması, altın talebinin artırılması amacıyla yurtiçinde ve yurtdışında reklâm kampanyaları düzenlemesi, işlenmiş altın ihracatının kolaylaştırılması amacıyla hükümete çeşitli önerilerde bulunması, altın ihracatıyla uğraşmayan küçük imalatçılara çeşitli konularda danışmanlık hizmeti vermesi ve gerekirse bu imalatçılar adına ihracat işlemlerine aracılık etmesi gerekmektedir.

Kendi içinde gittikçe küçülen Türk altın sektörünü, dış pazarlara yönelmemesi durumunda yakın gelecekte ciddi sorunlar beklemektedir. Ülke ekonomisindeki durgunluğa ve iç piyasadaki talep yetersizliğine bağlı olarak 1991 yılı içerisinde sadece İstanbul da 1000'e yakın atölyenin kapandığı bilinmektedir. Binlerce kişinin işsiz kalmasına yol açan bu tür acı olayların yakın gelecekte yaşanması istenmiyorsa, gerek altın mücevherat imalatçılarının gerekse altın satış mağazalarının en kısa zamanda organize olmaları, küçük ölçekli firma düzeyinden orta ve büyük ölçekli firma düzeyine çıkmaları ve kurulacak olan ihracat şirketi öncülüğünde mücevherat ihracatına ağırlık vermeleri gerekmektedir. Türk kuyumculuk sektörünün gelişimini engelleyen ve dünya piyasalarına açılmasına engel olan bir diğer olay patent ve model sorunudur. Altın imalatçıları tarafından kullanılan patentlerin il ve ilçelerdeki kuyumcu dernekleri ve kuyumcu odaları tarafından bağımsız şekilde verilmesi, bir çok sorunu beraberinde getirmektedir. Herhangi bir şahsa ait olan imalat patentinin üçüncü şahıslarca izinsiz olarak kullanılmasına ve bu patentlerle düşük ayarlı üretim yapılmasına sık sık rastlanmaktadır. Bu sorunun çözümlenmesi amacıyla kuyumcu atölyelerinin büyük bölümünü bünyesinde barındıran İstanbul'da bir Altın Enstitüsü'nün açılması, verilen patent izinlerinin bu kurum tarafından her yıl yenilenmesi, faaliyette bulunmayan imalatçı patentlerinin iptal edilmesi ve patentlerde taklitçiliği önlemek amacıyla bu çubukların özel yöntemlerle hazırlanması gerekmektedir.

KAYNAKÇA



KİTAPLAR

1. Commins, Kevin; "Gold Futures", Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1990.
2. Sherman, Eugene; "Gold Investment Theory and Application", New York Institute of Finance, Prentice Hall, 1986.
3. Annual Review of the World Gold Industry; Shearson Lehman Hutton, London Metals Research Unit.
4. Murray, Stewart; Crisp, Kevin; Klapwijk, Philip; Sutton, Tony; "Gold 1992", Gold Fields Mineral Services Ltd., London, May 1992.
5. Stigum, Marcia; "The Money Market", 3rd. Edition, Dow Jones IRWIN, Homewood, Illinois, 1990.
6. Beale, Robert; "Trading in Gold Futures", Woodhead-Faulkner, Cambridge, Nichols Publishing Co., New York, 1985.
7. Jastram, Roy; "The Golden Constant", John Wiley&Sons, New York, 1977.
8. Green, Timothy; "The New World of GOLD", Walker&Co., New York, 1985.
9. Green, Timothy; "The Prospect For GOLD, The View To The Year 2000", Rosendale Press, London, 1987.
10. Canadian Mining Handbook, Northern Miner, Toronto, 1986.
11. Quadrio-Curzio, Alberto; "The Gold Problem: Economic Perspectives", Oxford University Press for Banca Nazionale del Lavoro and Momisma, 1982.
12. Sutherland, C.H.V., "GOLD: its beauty, power and allure", Thames and Hudson, London, 1959.
13. Pere, Nuri; "Osmanlılarda Madeni Paralar", Doğan Kardeş Matbaacılık Sanayii A.Ş., İstanbul, 1968.
14. Türkiye İş Bankası A.Ş. İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü; "Dünyada ve Türkiye'de Altın", İstanbul, Mart 1990.
15. Altın ve Türk Ekonomisi Sempozyumu 20-21 Aralık 1985 İzmir; "3. Temizocak Forumu", Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mehmet Temizocak Kuyumculuk Yayınları, 1985.

16. Seyidoğlu, Halil Prof.Dr; "Uluslararası İktisat", 7. Basım, Güzem Yayınları No:3, İstanbul, 1990.

17. Alıç, Ali; "Dünyada ve Türkiye'de Altın", Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Yayını: 1985/268.

18. Hiç, Mükerrerem Prof.Dr; "Para Teorisi", İstanbul, 1978.

19. Öney, Erden Doç.Dr; "Uluslararası Para Sistemi", Sevinç Matbaası, Ankara, 1980.

20. Barda, Süleyman Doç.Dr; "Altın Meselesi", İ.Akgün Matbaası, 1954.

21. Credit Suisse, "GOLD", Switzerland, June 1983.

22. World Gold Council, "Gold Technology", Issue No:1-5, 1990-91

MAKALELER

1. Sağlam, Mehmet Hakan; Türkiye'de Altın, Finans Dünyası, Temmuz 1992.

2. Sağlam, Mehmet Hakan; Kaçak Altına Darbe, Kapital, Ağustos 1990.

3. Sağlam, Mehmet Hakan; Altının Tahtı Sallanmaya Başladı, Kapital, Mart 1991.

4. Sağlam, Mehmet Hakan; Türkiye'de Altın, Finans Dünyası, Temmuz 1991.

5. Sağlam, Mehmet Hakan; Mali Konularda Reform Şart, Yeni Altın Haber, 1 Temmuz 1991, Sayı 262.

6. Sağlam, Mehmet Hakan; Altında Fixing Dönemi, Kapital, Eylül 1991.

7. Sağlam, Mehmet Hakan; İstanbul'da Paten Mercii Kurulmalı, Yeni Altın Haber, 16 Eylül 1991, Sayı 273.

8. Sağlam, Mehmet Hakan; Fuarlarda Olmalıyız, Yeni Altın Haber, 23 Eylül 1991, Sayı 274.

9. Sağlam, Mehmet Hakan; Fuar Fayda Sağlayacak, Yeni Altın Haber, 30 Eylül 1991, Sayı 275.

10. Sağlam, Mehmet Hakan; Altın Fiyatlarını Sovyetler Etkiliyor, Trend Haftalık Yatırım Dergisi, 15 Aralık 1991, Sayı 73.

11. Sağlam, Mehmet Hakan; Kapalıçarşı Altın Borsasında Alım Satım Yöntemleri, Türkiye İktisat Dergisi, 1991.
12. Sağlam, Mehmet Hakan; Serbest Altın Depoları ve Çalışma Esasları, Gold News Aylık Dergi, İstanbul Kuyumcular Odası Yayını, Ocak 1992, Sayı 6.
13. Sağlam, Mehmet Hakan; The Turkish Gold Market, Turkey Economy, Haziran 1992, Sayı 14.
14. Sağlam, Mehmet Hakan; Altın Dosyası, Rıhtım Caddesi, Altay Menkul Kıymetler Yayınları, Haziran 1992, Sayı 14.
15. Sağlam, Mehmet Hakan; Fiziksel Altın Borsası, Rıhtım Caddesi, Altay Menkul Kıymetler Yayınları, Eylül 1992, Sayı 16.
16. Sağlam, Mehmet Hakan; İMKB İçinde Altın Borsası Yürümez, Süper Altın Haber, Yıl:1, Sayı:8, Ekim 1992.

RAPORLAR

1. The London Bullion Market Association, London Bullion Market, 1990.
2. The Tokyo Commodity Exchange Yearly Report, 1991.
3. The New York Commodity Exchange Inc. Gold Futures Contract Specifications and Delivery Rules.
4. Annual Bullion Review, Samuel Montagu&Co., London.
5. Aurum, World Gold Council, Geneva Switzerland.
6. Australian Business, Sydney, Australia.
7. Gold, Annual Surveys 1969-1992, Consolidated Gold Fields Plc., London.
8. Gold Gazette, Resource Information Unit, Perth, Western Australia.
9. Chamber of Mines Newslette, Johannesburg.
10. Gold Bulletin, International Gold Corporation, Johannesburg.

11. The Tokyo Commodity Exchange, Annual Report & Commodities Performance Statistics, 1990.

12. Jewellery News Asia, Hong Kong.

13. World Gold Council, Annual Report 1990, Geneva.

14. Mining Survey, Chamber of Mines, Johannesburg, South Africa.

15. Newsletter, Chamber of Mines of the Philippines.

16. Precious Metal Market in Japan, 17th Edition, March 1987, Sumitomo Corporation, Tokyo.

17. Switzerland's Precious Metal Market, Zurich, October 1990.

TEZLER

1. Sağlam, Mehmet Hakan; Türkiye'de Altın Ticareti, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para Banka Anabilim Dalı, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 1991.

2. Aymaz, Özcan; "Türkiye'de Altın ve Gümüş Madenlerinin Cevher Zenginleştirme Yönünden İncelenmesi, T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi Mühendislik ve Mimarlık Fakültesi Maden Mühendisliği Bölümü, Bornova, Ocak 1989.

DİĞERLERİ

1. Dünya Haberler Ajansı, Ekonomi ve Ticaret Servisi Bültenleri, İstanbul.

2. Sabah Gazetesi, 29.05.1992, 60 Milyar Dolarlık Altın Yastık Altında.

3. Yeni Altın Haber Gazetesi, İstanbul, 1989-1990-1991 sayıları.

4. Süper Altın Haber Gazetesi, İstanbul, 1992 sayıları.