

T.C
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**ALTIN PİYASASI VE TÜRKİYE’DE ALTIN
FİYATLARINI ETKİLEYEN
FAKTÖRLERİN ANALİZİ**

MELİH MENASE

İstanbul, 2009

T.C
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**ALTIN PİYASASI VE TÜRKİYE’DE ALTIN
FİYATLARINI ETKİLEYEN
FAKTÖRLERİN ANALİZİ**

MELİH MENASE

DANIŞMAN : YRD. DOÇ. DR. İ.ÖZLEM KOÇ

İstanbul, 2009



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Altın Piyasası ve Türkiye’de Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi

TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Melih MENASE

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

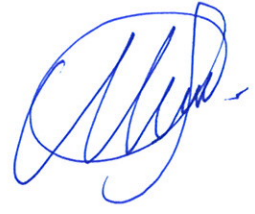
SAVUNMA TARİHİ : 06.08.2009

JÜRİ ÜYELERİ :

<u>GÖREVİ</u>	<u>ADI SOYADI</u>	<u>İmza</u>
---------------	-------------------	-------------

Danışman	Yrd.Doç.Dr.İdil Özlem KOÇ	
----------	---------------------------	--

Üye	Yrd.Doç.Dr.Hayati ERİŞ	
-----	------------------------	--

Üye	Yrd.Doç.Dr.Murat AKBALIK	
-----	--------------------------	---

ÖZET

ALTIN PİYASASI VE TÜRKİYE’DE ALTIN FİYATLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ

Melih Menase

Yüksek Lisans Tezi, Sermaye Piyasası ve Borsa Ana Bilim Dalı

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. İ.Özlem Koç

İstanbul, 2009

Tarih boyunca birçok farklı medeniyet tarafından para olarak kullanılan altın, uzun yıllar boyunca uluslararası ödemeler sisteminin temelini oluşturmuştur. Günümüzde Merkez Bankaları ile IMF gibi uluslararası kurumlarca kullanılan stratejik öneme sahip bir rezerv aracı olmasının yanı sıra, uluslararası borsalarda yoğun şekilde işlem gören önemli bir finansal varlıktır. Sahip olduğu fiziksel ve kimyasal özellikler altını, elektronikten sağlığa kadar birçok farklı sektörde kullanılan önemli bir girdi konumuna getirmektedir. Altının en yaygın kullanım alanı ise hiç kuşkusuz ki kuyumculuk sektörüdür. Dünyanın birçok farklı ülkesinden yoğun bir talep gören altın, arz miktarının oldukça sınırlı ve inelastik olduğu bir yapıdadır.

Ülkemizde altın, finansal piyasaların yeterince gelişemediği 1990’lı yıllara kadar en çok tercih edilen yatırım araçlarından biri olmuştur. Cumhuriyet’in ilk yıllarında yasak olan altın ticareti 1980’li yıllarda yaşanan ekonomik serbestleşmeye paralel olarak gelişme göstermiştir. Bu alandaki en önemli gelişmelerden biri de 26 Temmuz 1995 tarihinde İstanbul Altın Borsası’nın kurulması olmuştur. İAB, altının organize spot bir piyasada işlem gördüğü dünya üzerindeki az sayıdaki piyasadan birisidir. Henüz çok büyük boyutlara ulaşmamasına rağmen İzmir’de faaliyette bulunan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası da ülkemizde altın işlemlerinin gerçekleştiği diğer bir resmi platformdur. Enflasyona karşı birikimleri koruduğu düşünülen ve yoğun olarak tercih edilen bir yatırım aracı olan altın, aynı zamanda özel günlerde sıklıkla hediye olarak tercih edilmektedir. Türkiye altın talebinin en yoğun görüldüğü ülkelerden biri olmasına rağmen altın arzının sınırlı olduğu bir ülkedir. Bu anlamda altın talebinin temel kaynağını altın ithalatı oluşturmaktadır. Dünyadaki ve ülkemizdeki altın arz-talep koşulları ile altın piyasalarının incelendiği çalışmada, ülkemizdeki altın fiyatlarının oluşumunu etkileyen faktörler regresyon analizi çerçevesinde test edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Altın, Altın Piyasası, İstanbul Altın Borsası

ABSTRACT

GOLD MARKET AND THE ANALYSIS OF FACTORS AFFECTING THE GOLD PRICES IN TURKEY

Melih Menase

Master's Degree Thesis, Department of Capital Markets and Stock Exchange

Supervisor: Yrd. Doç. Dr. İ.Özlem Koç

Istanbul, 2009

Throughout the history gold has been used as money by many different civilizations and also formed the basis of international payment system for many years. Today gold is a strategic reserve asset used by Central Banks and international institutions such as IMF and as well as an important financial asset heavily traded in the international markets. The physical and chemical properties of gold, makes it a key input in many different sectors from electronics to healthcare. But no doubt that the most common application of gold is jewellery industry. There is an intense demand for gold from many different countries around the world. However the supply of gold is limited and inelastic.

In Turkey, gold was the most preferred investment vehicle until the 1990's when the financial markets didn't sufficiently developed. The gold trade which was prohibited in the early years of Republic, has made a progress parallel to free market transmission policies in 1980's. One of the most important development in this period was the establishment of the Istanbul Gold Exchange on July 26, 1995. Istanbul Gold Exchange is one of the few spot gold exchanges in the world. Turkish Derivatives Exchange which operates in İzmir is another market for gold trading in our country, although it has not high trading volumes yet. Gold is one of the most preferred investment vehicle which is thought to protect against inflation but also one of the most preferred gifts for special occasions. Turkey has one of the highest gold demand around the world. However the gold supply is very limited in our country. In this sense gold imports constitute the fundamental source of gold demand. The study examines the gold markets and the demand-supply dynamics of gold in Turkey and around the world. Also in this study the factors affecting the gold prices in Turkey is tested in the framework of regression analysis.

Keywords: Gold, Gold Market, İstanbul Gold Exchange

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

ÖZET	i
ABSTRACT.....	ii
TABLolar.....	vi
GRAFİKLER	vii
KISALTMALAR	viii
GİRİŞ.....	1
1. KIYMETLİ MADEN OLARAK ALTIN VE ÖZELLİKLERİ	3
1.1. Altının Genel Özellikleri	3
1.1.1. Altının Kimyasal ve Fiziksel Özellikleri	3
1.1.2. Kullanım Alanları	4
1.1.3. Altının Değer Ölçütleri	5
1.2. Altının Tarihçesi ve Finans Sistemindeki Yeri.....	7
1.2.1. Para Olarak Altın Kullanımı	7
1.2.2. Merkantilist Dönem	10
1.2.3. Altın Standardı Sistemi	10
1.2.4. Bretton Woods Sistemi	12
1.3. Diğer Belli Başlı Kıymetli Madenler	14
2. DÜNYADA ALTIN ARZ VE TALEBİ	18
2.1. Dünya Altın Arzı	18
2.1.1. Altın Madenciliği	19
2.1.2. Resmi Kurumların Altın Satışları	22
2.1.2.1. Altının Rezerv Olarak Tutulmasının Nedenleri.....	23
2.1.2.2. Ülkelere Göre Altın Rezervleri.....	23
2.1.2.3. Merkez Bankaları Altın Antlaşmaları.....	26
2.1.3. Hurda Altın Arzı	29
2.1.4. 2007 ve 2008 Yılı Altın Arzı	30
2.2. Dünyada Altın Talebi.....	31
2.2.1. Mücevher Talebi	33
2.2.1.1. Dünya Mücevher Talebinde Başlıca Ülkeler.....	35
2.2.1.1.1. Hindistan.....	36
2.2.1.1.2. Amerika Birleşik Devletleri.....	37
2.2.1.1.3. Çin.....	37
2.2.1.1.4. Ortadoğu	38
2.2.1.1.5. İtalya	38
2.2.2. Endüstriyel Talep	39
2.2.3. Yatırım Talebi.....	40
2.2.3.1. Altın Yatırımları	41
2.2.3.1.1. Altın Ve Portföy Çeşitlendirmesi	43
2.2.3.1.2. Altın ve Enflasyon	44
2.2.3.2. Altına Dayalı Yatırım Araçları	45

2.2.3.2.1. Altın Paralar Ve Küçük Külçeler	45
2.2.3.2.2. Altın Bonoları	47
2.2.3.2.3. Altın Sertifikaları	48
2.2.3.2.4. Altına Dayalı Yatırım Fonları	48
2.2.3.2.6. Türev Ürünler	50
2.2.3.2.7. Dolaylı Altın Yatırımları	51
2.2.4. 2007 Ve 2008 Yılı Altın Talebi	51
3. TÜRKİYE’DE ALTIN ARZ VE TALEBİ	54
3.1. Türkiye’de Altın Arzı	54
3.1.1. Türkiye’de Altın Madenciliği	54
3.1.2. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Altın Rezervleri	56
3.1.3. Hurda Altın Arzı	59
3.1.3.1. İstanbul Altın Rafinerisi	60
3.1.4. Altın İthalatı	61
3.2. Türkiye’de Altın Talebi	63
3.2.1. Türkiye’de Mücevher Talebi	63
3.2.1.1. Türk Kuyumculuğunun Geçmişi	64
3.2.1.2. Türk Kuyumculuğunun Yıllar İtibariyle Gelişimi	66
3.2.1.3. Günümüzde Türk Kuyumculuğu	68
3.2.2. Türkiye’de Yatırım Talebi	71
3.2.2.1. Türkiye’de Altın Yatırımlarının Getirisi	73
3.2.2.2. Türk Finans Sisteminde Altına Dayalı Yatırım Araçları	75
3.2.2.2.1. Altın Paralar	75
3.2.2.2.2. Külçe Altın	77
3.2.2.2.3. Altın Bonoları	77
3.2.2.2.4. Altına Dayalı Yatırım Fonları	79
3.2.2.2.5. Altın Depo Hesapları	82
3.2.2.2.6. Mücevher	83
3.2.2.2.7. Türev Ürünler	84
3.2.3. Türkiye’de Endüstriyel Talep	86
4. DÜNYADA ALTIN PIYASALARI	88
4.1. Tezgahüstü Altın Piyasaları	89
4.1.1. Londra Altın Piyasası	90
4.1.1.1. Londra Külçe Piyasası Birliği	91
4.1.1.2. Londra Piyasası Altın Fiyatının Belirlenmesi	92
4.1.2. İsviçre Altın Piyasası	93
4.2. Türev Piyasalar	94
4.2.1. Türev Piyasaların Tarihçesi	94
4.2.2. Günümüzde Türev Piyasalar	95
4.2.3. Türev Piyasaların Özellikleri	97
4.2.4. Türev Piyasalarda Gerçekleşen İşlemler	99
4.2.5. Türev Piyasalarda İşleme Konu Olan Ürünler	100
4.2.6. Türev Piyasalarda İşlem Gören Altına Dayalı Ürünler	101
4.2.7. Altına Dayalı Ürünlerin İşlem Gördüğü Türev Piyasalar	103
4.2.7.1. Chicago Mercantile Exchange Grup	103

4.2.7.2. Multi Commodity Exchange.....	105
4.2.7.3. National Commodity & Derivatives Exchange	106
4.2.7.4. Tokyo Commodity Exchange	107
4.2.7.5. Dubai Gold&Commodities Exchange	110
4.2.7.6. Taiwan Futures Exchange.....	111
4.2.7.7. Eurex.....	112
4.3. Organize Spot Piyasalar.....	113
4.3.1. Hong Kong.....	114
4.3.2. Shanghai Altın Borsası	115
4.3.3. Ncdex Spot.....	116

5. TÜRKİYE’DE ALTIN PİYASALARI VE ALTIN FİYATLARININ OLUŞUMUNDAKİ ETKENLERİN ANALİZİ..... 118

5.1. Türk Altın Piyasasının Yıllar İtibariyle Gelişimi	118
5.1.1. 1980 Öncesi Dönem.....	118
5.1.2. 1980-1988 Arası Dönem.....	119
5.1.2.1. Türk Lirası Karşılığı Altın Piyasası	120
5.1.3. 1989 Sonrası Dönem.....	121
5.1.3.1. Döviz Karşılığı Altın Piyasası	122
5.2. İstanbul Altın Borsası	123
5.2.1. İstanbul Altın Borsası’nın Hukuki Alt Yapısı	124
5.2.2. İstanbul Altın Borsası’nda Piyasalar.....	125
5.2.2.1. Kıymetli Madenler Piyasası.....	125
5.2.2.2. Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası	128
5.2.2.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası	129
5.2.2.3.1. Vadeli İşlem Piyasasının Gelişmemesinin Nedenleri	131
5.2.3. İstanbul Altın Borsası’nda Üyelik	133
5.2.4. İstanbul Altın Borsası’nda İşlem Hacmi Ve Yıllar İçinde Gelişimi	134
5.2.5. İstanbul Altın Borsası’nda Gümüş Ve Platin İşlemleri	137
5.2.6. Altın Piyasası Endeksi	138
5.3. Vadeli İşlemler Ve Opsiyon Borsası	139
5.3.1. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’nın Özellikleri.....	140
5.3.2. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’nın Gelişimi	143
5.3.3. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’nda Altına Dayalı İşlemler	146
5.4. Serbest Altın Piyasası	147
5.5. İstanbul Altın Borsası’nda Fiyatların Gelişimi.....	149
5.6. Literatür Taraması.....	151
5.7. Türkiye Altın Fiyatlarının Oluşumundaki Faktörlerin Tespiti	155
5.7.1. Veri Seti	155
5.7.2. Modelin Oluşturulması	157
5.7.4. Değerlendirme	165

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME..... 167

KAYNAKÇA 171

TABLolar

Tablo 1 : Altının Saflık Derecelendirmesinde Kullanılan Sistemler	6
Tablo 2 : Kıymetli Madenlerin Temel Özellikleri	17
Tablo 3 : Resmi Kurumların Altın Rezervleri	25
Tablo 4 : CBGA-1 Kapsamında Altın Satışları	27
Tablo 5 : CBGA-2 Kapsamında Altın Satışları	28
Tablo 6 : Türkiye’de Altın Madeni Rezervleri	56
Tablo 7 : Türkiye Mücevher İhracatı	70
Tablo 8 : Türkiye Mücevher İthalatı	71
Tablo 9 : Türkiye’deki Başlıca Yatırım Araçlarının Getirileri	74
Tablo 10 : Türkiye’de Altın Para Basımında Kullanılan Altın Miktarı	76
Tablo 11 : Cumhuriyet Altını’nın Özellikleri	76
Tablo 12 : Goldist Borsa Yatırım Fonu Temel Özellikleri	81
Tablo 13 : VOB-Vadeli Altın Sözleşmesi Özellikleri	85
Tablo 14 : Dünya Vadeli İşlem Borsaları	96
Tablo 15 : İşlem Gören Türev Ürünlerin Bölgesel Dağılımı	97
Tablo 16 : İşlem Gören Türev Ürün Çeşitleri	99
Tablo 17 : Vadeli İşlemlere Konu Olan Dayanak Varlık Grupları	101
Tablo 18 : 2008 Yılında En Çok İşlem Gören Metale Dayalı 20 Türev Ürün	102
Tablo 19 : CME Group Bünyesinde Yer Alan Borsalar	104
Tablo 20 : Eurex Borsası Bünyesinde Yer Alan Borsalar	112
Tablo 21 : İAB Vadeli İşlemler Piyasası Sözleşme Özellikleri	130
Tablo 22 : İAB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem Hacimleri	132
Tablo 23 : İAB Üye Kuruluşlar	134
Tablo 24 : İAB 1995-2008 Dönemi Altın İşlemleri	135
Tablo 25 : İAB 1999-2008 Dönemi Gümüş İşlemleri	138
Tablo 26 : VOB Ortaklık Yapısı	140
Tablo 27 : VOB’da İşlem Gören Sözleşmeler	141
Tablo 28 : VOB’un Yıllar İtibariyle Gelişimi	143
Tablo 29 : VOB’da İşlem Gören Sözleşmelerin Dağılımı	144
Tablo 30 : Zaman Serilerine İlişkin Tanımsal İstatistikler	157
Tablo 31 : Logaritmik Serilerin Birim Kök Testleri	158
Tablo 32 : Trendden Arındırılmış Logaritmik Serilerin Birim Kök Testleri	159
Tablo 33 : Korelasyon Matrisi	160
Tablo 34 : Çoklu Regresyon Modeli Katsayı Tahminleri	160

GRAFİKLER

Grafik 1 : Dünya Altın Arzının Bileşenleri (%)	19
Grafik 2 : 2001-2008 Dönemi Dünya Hurda Altın Arzı (Ton).....	29
Grafik 3 : 1999-2008 Dönemi Dünya Altın Talebi.....	32
Grafik 4 : Altın Talebinin Bileşenleri (%)	33
Grafik 5 : 1999-2008 Dönemi Dünya Mücevher Talebi.....	34
Grafik 6 : 1999-2008 Dönemi Dünya Endüstriyel Talebi	39
Grafik 7 : 1999-2008 Dönemi Dünya Yatırım Talebi	40
Grafik 8 : 2000-2008 Dönemi TCMB Altın Rezervleri Oranı (%)	57
Grafik 9 : 2000-2008 Dönemi TCMB Altın Rezerv Miktarı (Ton).....	58
Grafik 10 : 1987-2008 Dönemi Türkiye Hurda Altın Arzı (Ton).....	59
Grafik 11 :1995-2008 Dönemi İAB’da Gerçekleşen Altın İthalatı	61
Grafik 12 : İAB Aylık Ortalama Altın İthalatı (Kg.).....	62
Grafik 13 : İAB 1995-2008 Dönemi İşlem Hacimleri	136
Grafik 14 : VOB’da Yıllar İtibariyle Açık Pozisyon Sayısı	145
Grafik 15 : İAB 1995-2008 Dönemi Altın Fiyatları	150
Grafik 16 : Artık Değerlerin Analizi.....	162
Grafik 17 : Kukla Değişkenlerin Eklenmesi Sonucunda Artık Değerlerin Analizi.....	164

KISALTMALAR

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
BIS	:	Bank for International Settlements
CBGA	:	The Central Bank Gold Agreement
CBOT	:	Chicago Board of Trade
CME	:	Chicago Mercantile Exchange
COMEX	:	Commodity Exchange
GFMS	:	Gold Fields Mineral Services
İAB	:	İstanbul Altın Borsası
IMF	:	Uluslararası Para Fonu
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ISE	:	International Securities Exchange
KHK	:	Kanun Hükmünde Kararname
Kg	:	Kilogram
LBMA	:	Londra Külçe Piyasası Birliği
M.Ö.	:	Milattan Önce
NCDEX	:	National Commodity & Derivatives Exchange
NYMEX	:	New York Mercantile Exchange
s.	:	Sayfa
SDR	:	Özel Çekme Hakkı
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
T.C.	:	Türkiye Cumhuriyeti
TL	:	Türk Lirası
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TOCOM	:	Tokyo Commodity Exchange
TÜFE	:	Tüketici Fiyatları Endeksi
USD	:	Amerikan Doları
VOB	:	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

GİRİŞ

Tarih boyunca birçok farklı toplumun büyük önem atfetmiş olduğu altın, ülkemiz açısından bakıldığında da benzer bir durum sergilemektedir. Toplumun çok geniş kesimi tarafından kabul görmüş, önemli bir yatırım aracıdır. Ekonomik zorlukların yaşandığı dönemlerde sigorta görevi görür. Altının aynı zamanda takı olarak kullanılması bir diğer üstünlüğüdür. Ziynet eşyası olarak kullanılan altın, gerektiği takdirde kolayca nakde çevrilir. Bununla birlikte düğün ve sünnet gibi özel günlerde sıklıkla tercih edilen bir hediyedir.

Ülkemizde altın, yüksek talep gören bir varlıktır. Bu anlamda hem bir mal hem de bir finansal varlık olarak diğer mal veya varlıklardan farklı koşullara sahiptir. Bu çalışmanın konusunu Türkiye Altın Piyasası'nın arz, talep ve işlem çeşitleri gibi kriterler bazında değerlendirilmesi ile söz konusu değerlendirmelerin uluslararası altın piyasaları kapsamında ele alınması oluşturmaktadır. Çalışma, giriş bölümü hariç 5 bölümden oluşmaktadır.

İkinci bölümde dünyada altın arz ve talebi incelenmiştir. Bu amaçla dünya altın arz ve talebini oluşturan kaynaklar ile bu kaynakların toplam arz ve talep içindeki payları ele alınmıştır. Bununla birlikte söz konusu kaynakların yıllar itibarıyla gelişimine değinilmiştir.

Üçüncü bölümde Türkiye altın piyasasında görülen arz ve talep koşulları incelenmiştir. Bu amaçla dünya altın arz ve talebini oluşturan faktörler Türkiye kapsamında ele alınmıştır. Aynı zamanda ülkemizdeki altın arzının en önemli boyutunu oluşturan altın ithalatı ile altın talebinin en önemli kaynaklarından kuyumculuk sektörü de üçüncü bölüm dahilinde ele alınmıştır.

Dördüncü bölümde dünya altın piyasalarına değinilmiştir. Buna göre altının işlem gördüğü dünya piyasaları tezgahüstü piyasalar, vadeli işlem piyasaları ve organize spot piyasalar olmak üzere üç farklı sınıfa ayrılmıştır. Söz konusu sınıflandırma dahilinde kendi alanlarında dünyanın önde gelen altın piyasaları incelenmiştir.

Beşinci bölümde Türkiye’deki altın piyasaları incelenmiş, Türkiye’de oluşan altın fiyatlarının iç ve dış faktörlere bağılılığı ekonometrik olarak test edilmiştir. Türkiye’deki altın piyasalarının serbestleşme süreci incelendikten sonra başta İstanbul Altın Borsası olmak üzere İzmir’de bulunan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ile Serbest Altın Piyasası’na ve bu piyasalarda gerçekleşen altın işlemlerinin özelliklerine değinilmiştir. İstanbul Altın Borsası’nda oluşan altın fiyatları bir dizi uluslararası ve iç faktör kullanılmak suretiyle çoklu regresyon modeli kapsamında analize tabi tutulmuştur.

Sonuç ve değerlendirme bölümünde, çalışma kapsamında ele alınan tüm konulara ilişkin elde edilen sonuçlar bir araya getirilmiştir. Bu amaçla çalışma süresince edinilen kişisel görüşlere de yer verilmiştir.

1. KIYMETLİ MADEN OLARAK ALTIN VE ÖZELLİKLERİ

1.1. Altının Genel Özellikleri

Altının hem tüm tarih boyunca taşıdığı hem de günümüzde halen taşımakta olduğu büyük önemin temelinde hiç şüphesiz ki sahip olduğu fiziksel ve kimyasal özellikler büyük rol oynamaktadır. Bu anlamda altının bir madde olarak özelliklerinin incelenmesi, altına atfedilen bu büyük önemin nedenlerinin ortaya konulmasında bir temel oluşturacaktır.

1.1.1. Altının Kimyasal ve Fiziksel Özellikleri

Altın, kimyada Au sembolü ile gösterilen yumuşak, parlak sarı renkte metalik bir elementtir. Kimyasal simgesi Au, Latince’de tan vakti beliren ışıltılar anlamına gelen “Aurora” sözcüğünden türetilmiştir. Altının kimyasal özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür:¹

Özgül Ağırlık: 19,32 gr/cm³

Erime Noktası: 1.1064 °C

Sertliği: 2,5 mohs

Atom Ağırlığı: 197

Atom Numarası: 79

Dayanıklılık: 11,9 kg/m³

Esneklik: 42

¹ Sinan Aslan. *Altın ve Altına Dayalı İşlemler Muhasebesi*; İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:3,1999,s.4

Yüzyıllardan beri para, mücevher ve bir değer saklama aracı olarak kullanılmakta olan altın, eşsiz bir özellikler kombinasyonu sunar. Altının en önemli özelliği dış koşullara karşı olan yüksek dayanıklılığıdır. İyi bir ısı ve elektrik iletkeni olan altın, kolay kolay tepkimeye girmeyen çok kararlı bir element olduğu için sıcaklık, nem ve oksijen gibi birçok maddeden etkilenmez. Bu yüzden hiçbir zaman paslanmaz, kararmaz ve donuklaşmaz. Demir cevheri, gümüş, kum, hatta bilgisayardaki ışık yansımaları, kendi orijinal hallerinden çıkarılarak bir daha tanınmayacak kadar farklı şeylere çevrilebilirler. Oysa bu durum altın için bu kesinlikle mümkün değildir. Her altın parçası aynı kaliteyi yansıtır. Dünyadaki diğer elementlerden farklı olarak, bugüne kadar çıkarılan altının neredeyse tamamı günümüzde de kullanılmakta, yani varlığını sürdürmektedir. Bir bölümü çeşitli objeler şeklinde müzelerde veya numizmatik sergilerde, diğer bir bölümü ise merkez bankalarının kasalarında varlığını sürdürmektedir.²

Altının diğer özelliklerinden birisi son derece yumuşak ve kolay şekil verilebilir bir madde olmasıdır. Çok eski çağlarda bile altından güzel nesneler yaratılabilmektedir. Bir ons ağırlığındaki altın çekilerek seksen kilometre uzunluğunda bir tel haline getirilebilir veya dokuz metrekairelik bir alan kaplanabilir. Altın bir diğer özelliği ise olağanüstü yoğun bir maden olmasıdır. Yaklaşık yirmi sekiz santimetre küp hacmindeki bir altın parçasının ağırlığı yarım tondur. Bu özellikler altını, birçok ekonomik, endüstriyel ve tıbbi uygulamalarda yaşamsal önemi olan bir materyal haline getirmiştir.

1.1.2. Kullanım Alanları

Altın, sahip olduğu kimyasal ve fiziksel özellikler nedeniyle birçok sektörde kullanılmaktadır. Günümüzde altın; başta kuyumculuk, elektronik, uzay, dişçilik, kimya, sağlık ve dekorasyon olmak üzere birçok farklı sektörde kullanılmaktadır.

Altının kolay işlenebilir özelliğe sahip olması ona şekil vermede olağanüstü bir üstünlük sağlamaktadır. Parlak sarı rengi ve estetik görünümüyle de oldukça talep gören altın, kuyumculuk ve mücevherat sektörünün vazgeçilmez metalidir. Takının tarihi Üst

² L. Bernstein, Peter. **Altının Gücü Bir Tutkunun Olağanüstü Tarihi**, Levent Konyar(çev). İstanbul:Scala Yayıncılık, 2008, s.23.

Paleotik Çağa uzanmakla birlikte, gerçek anlamda kuyumculuğun Mezopotamya, Mısır ve Anadolu'da M.Ö. 4000 yılı civarlarında başladığı düşünülmektedir. Günümüzde de altının kuyumculuk alanında kullanımı yoğun bir şekilde devam etmektedir.

Altının, dişçilik alanında kullanımının ise 3.000 yıl öncesine dayandığı tahmin edilmektedir. Altının bozulmaya karşı olan yüksek direnci ve kolay şekil verilebilir nitelikte olması dişçilik alanındaki kullanımını oldukça elverişli kılmaktadır. Bununla birlikte yumuşak yapısı nedeniyle bazı diğer maddelerle alaşım şeklinde kullanılması tercih edilmektedir. Benzer bir şekilde insan vücuduna olan yüksek uyumu sayesinde biyomedikal anlamda diğer uygulamalara da konu olan altın; damarlara takılan stent uygulamalarında, kulak mikro cerrahisinde ve kanser tedavileri gibi birçok alanda da artan bir öneme sahiptir.³

Altın, kimya alanında kullanılan önemli bir katalizördür. Bilindiği gibi katalizörler, kimyasal tepkimelerin niteliğini etkilemeksizin hızını arttıran maddelerdir. Çeşitli kimyasal maddelerin ve gıda ürünlerinin elde edilmesinde altın kullanımı yaygındır. Bu alandaki ilk örneklerden biri şekerin alkol elde edilmek üzere fermante edilmesi işlemidir.

Altın, geleneksel endüstrilerde bulunduğu geniş kullanım alanları yanında uzay teknolojisinde de yoğun bir biçimde kullanılmaya başlanmıştır. Altının uzay teknolojisinde kullanılması, yansıtıcı özelliğe sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Örneğin Amerika tarafından inşa edilen "Columbia" uzay aracının inşasında toplam 40,8 kilogram altın kullanılmıştır.⁴ Uzay teknolojisinin gelişmesiyle birlikte, bu alandaki altın kullanımı da gelişme göstermektedir.

1.1.3. Altının Değer Ölçütleri

Altın dünyanın hemen her bölgesinde kabul gören ve birçok farklı kullanım alanı bulunan bir metaldir. Uluslararası alanda yoğun bir biçimde ticarete konu olan bir metanın, herkes tarafından kabul görmüş ortak ölçü birimlerine sahip olması gerekir. Altının tarih boyunca para olarak kullanılması saflığını ve ağırlığını belirleyecek yaygın

³ The Role Of Gold In Modern Society, http://www.responsiblegold.org/role_of_gold.asp (20.02.2009)

⁴ World Gold Council, **Uses of Gold**, http://www.utilisegold.com/uses_applications/space/ (12.05.2009)

kabul gören bir sistemin gelişmesini sağlamış, böylece altın zamanla kendi ölçü sistemini yaratmıştır. Bu sistemin versiyonları diğer kıymetli madenler ve mücevherler için de kullanılmaktadır.

Günümüzde altının para olarak kullanımı sınırlı bir şekilde kalmakla birlikte, özellikle kuyumculuk alanında yoğun bir şekilde kullanılmaya devam etmektedir. Bununla birlikte altın, yumuşak bir yapıda olması nedeniyle genellikle bakır, gümüş ve platin gibi diğer metallerle alaşım halinde kullanılmaktadır. Dolayısıyla kuyumculuk sektöründe de ürünlerin içerdiği altın oranının belli bir sistem dahilinde ifade edilmesi önem taşımaktadır. Altının saflığı genel olarak üç ayrı sistemle ifade edilmektedir.⁵

Tablo 1 : Altının Saflık Derecelendirmesinde Kullanılan Sistemler

Yüzdelik Sistem	Milyem Sistemi	Karat Sistemi
%100	1000	24
%91,66	917	22
%75,00	750	18
%58,30	583	14
%41,60	416	10

Kaynak: Serdar Çıtak, Altın(24 Ayar'ın Hikayesi),2.Baskı,İstanbul:Düşüldüzyı Yayınları, 2006, s.15

Bu sistemlerden ilki karat sistemidir. Bu sistemde altının saflığı karat ya da ayar cinsinden tanımlanmaktadır. Karat sözcüğü Yunanca keration, Arapça qirat ve İtalyanca carato sözcüklerinden türemiştir. Karat özgün biçimiyle saflıktan çok bir ağırlık ölçüsüdür. Karat, baklagiller familyasından keçiboynuzu ağacının meyvesidir ve keçiboynuzunun her bir çekirdeği, bir gramın beşte birine karşılık gelir. Günümüzdeki kullanımıyla ise karat, bir saflık ölçüsüdür.⁶ Karat sisteminde saf altın “24 karat” şeklinde ifade edilir.

Altının saflık derecesini belirtmekte kullanılan diğer bir sistem olan milyem sisteminde altının saflığı 1000’lik sistemde ifade edilir. Saf altın 1000 milyemdir. Üçüncü ve son sistem olarak altının saflığı yüzdelik birimlerle ifade edilmektedir. Tablo 1’de her üç sistemde yer alan saflık dereceleri karşılıklı olarak yer almaktadır. Örneğin

⁵ Serdar Çıtak, Altın(24 Ayar'ın Hikayesi),2.Baskı,İstanbul:Düşüldüzyı Yayınları,2006, s.15.

⁶ L.Bernstein,Peter.Altının Gücü Bir Tutkunun Olağanüstü Tarihi,Levent Konyar(çev).İstanbul:Scala Yayıncılık,2008,s.35.

22 karat altın, milyem sisteminde 917 milyem ve yüzdelik sistemde ise %91,66 oranındaki altına denk gelmektedir.

Altının ağırlığını ifade etmek için dünyanın farklı bölgelerinde farklı ölçü birimleri kullanılsa da uluslararası altın fiyatları ons cinsinden ifade edilmektedir. Ons biriminin birçok farklı türleri bulunmakla birlikte en çok bilinenleri troy ons ve avoirdupois onsudur. Uluslararası altın fiyatları troy ons cinsinden ifade edilmektedir. Bu birim, adını ilk kez kullanıldığı Fransız kasabası Troy'dan almıştır ve 1 troy ons 31,103476 grama denk gelmektedir. Pratik kullanımda sadece “ons” olarak ifade edilmektedir. Bunun dışında ülkemizde de olduğu gibi altının ağırlığını gram veya kilogram cinsinden ifade etmek de oldukça sık karşılaşılan bir uygulamadır. Hindistan'da ve Ortadoğu'nun bazı ülkelerinde ise “tola” birimi kullanılmaktadır. 1 tola 11,6638 grama karşılık gelmektedir. Bazı Uzakdoğu ülkelerinde ise “tael” adı verilen ölçü birimi kullanılmaktadır. 1 tael yaklaşık olarak 37,51 grama karşılık gelmektedir.⁷

Altın fiyatlarının uluslararası bazda fiyatlandırıldığı para birimleri de değişiklik göstermekle birlikte, gösterge fiyat ons başına ABD Doları olarak ifade edilmektedir. Bununla birlikte her ülke kendi yerel para birimi cinsinden de fiyatlandırma yapabilmektedir. Örneğin ülkemizde altın fiyatları kilogram başına TL cinsinden de ifade edilmektedir.

1.2. Altının Tarihçesi ve Finans Sistemindeki Yeri

Altın günümüzde geniş toplum kesimleri tarafından oldukça yüksek önem atfedilen bir maddedir. Bununla birlikte finans sisteminde de halen sıklıkla kullanılan stratejik bir rezerv aracıdır. Bu bölümde altının tarih boyunca para olarak kullanımı ve yakın tarihte geliştirilen finans sistemlerindeki yeri ele alınacaktır.

1.2.1. Para Olarak Altın Kullanımı

Kıymetli madenler bulununcaya kadar, para olarak kullanılan araçlar çok büyük çeşitlilik arz etmiştir. İlk çağda İngiltere'de köleler para olarak kullanılmaktaydı. Ortaçağda ise karabiberi para olarak kullanmak çok yaygındı. Yine bu dönemde,

⁷ Taiwan Futures Exchange, http://www.taifex.com.tw/eng/eng_home.htm (22.05.2009)

sıgırların etinden yararlanmak yerine servet olarak stoklanması, modern zamanlara kadar sürmüş olan bir uygulama olmuştur. Fakat tarihte para olarak kullanılan hiçbir nesne kıymetli madenler kadar geniş kabul görmemiştir. Kıymetli madenlerin bulunması alışveriş işlemlerinin daha rahat yapılabilmesine imkan sağlamıştır. Para olarak kullanılan kıymetli madenler içinde en önemlisi ise altın olmuştur.⁸

Altın, asırlar boyunca ulusal ve uluslararası ödemeler sisteminin merkezinde bulunan bir maden olmuştur. Tarihte bilinen ilk altın paranın Lidyalılar tarafından M.Ö. 560 tarihinde basıldığı bilinmektedir. Aradan geçen süreye rağmen altının para olarak kullanımı günümüzde de halen devam etmekte olan bir uygulamadır. Altının zaman içinde paraya dönüşümü bir anlamda altının halka yayılmasını sağlamıştır. O döneme kadar sadece belli bir zümrenin elinde bulunan altın, sikkelerin kullanımı sayesinde geniş toplum kesimlerine hitap etmeye başlamıştır. Altının sahip olduğu fiziki nitelikler, parasal sistem içindeki yaygın kullanımını sağlayan en önemli etkenlerden biri olmuştur. Bozulmaya karşı olan yüksek direnci ve kıymetli madenlerin genel olarak her bir biriminin aynı kaliteyi yansıtması, altının para olarak kullanılabilmesini sağlayan en önemli özelliklerdir.

Birçok hükümdar ve medeniyet tarih boyunca kendi altın paralarını basmıştır. Bu paralar tarihin belirli dönemlerinde yürürlükte kalmış ve zamanla yerini yenileri almıştır. Örneğin Helen hükümdarı Büyük İskender'in madeni para sistemi doğuda Hindistan'dan, batıda Yunan ve Mısır ülkelerine kadar 150 yıldan fazla yürürlükte kalmıştır. Bununla birlikte Roma İmparatorluğu'nun Bizant üretimi Roma yıkılıncaya kadar ağırlığı ve saflığı değişmeksizin 700 yıl boyunca sürmüştür. Bu anlamda tarih boyunca en uzun süre kullanımda kalan altın para bizant olmuştur.⁹

Sikkeleri ilk kez genel kullanıma açan Lidyalılar ve Eski Yunanlılar, her birini teker teker çekiçe döverek imal etmişlerdir. Sonraki 1000 yılda bütün Avrupa'da ve Doğu'da milyonlarca sikke üretilmiş olmasına rağmen üretim tekniğinde herhangi bir yenilik kaydedilememiştir. 1661 yılında İngiltere kralı II.Charles, madeni para

⁸ İstanbul Altın Borsası, **Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası**, İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları No:1,İstanbul,s.5

⁹ L.Bernstein,Peter. **Altının Gücü Bir Tutkunun Olağanüstü Tarihi**,Levent Konyar(çev).İstanbul:Scala Yayıncılık,2008,s.29

basımında önemli bir yenilik getirmiştir. Bu tarihten itibaren madeni paralar çekiçle dövülerek değil, makine kullanılarak basılmaya başlanmıştır.¹⁰

Altının kısıtlı bir miktarda bulunması, zamanla altını elde etmek için gerekli mücadeleyi de arttırmıştır. Bir madeni para olarak kullanan bir toplum, her zaman o madenin arzıyla kısıtlıdır. Bu durum gerek toplumların kendi içinde gerekse de toplumlar arasında çeşitli sorunların yaşanmasına sebep olmuştur. Bir ulusun maden arzı, madeni para ihtiyacını karşılamakta yetersiz kaldığında, bu durum tarih boyunca toplum liderlerinin izlediği politikalara göre çeşitli sonuçlara yol açmıştır. Bunlardan bir tanesi, sınırlı para arzıyla yaşamaktır. Bu durum, ilerleyen dönemlerde fiyat düzeyinin aşağı doğru hareket etmesine neden olur. Bu süreç bir çözüm olarak görülse bile, olumsuz politik ve toplumsal sonuçlara yol açmıştır. 1930'lardaki Büyük Bunalım bu politikanın en önemli örneklerinden birini teşkil etmektedir. Para sisteminde kullanılan madenlerin kıtlığına ikinci bir çare, başka bölgelerden ticaret yoluyla ya da yağmalayarak altın ithal etmektir. Bu durum tarih boyunca savaşların en büyük nedeni olmuş, çok sayıda insanın hayatına mal olmuştur. Kısıtlı maden arzını yönetmekte kullanılan üçüncü yöntem ise en aynı miktar madenle daha büyük bir madeni para arzı yaratmak esastır. Bu çözüm paranın değerini düşürmek olarak bilinir ve fiilen basılan paralardaki madenin azaltılması ya da esas madenin başka kıymetli madenle karıştırılması ama üzerinde yazılı değerinin değiştirilmemesi anlamına gelmektedir ki genel olarak toplumun tedavüldeki paraya olan güvenini olumsuz yönde etkilemektedir.¹¹

Tarihin çoğu döneminde altının rakibi gümüş olmuştur. 1500'lerde yeni altın kaynaklarının yanı sıra, gerek Peru, gerekse Meksika'da önemli gümüş kaynakları bulunmuştur. Bu nedenle gümüş 19. yüzyıla kadar Avrupa ve Amerika'daki başlıca para biçimi olmayı sürdürmüştür. Birçok dönemde altın paralar fazlasıyla değerli olduğu için iki maden kullanmak zorunlu hale gelmiş, para sisteminin işlemesi sağlanmıştır. Çift metal maden standardı olarak adlandırılan bu sistemde, para birimlerinin değeri altın ve gümüş olarak tanımlanmıştır. Bununla birlikte 16.yüzyıl sonlarına doğru her iki değerli

¹⁰ L.Bernstein,Peter.**Altının Gücü Bir Tutkunun Olağanüstü Tarihi**,Levent Konyar(çev).İstanbul:Scala Yayıncılık,2008,s.178

¹¹ L.Bernstein,Peter.**Altının Gücü Bir Tutkunun Olağanüstü Tarihi**,Levent Konyar(çev).İstanbul:Scala Yayıncılık,2008,s.59

madenle de boy ölçüşecek ciddi bir rakip gelişmeye başlamıştır. Bu dönemde özel kurumların borçlanma enstrümanı olarak ihraç ettiği kağıt formundaki paralar kullanıma açılmıştır. Yirminci yüzyıla gelinceye kadar altının para olarak kullanımı çoğunlukla gümüş paralarla rekabet halinde devam etmiştir. Bu tarihten itibaren altının uluslararası finans piyasası üzerindeki rolü azalmamakla birlikte, para olarak kullanımı önemini yitirmeye başlamıştır. Günümüzde Türkiye'nin de dahil olduğu bazı dünya ülkelerinde altın para kullanımı devam etmekle birlikte, bu paralar alışverişe esas olmak yerine daha çok yatırım amaçlı kullanılmaktadır.

Modern zamanlarda yararlı hiçbir nesne asla uzun süre para olarak kullanılamamıştır. En etkin para biçimleri kağıt veya elektronik para gibi aksi halde önemli bir yarar sunmayacak nesnelerden geliştirilmiştir. Altın da tarihten gelen önemini korumakla birlikte para olarak kullanılma özelliğini zamanla yitirmiştir.

1.2.2. Merkantilist Dönem

Merkantilizm, Avrupa'da 15 ile 18. yüzyıl arasında uygulanan ekonomik sistemdir. Bu sistem dahilinde bir ülkenin zenginliği, altın ve gümüş mevcudu ile ölçülmektedir. Ülkenin kendisine ait altın ve gümüş kaynakları yoksa, bu kaynakların dış ticaret yoluyla elde edilmesi gerekmektedir. Ülkeye olan altın ve gümüş girişinin, ülkeden dışarıya olan maden çıkışını aşması temel ilkedir. Bu doğrultuda ülkenin kıymetli maden mevcudunun attırılması amacıyla ihracatın teşviki ve ithalatın ikamesi gibi politikalar uygulanmaktadır. Bu sistem doğrultusunda ülkeden altın ya da gümüş çıkışı ülkenin fakirleşmesi anlamına gelmektedir.¹²

1.2.3. Altın Standardı Sistemi

Altının günümüzde önemli bir rezerv aracı olmasının temelinde 19. yüzyılın ikinci yarısı itibariyle uygulamaya konulan “Altın Standartı Sistemi” yatmaktadır. Altın, uzun dönemler boyunca para olarak kullanıldıktan sonra oluşturulan kağıt para sistemi altın esasına bağlanmıştır.

¹² Mehmet Selik, 100 Soruda İktisadi Doktrinler Tarihi, İstanbul: Gerçek Yayınevi, 4. Baskı, 1998, s. 106

Altın standardı, klasik iktisat teorisinin varsayımlarını yansıtan ve katılımcı ülkelerin ulusal paralarını belli bir oran üzerinden altına bağlamayı taahhüt ettikleri parasal bir sistemdi.¹³ Bu sistemin geçerli olduğu ülkelerde ulusal para, tespit edilen sabit oran üzerinden serbestçe altına çevrilebilmekteydi. Buna göre altın standardına bağlı bir ülke parasını belirli ve değişmez miktarda altın cinsinden tanımlıyordu. O ülkenin yurttaşları ve dünya, sistemin işleyebilmesi için resmi kurumlardan banknotların ve banka mevduatlarının sabit bir oran üzerinden tamamen ve serbestçe altına dönüştürülebilirliğini korunmasını talep ediyorlardı.

Bu sistemin temel özellikleri her ülkenin parasının belirli ağırlıkta saf altın cinsinden tanımlanması, altının alım, satım, ihraç ve ithalinin serbest bırakılmasıydı. Altın standardı evrensel bir sistemdi. Sisteme dahil olan her ülke parasını bu şekilde altınla tanımladığından, bütün katılımcı ülkelerin paraları doğal olarak birbirlerine de bağlanmış oluyordu. Dolayısıyla bu sistemle birlikte, ülkeler arasındaki döviz kurları da sabitlenmiş oluyordu. Döviz kurlarının, altının bir ülkeden ötekine taşınma maliyetini aşarak sabit altın paritesinin üzerine çıkması veya altına düşmesi durumunda kurlar resmi seviyeye dönünceye kadar, ülkeden ülkeye büyük miktarlarda altın giriş veya çıkışı gerçekleşiyordu. Söz konusu mekanizma dahilinde gerçekleşen altın hareketi sistemin kendiliğinden dengeye gelmesini sağlıyordu.¹⁴

Altın standardını ilk uygulayan ülkelerden biri İngiltere olmuştur. İngiltere’de bu sistem fiili olarak 1817 yılından itibaren uygulanmaya başlanmıştır. Bu sistemin resmîyet kazanması ise 1819 yılında gerçekleşmiştir. Gümüş ve altının eş zamanlı yürürlükte olduğu Çift Metal Sistemi’ni kullanan ABD ise altın standardına fiili olarak 1834 yılında geçiş yapmıştır. İngiltere’nin aksine bu sistemin resmîyet kazanması, Altın Standardı Yasası’nın kabul edildiği yıl olan 1900’ü bulmuştur. Birinci Dünya Savaşı’nın başladığı 1914 yılına gelindiğinde dünya genelinde toplam 59 ülke ulusal parasını altına bağlamak suretiyle, Altın Standardı sistemine dahil olmuş bulunuyordu.¹⁵

¹³ Greenspan, Alan. “Alan Greenspan on the Gold Standard”. *The Objectivist*. 1966

¹⁴ Michael D. Bordo, “Gold Standard”, *The Concise Encyclopedia of Economics*, <http://www.econlib.org/library/CEE.html> (12.03.2009)

¹⁵ İsmail Yanık, *Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi*, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.13

Altın Standardı Sistemi önceden planlanmış bir sistem olmaktan ziyade, zaman içerisinde ortaya çıkan ekonomik koşulların etkisinde gelişen bir sistemdi. Bu sistem I.Dünya Savaşı'nın başlamasıyla birlikte sürdürülemez duruma gelmiştir. Özellikle savaşa katılan ülkelerin savaşı finanse etmek ya da savaşta gördüğü zararı telafi etmek amacıyla altın karşılığı gözetmeksizin kağıt para basması sistemin sürdürülememesinin en önemli nedenidir.

Altın standardı sisteminin olumlu ve olumsuz yönde eleştirildiği birçok nokta olmuştur. Altın standardına yöneltilen en önemli eleştirilerden biri bu sistemin 1929 Büyük Dünya Buhranının temel sebeplerinden biri olduğu yönündedir. Bununla birlikte ekonomideki tam istihdam hedefine ulaşılması yönünde para politikasını sınırlandırması getirilen bir diğer önemli eleştiridir. Diğer yandan altın standardının, büyük altın rezervlerine sahip Rusya ve Güney Afrika gibi ülkelere altın piyasası aracılığıyla uluslararası makroekonomik koşulları etkileme gücü verdiği yönünde eleştiriler de bulunmaktadır.

Bununla birlikte altın standardının olumlu eleştiriler getiren çeşitli görüşler de bulunmaktadır. Buna göre altın standardının uluslararası ticaret hacmini olumlu yönde etkilediği düşünülmektedir. Altın standardının uygulanmakta olduğu 1870 yılından 1910 yılına kadar uluslararası ticaret hacmi yaklaşık %30'luk bir büyüme göstermiştir. Altın standardına getirilen olumlu eleştirilerden bir diğeri de sistemin parasal genişleme üzerine sınır koymasındır. Altın standardı rejiminde ekonomideki para arzı genişlemesinin bir sınırı olduğundan, genişletici para politikaları ile genel fiyat düzeyini etkilemek olanaksızdır.¹⁶

1.2.4. Bretton Woods Sistemi

Altın standardının çökmesiyle birlikte uluslararası finans sisteminde bir belirsizlik dönemi yaşanmıştır. İkinci Dünya Savaşı sürerken, Temmuz 1944 tarihinde ABD'nin New Hampshire eyaletine bağlı Bretton Woods kasabasında bir araya gelen 44 ülkenin temsilcileri savaş sonrası dönemde uygulanacak uluslararası ödemeler

¹⁶ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov, Cenktan Özyıldırım, **Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri**, TÜGİAD, 2002.

sisteminin temel prensiplerini belirlemiştir. Bu sistemin temelini Altın Standardı Sistemi'nde olduğu gibi yine altın oluşturmuştur.

Bu sistem dahilinde tüm üye ülkeler ulusal paralarını dolara bağlamıştır. ABD Dolarının değeri ise 1 ons altın=35 Amerikan Doları olarak sabitlenmiştir. Söz konusu sistemle birlikte uluslar arası rezerv para haline gelen dolar, altın kadar güvenilir bir varlık olmuştur.¹⁷

Bretton Woods'ta alınan en önemli kararlardan biri Uluslararası Para Fonu'nun(IMF) kurulması olmuştur. Fonun amacı üye ülkelerin ödemeler dengelerinde karşılaştıkları sorunların çözümüne katkıda bulunmak, kambiyo istikrarını sağlamak ve üye ülkelerin ulusal para değerlerinin korunması olarak belirlenmiştir.

Belirlenen prensipler çerçevesinde kısa dönemde, döviz kurunun sabit paritenin en fazla %1 aralığı içerisinde dalgalanması mümkündü. Kısa vadeli ödemeler bilançosu dengesizliği resmi rezervler ve IMF kredileri yardımı ile giderilmekteydi. Uzun dönemde ise bir temel dengesizlik sorunu söz konusu olması durumunda, IMF'nin onayı ile tek taraflı devalüasyona izin verilmekteydi.

Bretton Woods Sistemi'nin en zayıf yönlerinden birini, sisteme dahil olan ülkelerin dış rezervlerini dolar cinsinden tutması oluşturmaktadır. Buna göre ABD haricindeki ülkelerin dolar rezervi biriktirmeleri ancak ABD'nin dış ödemeler açığı vermesiyle mümkün olabilmektedir. Bu durum ABD dışı ülkelere oluşan dolar rezervlerinin, ABD'nin toplam altın stokunu aşması durumunda sistemin devamlılığında sorunlar yaşanması anlamına gelmekteydi. Nitekim 1960'ların başında bu düşünceye kapılan spekülörler dolardan kaçıp altın pozisyonu almaya başlamışlardır. Söz konusu hareketin önüne geçilebilmesi amacıyla ABD ve diğer önde gelen ülkelerin katılımıyla Altın Fonu kurulmuştur. Altın Fonu, altın satışları gerçekleştirmek suretiyle 1 ons altın=35 Amerikan Doları paritesini korumayı hedeflemiştir.¹⁸

İlerleyen dönemlerde altına olan kaçışın sürmesi nedeniyle Altın Fonu'nun kapatılmasına neden olmuştur. 1971'in ikinci yarısından itibaren ABD Doları'ndan

¹⁷ Sabine Dammasch ,The System of Bretton Woods: A lesson from history
<http://www.hiddenmysteries.org/money/policy/b-woods.pdf> (30.05.2009)

¹⁸ Lerzan İskenderoğlu,TCMB, **Uluslararası Para Sisteminin Sorunları ve İyileştirme Çabaları**, Haziran, 1988.

kaçış hızlanmış alınan önlemlere rağmen ABD'nin rezervlerindeki azalış iki milyar ABD Doları'nı bulmuştur. 15 Ağustos 1971 tarihinde ABD başkanı Richard Nixon, altın ile Dolar arasındaki sabit paritenin koptuğunu resmen ilan etmiştir. Sistemin sürdürülebilmesi için gerçekleştirilen son girişimler de yeterli sonucu vermemiş ve Bretton Woods Sistemi 1973 Mart ayı itibariyle terk edilmiştir. Bu anlamda 19. yüzyılını ikinci yarısından itibaren altına dayalı olan uluslararası finans sistemi, bu tarihten itibaren altını odak noktasından çıkartmıştır.¹⁹

1.3. Diğer Belli Başlı Kıymetli Madenler

Modern zamanlar olarak adlandırılan yaşadığımız dönem de dahil olmak üzere, insanlık tarihinin en önemli ve en temel ekonomik sektörleri tarım ve madencilik olmuştur. Tarım, insanların hayatını idame ettirebilmeleri için gerekli olan gıda ürünlerinin kaynağıdır. Madencilik ise insanın temel gereksinimlerini giderebilmesi için ihtiyaç duyduğu araç ve gereçlerin üretilmesinde kullanılan hammadde ihtiyacının karşılanmasını sağlamaktadır. Bu anlamda madencilik insanlık tarihinin en eski dönemlerinden itibaren yürütülmekte olan bir faaliyettir.

Madencilik yoluyla elde edilen madenleri çeşitli kriterle göre sınıflandırmak mümkündür. Bu kriterlerden biri de madenin üretim miktarı, diğer bir deyişle arzıdır. Kıymetli madenler, üretim miktarının son derece sınırlı olduğu madenlerdir. Diğer madenlerle kıyaslandığında arz miktarlarının oldukça düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir. Örneğin ABD çelik endüstrisinin kapasitesi yaklaşık olarak 120 milyon tondur. Bununla birlikte tarih boyunca çıkarılmış tüm altın miktarının 160.000 ton düzeyinde olduğu tahmin edilmektedir ki bu miktar, ABD çelik endüstrisinin bir günlük üretiminden daha düşüktür.²⁰

Kıymetli madenler sınıflandırılmasında değerlendirilen madenlerden en önemlisi yukarıda da belirtildiği gibi altındır. Altın dışındaki diğer önemli kıymetli madenler ise gümüş, platin ve paladyum olarak sıralanabilir. Kıymetli madenler birçok farklı işlevi bir arada bünyelerinde barındırmaktadırlar. Günümüzde kıymetli madenler,

¹⁹ Seyidoğlu, Halil. *Uluslararası Finans*. 4. Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003, s.13

²⁰ L. Bernstein, Peter. *Altının Gücü Bir Tutkunun Olağanüstü Tarihi*, Levent Konyar (çev). İstanbul: Scala Yayıncılık, 2008, s.16

dünyanın birçok önemli piyasasında işlem gören önemli finansal ürünlerdendir. Bununla birlikte sahip oldukları özellikler nedeniyle, birçok farklı sektörde hammadde olarak kullanılmaktadırlar. Kıymetli madenlerin en önemli kullanım alanlarından bir diğeri ise kuyumculuk sektörü oluşturmaktadır. Sahip oldukları estetik görünüm ve kolay işlenebilme gibi özellikler nedeniyle mücevher piyasasından yoğun bir şekilde talep görmektedir.

Özellikle altın ve gümüş başta olmak üzere kıymetli madenler, tarih boyunca para olarak kullanılmıştır. Bu anlamda kağıt paranın egemen olduğu döneme kadar en çok kabul gören para formu kıymetli madenler olmuştur. Her kıymetli maden biriminin homojen olması ve dünya üzerinde sınırlı miktarda bulunmaları, kıymetli madenlerin para olarak kullanımını sağlayan en önemli etkenler olmuştur.

Yukarıda adı geçen kıymetli madenler dışında bu sınıflandırma kapsamında değerlendirilen birçok farklı maden daha bulunmaktadır. Bununla birlikte piyasalarda en çok işleme konu olan madenler altın, gümüş, platin ve paladyumdur. Çalışmanın bu bölümünde söz konusu madenlere ilişkin genel özelliklere değinilecektir. Çalışmanın ana konusunu oluşturan altın ise ileriki bölümlerde detaylı olarak ele alınacaktır.

a) Gümüş : İnsanoğlunun kullandığı en eski metallere biri olan gümüş, periyodik sistemin birinci grubunda yer alan soy metallere dendir. Yer kabuğunda çok az miktarda bulunur. Kimyasal sembolü olan Ag, Latince’de beyaz ve parılayan anlamına gelen “Argentum” sözcüğünden gelmektedir. En iyi ısı ve elektrik iletkenliği özelliklerini bir arada taşımasıyla endüstriyel uygulamalarda önemli bir metal konumundadır. Öyle ki bakırdan ısı iletkenliği açısından %34, elektrik iletkenliği açısından ise %5 daha iyidir. Bu anlamda özellikle elektronik sektöründe sıklıkla kullanılan bir metaldir. Bununla birlikte sahip olduğu özellikler fotoğrafçılık alanında da gümüşü yoğun kullanılır bir metal haline getirmiştir.²¹

Endüstriyel kullanımının yanı sıra parlak görünümüyle süs ve dekorasyon amaçlı olarak da sıklıkla kullanılmaktadır. Yumuşak yapısı nedeniyle kolaylıkla şekil

²¹ İstanbul Altın Borsası, **Dünyada ve Türkiye’de Altın,Gümüş,Platin ve Paladyum**, İstanbul Altın Borsası Yayınları No:7,İstanbul, s.85.

verilebilmesi süs amaçlı kullanımı arttıran bir diğer özelliğidir. Özellikle mücevher ve ev eşyası yapımında yaygın kullanımı mevcuttur. Kuyumculuk sektöründen yüksek talep gören bir metaldir.

Kıymetli bir maden olan gümüş, aynı zamanda tarihte para olarak kullanılmış ender madenlerden biridir. Tarihin eski dönemlerinden modern zamanlara kadar para olarak kullanılmış, bu anlamda altının en önemli rakibi olmuştur. Bazı dönemlerde altından daha yaygın bir kullanıma sahip olmuştur. 19.yüzyılda birçok ülke altın ve gümüş paraların aynı anda geçerli olduğu “Çift Metal Sistemini” kullanmıştır. Bu dönemden sonra gümüşün para olarak kullanımı önemli ölçüde azalmış, altın standardına geçilmesiyle birlikte de tamamen ortadan kalkmıştır.

b) Platin : Platin, soy metaller grubunda yer alan bir madendir. Kimyasal sembolü Pt’dir. Oksitlenme ve korozyona karşı güçlü direnç, yüksek erime sıcaklığı, yüksek elektrik iletkenliği ve asit içinde çözünmeme gibi önemli fiziksel özelliklere sahiptir. Bunun yanında kimyasal olarak önemli bir katalizör görevi görür. Kıymetli madenler arasında en ağır olanıdır.

Platin ve platin grubu madenler doğada sınırlı olarak bulunmalarından ötürü kıymetli madenler sınıfında yer almaktadır. Platin üretimi, kısıtlı olarak bilinen altın üretiminin yaklaşık olarak %5’i seviyesindedir. Bu anlamda kıymetli madenler arasında en yüksek fiyatlı olanıdır. Platin, kuyumculuk alanında yoğun bir şekilde kullanılır. Bununla birlikte otomotiv, kimya, petrol, elektrik ve elektronik sektörü platinin kullanıldığı diğer önemli sektörlerdir.²²

c) Paladyum : Kimyasal sembolü Pd olan paladyum, çok büyük oranda endüstriyel amaçlı kullanılan kıymetli madenlerden biridir. Dünyadaki kullanımının önemli bir bölümü otomotiv ve elektronik sektörü tarafından gerçekleştirilmektedir. Bununla birlikte kimya sektörü ve dişçilik alanında da sınırlı miktarda kullanımı mevcuttur. Diğer kıymetli madenlerden farklı olarak kuyumculuk alanındaki kullanımı da son derece sınırlıdır.

²² İstanbul Altın Borsası, **Dünyada ve Türkiye’de Altın,Gümüş,Platin ve Paladyum**, İstanbul Altın Borsası Yayınları No:7,İstanbul,s.106

Tablo 2 : Kıymetli Madenlerin Temel Özellikleri

Metaller	Ergime Noktası(°C)	Özgöl Ağırlığı(gr/cm³)	Sertliği (mohs)	Dayanıklılığı (kg/m³)	Esnekliği
Altın	1064	19,32	2,5	11,90	42
Gümüş	961	10,50	2,6	15	55
Platin	1764	21,50	3,6	17	34
Paladyum	1552	11,90	5,0	23	36

Kaynak: Para ve Sermaye Dergisi, Sayı:81, İstanbul, 1985, s.21

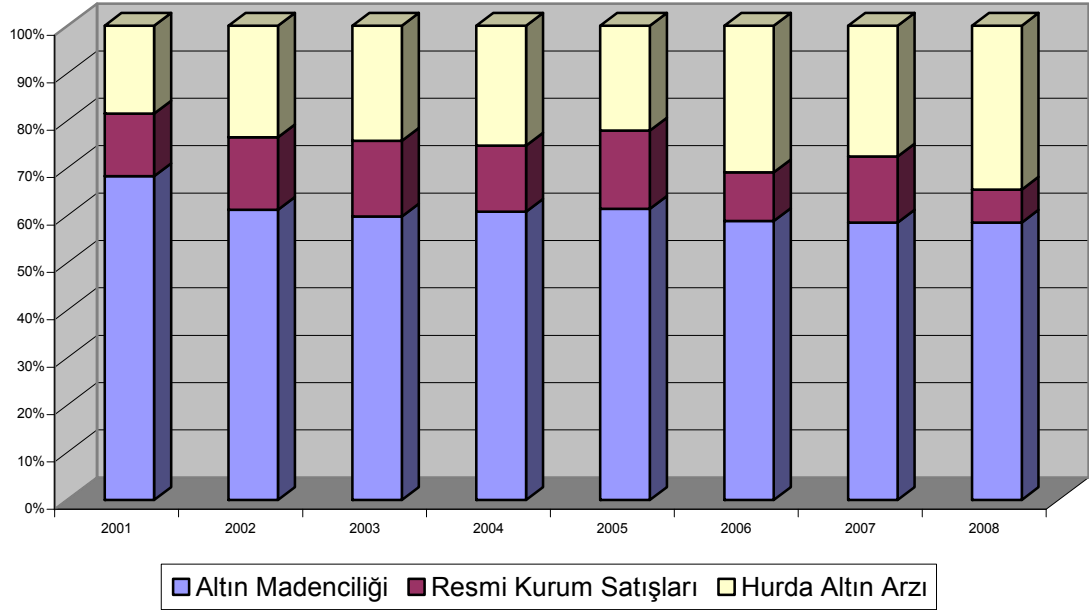
2. DÜNYADA ALTIN ARZ VE TALEBİ

2.1. Dünya Altın Arzı

Altının en önemli özelliklerinden birisi de dünya üzerinde sınırlı bir miktarda bulunmasıdır. Tüm tarih boyunca çıkarılmış altın miktarının 2007 sonu itibariyle 161.000 ton düzeyinde olduğu tahmin edilmektedir. Altın arzının kaynaklarını temel olarak üç gruba ayırmak mümkündür. Bunlardan ilki ve en önemlisi altın madenciliğidir. Altın madenciliği toplam altın arzı içindeki en önemli kaynak olarak görülmektedir. Altın madenciliğinin dışında yer alan diğer kaynaklar ise resmi kurumların altın satışları ve hurda altın arzıdır. Günümüzde önemli bir rezerv aracı olan altın, dünya çapında birçok Merkez Bankası ve uluslararası kurumun rezervinde bulunmaktadır. Söz konusu kurumlar rezerv olarak bulundurdıkları altınları izlemiş oldukları politikalar neticesinde zaman zaman satışa çıkarmakta ve altın arzı yaratmaktadırlar. Dolayısıyla resmi kurumlar olarak adlandırabileceğimiz bu grup, altın piyasasının önemli aktörleri arasında yer almaktadır. Bu kapsamda yer alan kurumlar yine izlemiş oldukları rezerv politikaları neticesinde zaman zaman altın alımına gitse de sektör, net olarak satıcı konumdadır.

Hurda altın arzı olarak tanımlanan üçüncü kaynak ise çeşitli mücevherat ve elektronik araçların bünyesinde kullanılmış altınların, içeriklerinden arındırılması ve tekrar rafine edilmesi suretiyle yaratılan arzıdır. Altın arzı genel olarak kısa dönemde inelastik bir yapıda bulunmasına rağmen, hurda altın arzının fiyat duyarlılığı yüksektir. Bu durum altın fiyatını dengeleyici bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.²³

²³ World Gold Council, **Gold Market Knowledge Supply and Demand**. Londra,2007,s.1



Grafik 1 : Dünya Altın Arzının Bileşenleri (%)

Kaynak: World Gold Council, Gold Demand Trends 2003 ile 2009 dönemi tabloları derlenerek hazırlanmıştır.
http://www.research.gold.org/supply_demand/gold_demand_trends/ (30.05.2009)

2.1.1. Altın Madenciliği

Altın arzının en önemli kaynağını madencilik yoluyla elde edilen altın oluşturmaktadır. 2006 yılı itibariyle son beş yıllık veriler dikkate alındığında, yıllık altın üretiminin ortalama 2.550 ton düzeyinde olduğu görülmektedir. Altın, madenciliğin yasak olduğu Antartika hariç diğer bütün kıtalardaki madenlerden çıkarılmaktadır. Dünya üzerinde faaliyette bulunan altın madenlerinin büyüklükleri değişmekle birlikte toplam 400 civarında olduğu tahmin edilmektedir. Bulunan yeni madenler bu düzeyi çok önemli bir miktarda arttırmamakta, söz konusu madenler üretimi son bulan eski madenlerin yerini almaktadır.²⁴

Tarih boyunca çıkarılan toplam altın miktarının 161.000 ton düzeyinde olduğu tahmin edilmektedir. Bu miktarın yaklaşık %66'sı ise 1950 yılından sonra çıkartılmıştır. Yıllık altın üretimindeki son elli yılda gözlenen bu hızlı artış son yıllarda azalmaktadır. Birçok analist önümüzdeki senelerde üretilen altın miktarının sabit kalacağını ve hatta sınırlı da olsa bir düşüş yaşayabileceğini öngörmektedir.

²⁴ World Gold Council, **Gold Market Knowledge Supply and Demand**. Londra,2007,s.1

Altın madenciliğinin tarihini çok eskilere götürmek mümkündür. Milattan önce 2000 yılında Mısırlılar'ın altın madenciliği yapıyor oldukları bilinmektedir. Altın tarih boyunca hemen her medeniyette kabul görmüş, tarih boyunca altın arayışı çeşitli tekniklerle devam etmiştir. Bununla birlikte 20 yüzyıla kadar insan emeği, madencilikte kullanılan en temel öge olmuştur. Romalılar, altını toprağın yaklaşık 200 metre derininden çıkarırken insan emeğini kullanmışlar fakat yeterli verimin alınamaması yeni teknik arayışlarını doğurmuştur. Bunun üzerine su basıncıyla kırma adı verilen bir yöntem geliştirmişlerdir. Yüksek basınçlı suyun püskürtülerek kayaları parçalanması esasına dayanan bu yöntemle, yerin derinliklerinde bulunan altın dolu toprak çıkarılmıştır. Bu yöntem etkili olmakla birlikte, doğaya önemli zarar vermiştir. Ekili alanlar tahrip olmuş, birçok bölge kum ve çamurla dolmuştur. Su basıncıyla kırma yöntemi tarih boyunca Avrupa'da yer yer kullanılmakla birlikte, gerçek anlamda yeniden doğuşu; 1852 yılında, Kaliforniya'da altına hücumun doruğa ulaştığı dönemde olmuştur. Sacramento bölgesindeki altın arayıcıları yamaçlara ve dağlara dakikada yaklaşık yüz ton su püskürterek altın dolu toprağı çıkartma yolunu seçmişlerdir. Bu yöntem çevreye önemli zararlar vermiştir. Su basıncıyla kırma uygulaması, yasaklandığı 1884 yılına kadar Kaliforniya'da altın madencilerinin kullandığı ana yöntem olmayı sürdürmüştür.²⁵

Yirminci yüzyıl boyunca en önemli altın üreticisi ülke Güney Afrika olmuştur. 1970'li yıllarda yıllık altın üretimi 1.000 ton düzeyinde gerçekleşmiştir ve bu miktar o yıllardaki toplam dünya altın üretiminin yaklaşık olarak %70'ine denk gelmekteydi. Son 20 yıldır Güney Afrika'nın bu alandaki ezici üstünlüğü azalmakla birlikte 2006 yılına gelindiğinde çok az bir farkla da olsa en büyük altın madeni üreticisi olma konumunu sürdürmektedir. 2006 yılında toplam çıkarılan altın miktarı 292 tondur ve bu da toplam dünya üretiminin %12'sine tekabül etmektedir. Güney Afrika'yı 252 tonluk üretimiyle Amerika ve 247 tonluk üretimiyle Çin takip etmektedir. Amerika'nın toplam dünya üretimi içindeki payı %10'un biraz üzerindeyken Çin'in toplam dünya üretimindeki payı %10'un çok az altındadır. Son yıllarda altın üretiminde önemli yükselişler kaydeden ülkeler olmuştur. Bunların başında Endonezya ve Peru gelmektedir. 1992

²⁵ Peter L.Bernstein, *Altının Gücü Bir Tutkunun Olağanüstü Tarihi*, Levent Konyar(çev).İstanbul:Scala Yayıncılık,2008,s.24

yılındaki altın üretimi sadece 2 ton düzeyinde olan Endonezya, 2005 yılına gelindiğinde 114 ton düzeyine ulaşmıştır. Peru ise 1992 yılında 18 ton olan altın üretimini 2006 yılında 203 ton düzeyine çıkarmayı başarmıştır. Altın üretimi gelişmekte olan ülkelerde de artan bir şekilde sürmektedir. Yüksek borçlu gelişmekte olan dünya ülkelerinin birçoğu altın üreticisi konumundadır. Söz konusu ülkelerin bazılarında altın ihracatının, toplam ihracat içindeki payı oldukça yüksek düzeydedir. Örneğin Gana’da altın ihracatı, toplam ihracatın 1/3’ini oluştururken, Mali’deki altın ihracatı toplam ihracatın yarısına yakınına oluşturmaktadır.²⁶

Altın madenlerinde cevher oranları önemli ölçüde değişiklik gösterebilmektedir. Güney Afrika’nın en büyük yer altı madenlerinde ton başına ortalama 8 ile 10 gram arası altın çıkarılırken, daha az verimli madenlerinde ton başına ortalama 4 ile 6 gram arası altın çıkarılmaktadır. Ton başına 10 gram altının çıktığı bir madende 1 ons altın üretebilmek için 3 tondan fazla maden cevherinin çıkarılması gerekmektedir. Dünyadaki altın madenlerinin birçoğu yer üstünde faaliyet gösteren madenlerdir ve yer üstü madenlerinde yer altı madenlerine göre genellikle daha az oranda altın bulunmaktadır. Yer üstü madenlerinde ton başına ortalama 1 ile 3 gram arası altın çıkarıldığı bilinmektedir. Maden cevherlerinde bulunan altın oranı, belli bir miktardaki altını elde edebilmek için ne kadar maden cevheri çıkarılması gerektiğini belirler. Maden cevherinde bulunan altın oranı madenin işletilebilirliğinin belirlenmesi açısından önemli bir faktördür. Altın oranının çok düşük seviyelerde olması o altının çıkarılmasını ekonomik olarak mümkün kılmayabilir. Bir altın madeninin işletilebilir olup olmadığını belirleyen temel faktör ise üretim maliyetleridir. Üretim maliyetleri, madenin yeraltı ya da yer üstü madeni olması, eğer maden yer altı madeni ise madenin derinliği, maden cevherinin zenginliği gibi birçok faktöre bağlı olarak değişiklik göstermektedir. GFMS tarafından hesaplanan ortalama altın çıkarma maliyeti 2006 yılı için 317 \$/ons düzeyindedir.²⁷

²⁶ World Gold Council, **Gold Market Knowledge Supply and Demand**. Londra,2007,s.2

²⁷ World Gold Council, **Gold Market Knowledge Supply and Demand**. Londra,2007,s.3

2.1.2. Resmi Kurumların Altın Satışları

Dünya altın arzının diğer bir boyutunu Merkez Bankaları gibi ulusal kurumlar ile IMF gibi uluslararası kuruluşların rezervlerinden gerçekleştirdikleri altın satışları oluşturmaktadır. Günümüzde dünyanın birçok Merkez Bankası'nın rezervlerinde altın bulunması altın standardı döneminden kalan bir gelenektir. Altın, bu dönemde dolarla birlikte uluslararası finans sisteminin odak noktası haline gelmiş, bu tarihten itibaren de önemli bir rezerv aracı olarak varlığını sürdürmüştür. Buna rağmen bazı Avrupa Merkez Bankalarının 1980'li ve 1990'lı yıllarda altın satışlarına başlaması ile altının bir rezerv aracı olarak öneminin göreceli olarak azalmasına neden olmuştur. Günümüzde Merkez Bankaları ve diğer uluslararası kuruluşlar tarafından rezerv olarak tutulan altın miktarının 2007 sonu itibariyle yaklaşık 29.000 ton düzeyinde olduğu tahmin edilmektedir. Bu tutar, dünya yer üstü altın stokunun yine 2007 sonu itibariyle %18'ini oluşturmaktadır. Bu miktar söz konusu kuruluşların ödünç vermiş olduğu altın miktarını kapsamamaktadır. Ödünç verilen bu rakamları da dahil ettiğimiz takdirde söz konu kuruluşların ellerinde bulundurdıkları altın miktarı daha yüksek olacaktır. Söz konusu altın stoklarının büyük bir kısmı Avrupa ve Kuzey Amerika ülkeleri Merkez Bankaları'na tutulmaktadır. Altın rezervlerinin oranı ülkeden ülkeye değişiklik göstermekle birlikte, Merkez Bankaları'nın toplam rezervleri içindeki altının payı ortalama olarak %10 düzeyindedir. Diğer bir deyişle Merkez Bankaları rezervlerinin ortalama %10'unu altın olarak tutmaktadır. Son yıllarda bazı Merkez Bankaları altın rezervlerini arttırmış olmakla birlikte sektör net olarak altın satıcısı konumundadır. Resmi kurumlar tarafından 2002 ve 2006 yılları arasında yıllık ortalama 527 tonluk altın arzı yaratılmıştır.²⁸

²⁸ World Gold Council, **Demand and Supply**, http://www.invest.gold.org/sites/en/why_gold/demand_and_supply/ (20.05.2009)

2.1.2.1. Altının Rezerv Olarak Tutulmasının Nedenleri

Uluslararası rezervler, ülkelerin resmi para otoriteleri tarafından kontrol edilen, her an kullanıma hazır ve birbirlerine çevrilebilme özelliği bulunan varlıklardır. Uluslararası rezervler genellikle uluslararası alanda kabul görmüş para birimleri, altın, Özel Çekme Hakkı (SDR) ve IMF Rezerv Pozisyonu'ndan oluşmaktadır. Günümüzde ülkelerin sahip oldukları uluslararası rezervlerin büyük bölümünü yabancı para birimleri oluşturmaktadır. Bu nedenle uluslararası rezervler denildiğinde akla ilk gelen döviz rezervleri olmaktadır. Ülkelerin rezerv talebini etkileyen unsurlar zaman içerisinde değiştiği gibi ülkeler arasında da farklılık göstermektedir. Geçmiş dönemlerde ulusal para birimlerinin değerinin korunması ve ödemeler dengesi açıklarının finanse edilmesi amacıyla kullanılan rezervlerin günümüzde daha farklı nedenlerle kullanılması söz konusudur. Günümüz ekonomik ortamında rezerv tutmanın başlıca nedenlerini şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Para politikaları ve döviz kuru rejimlerini sürdürmede yüksek manevra gücü sağlamak,
- Dış borç ödemelerini gerçekleştirebilmek,
- Finansal krizlere ve acil durumlara karşı korunmak,
- İç ve dış şoklara karşı dayanıklılığı artırmak,
- Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, uluslararası finans çevreleri ile piyasalarda ülkeye duyulan güvenin artmasını sağlamak.²⁹

2.1.2.2. Ülkelere Göre Altın Rezervleri

Altının günümüz finans dünyasındaki en temel işlevlerinden biri de önemli bir rezerv aracı olmasıdır. Hiçbir ülke ya da kurumun yükümlülüğü altında bulunmayan altın, tarih boyunca en güvenilir varlıklardan biri olmuştur. Özellikle 20.yüzyılda uygulanan “Altın Standardı” ve “Bretton Woods” sistemlerinin temelinde yer alması,

²⁹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.(2007).Bülten.Aralık.Ankara,s.3

altının rezerv aracı olması özelliğini geliştirmiştir. Günümüzde çoğu Merkez Bankası ve uluslararası kurum, bu dönemlerden doğan bu gelenek neticesinde altını bir rezerv aracı olarak tutmaya devam etmektedirler. Bu durum özellikle 1980 ve 1990'lı yıllarda Merkez Bankaları'nın altın satışına gitmeleri nedeniyle göreceli olarak önemini yitirmiş gibi gözükse de halen birçok Merkez Bankası ve uluslararası kurumun önemli miktarda altın cinsinden rezervi bulunmaktadır. Bununla birlikte Avrupa Merkez Bankaları'nın imzalamış oldukları iki ayrı antlaşma çerçevesinde altın satışında kısıtlamaya giderek altının bir rezerv aracı olarak önemini koruma yönünde adım attıkları da görülmektedir. Tablo 3.'te 2008 yılının Eylül ayı itibariyle rezervlerinde en çok altın bulunduran 40 ülke ve kurum ile bu ülke ve kurumların altın cinsinden tutukları rezervlerin toplam uluslararası rezervleri içindeki payı yer almaktadır.

Tablo 3 : Resmi Kurumların Altın Rezervleri

Sıralama	Ülke/Kurum	Miktar (Ton)	Toplam Rezerv İçindeki Oran (%)
1	ABD	8.133,46	79,04
2	Almanya	3.417,37	68,39
3	IMF	3.217,32	-
4	Fransa	2.568,35	60,82
5	İtalya	2.451,84	71,40
6	İsviçre	1.113,20	41,49
7	Japonya	765,21	2,26
8	Hollanda	621,44	61,47
9	Çin	599,98	1,06
10	Avrupa Merkez Bankası	563,61	26,04
11	Rusya	457,00	2,68
12	Tayvan	423,00	4,24
13	Portekiz	382,54	87,97
14	Hindistan	357,75	3,46
15	Venezuela	356,75	34,59
16	İngiltere	310,26	15,52
17	Lübnan	286,83	38,24
18	İspanya	281,61	41,26
19	Avusturya	279,99	43,41
20	Belçika	227,58	38,96
21	Cezayir	173,64	4,05
22	BIS	133,36	-
23	İsveç	146,60	12,61
24	Libya	143,82	4,81
25	Suudi Arabistan	142,95	11,74
26	Filipinler	129,60	10,60
27	Singapur	127,40	2,11
28	Güney Afrika	124,32	10,86
29	Türkiye	116,10	4,35
30	Yunanistan	112,78	89,78
31	Romanya	103,71	7,25
32	Polonya	102,89	4,01
33	Tayland	83,98	2,29
34	Avustralya	79,84	7,18
35	Kuveyt	78,96	12,47
36	Mısır	75,61	6,57
37	Endonezya	73,09	3,72
38	Kazakistan	67,39	10,50
39	Danimarka	66,55	5,12
40	Pakistan	65,33	14,39

Kaynak : World Gold Council, Gold As a Reserve Asset, <http://www.reserveasset.gold.org/> (21.12.2008)

Günümüzde birçok Merkez Bankası ve uluslararası kurum, izlemiş oldukları politikalar doğrultusunda rezervlerinin bir bölümünü altın cinsinden tutmaktadır. Daha önce de değinildiği gibi dünya altın stokunun yaklaşık olarak %18'lik bölümü resmi kurumların bünyesinde rezerv olarak bulunmaktadır. Tablo 3'ten de görülebileceği gibi altın rezervlerinin miktarı ve toplam rezervler içindeki oranı ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Dünyanın en çok altın rezervi bulunduran ülkesi 8.133,46 tonla ABD'dir. ABD'nin sahip olduğu altın rezervlerinin toplam rezervleri içindeki oranı %79,04'tür. ABD'yi 3.417,37 tonluk altın rezerviyle Almanya takip etmektedir. Almanya'nın altın rezervlerinin, toplam uluslararası rezervlerine oranı %68,39'dur. En çok altın rezervi bulunanlar listesinin üçüncü sırasında ise bir kurum yer almaktadır. IMF'nin bulundurduğu altın rezervi miktarı 3.217,32 tondur. Dikkat edilirse yukarıdaki tabloda yer alan kurumların bulundurdıkları altın rezervlerinin toplam uluslararası rezervleri içindeki oranı yer almamaktadır. Bu durum bu gibi kurumların söz konu oranı açıklamamalarından ileri gelmektedir. Oransal anlamda en çok altın rezervi bulunduran ülke ise %89,78 ile Yunanistan'dır. Yunanistan'ın altın rezerv miktarı 112,78 tondur. Portekiz ise %87,97'lik altın rezervi oranıyla bu alanda ikinci sırada yer almaktadır. Portekiz'in altın rezervi miktarı ise 382,54 tondur.³⁰

2.1.2.3. Merkez Bankaları Altın Antlaşmaları

1980'li ve 1990'lı yıllarda Merkez Bankaları'nın kontrolsüz bir şekilde altın satışına gitmeleri altın fiyatlarında önemli düşüslere neden olmuş, bu durum altın piyasasını olumsuz yönde etkilemiştir. Aynı zamanda altın üreticisi ülkeler de bu durumun olumsuz sonuçlarına maruz kalmışlardır. Bu anlamda Merkez Bankaları'nın gerçekleştirecekleri altın satışlarının sınırlandırılması ve koordine edilmesi gereği doğmuştur. Bu amaçla 26 Eylül 1999 tarihinde "Central Bank Gold Agreement(CBGA)" veya "Washington" adıyla bilinen Merkez Bankası Altın Antlaşması imzalanmıştır. Söz konusu antlaşma İtalya, Fransa, Portekiz, Almanya, İspanya, İngiltere, Belçika, Lüksemburg, Hollanda, İrlanda, Avusturya, İsviçre, Finlandiya, İsveç Merkez Bankaları ile aralarında Avrupa Merkez Bankası'nın da bulunduğu 15 Merkez Bankası'nın katılımıyla gerçekleştirmiştir. Antlaşmaya dahil olan

³⁰ World Gold Council, *Gold as a Reserve Asset*, <http://www.reserveasset.gold.org/> (21.12.2008)

Merkez Bankaları'nın 1999 yılı itibariyle ellerinde bulundukları altın rezervleri, tüm dünyadaki altın rezervlerinin % 45'ini oluşturmaktadır. Söz konusu antlaşma Avrupa Merkez Bankaları arasında imzalanmış olmasına rağmen, antlaşmasının yürürlüğe girmesiyle birlikte dünyanın diğer önemli altın rezervi sahibi ülke ve kuruluşları da altın satımını sınırlandıracaklarını açıklamıştır. Amerika, Japonya, Avustralya gibi ülkeler ülkeler ile Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) gibi kuruluşların da katılımıyla tüm dünya altın rezervlerinin %85'ine ilişkin satışlar sınırlandırılmıştır. Bu antlaşmaya göre 15 katılımcı kurum yıllık 400 tonu geçmemek şartıyla, altın satışları toplamını beş yıllık sürede 2.000 ton ile sınırlandırmıştır. Aynı zamanda altın ödünç işlemleri ile altına dayalı türev araçların kullanımının da sözleşme başlangıç tarihinden itibaren arttırılmayacağı taahhüt edilmiştir. 1999 yılı tarihi itibariyle katılımcı kurumların ödünç vermiş oldukları altın miktarı 2.119,32 ton seviyesindedir ve bu seviye altın ödünç işlemleri için azami düzeyi ifade etmektedir. Aşağıda yer alan Tablo 4, bu antlaşma kapsamında gerçekleştirilen altın satışlarını göstermektedir.³¹

Tablo 4 : CBGA-1 Kapsamında Altın Satışları

Ton	1.Yıl	2.Yıl	3.Yıl	4.Yıl	5.Yıl	Toplam
	1999-00	2000-01	2001-02	2002-03	2003-04	
İngiltere	150	135	60	0	0	345
Hollanda	100	27	9	39	60	235
Avusturya	30	30	30	0	0	90
İsviçre	120	200	283	283	284	1.170
Almanya	0	12	11	6	6	35
Portekiz	0	0	0	90	35	125
Toplam	400	404	393	418	385	2.000

Kaynak : World Gold Council, *Gold As a Reserve Asset*, <http://www.reserveasset.gold.org/> (21.12.2008)

İlk antlaşmanın sona ermesinin ardından 8 Mart 2004 tarihinde Merkez Bankaları arasında altın satımına sınırlama getiren ikinci bir antlaşma imzalanmıştır. Söz konusu antlaşma 27 Eylül 2004 ile 26 Eylül 2009 tarihleri arasındaki 5 yıllık dönemi kapsayacak şekilde yürürlüğe girmiştir. İlk antlaşmada da olduğu gibi "Altının uluslararası rezervler arasında önemli bir unsur olduğu" ilkesi benimsenmiştir. İlk antlaşmaya dahil olan İngiltere ikinci antlaşmaya dahil olmamıştır. Bununla birlikte

³¹ World Gold Council, *Gold As a Reserve Asset*, http://www.reserveasset.gold.org/central_bank_agreements/ (21.12.2008)

ilk antlaşmaya dahil olmayan Yunanistan ve Slovenya ikinci antlaşmada yer almışlardır. Beş yıllık süre boyunca antlaşma dahilindeki Merkez Bankaları'nın gerçekleştirebileceği altın satımı 2.500 ton ile sınırlandırılmıştır. İlk antlaşmada 2000 ton olan azami satış miktarın yükseltildiği görülmektedir. Aynı zamanda ilk antlaşmada bir yıl içerisinde gerçekleştirilebilecek altın satışları 400 ton ile sınırlandırılmışken, ikinci antlaşmada yıllık altın satış miktarı 500 ton seviyesine çekilmiştir. Bununla birlikte katılımcıların, antlaşma süresi boyunca gerçekleştirecekleri ödünç altın işlemlerinde de sınırlamaya gidilmiştir. Buna göre antlaşma süresi boyunca, antlaşmanın başlangıç tarihindeki ödünç işlemleri seviyesinin geçilemeyeceği hükme bağlanmıştır. Benzer bir durum altın üzerine yazılı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri için de geçerlidir. Tablo 5'te, Mart 2009 dönemi itibariyle bu antlaşma kapsamında gerçekleştirilen altın satışlarını ülkeler bazında gösterilmektedir. Buna göre belirlenen yıllık satış miktarına bağlı olarak antlaşmanın sona ereceği 26 Eylül 2009 tarihine kadar satışa konu olabilecek azami altın rezervi miktarı 415 tondur.³²

Tablo 5 : CBGA-2 Kapsamında Altın Satışları

Ülke	1.Yıl	2.Yıl	3.Yıl	4.Yıl	5.Yıl
	2004-05	2005-06	2006-07	2007-08	2008-09
Avrupa Merkez Bankası *	47,0	57,0	60,0	72,0	0,0
Avusturya	15,0	13,7	8,7	0,0	0,0
Belçika	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fransa	115,0	134,8	115,1	115	40,4
Almanya	5,4	5,3	5,1	4,8	0,0
Hollanda	55,0	67,5	14,0	19,5	9,0
Portekiz	54,8	44,9	0,0	0,0	0,0
İspanya	30,0	62,5	149,3	0,0	0,0
Henüz ismi açıklanmayan ülke	-	-	0,5	0	28
Avrupa Bölgesi Toplamı	352,2	385,8	352,8	211	78
İsveç**	15,0	10,0	10,0	10,0	7,0
İsviçre	130,0	0,0	113,0	137,0	0,0
Gerçekleşen Toplam Satış	497,2	395,8	475,8	358	85
26 Eylül 2009'a kadar kalan satış kotası					415

Kaynak : World Gold Council, *Gold As a Reserve Asset*, <http://www.reserveasset.gold.org/> (21.12.2008)

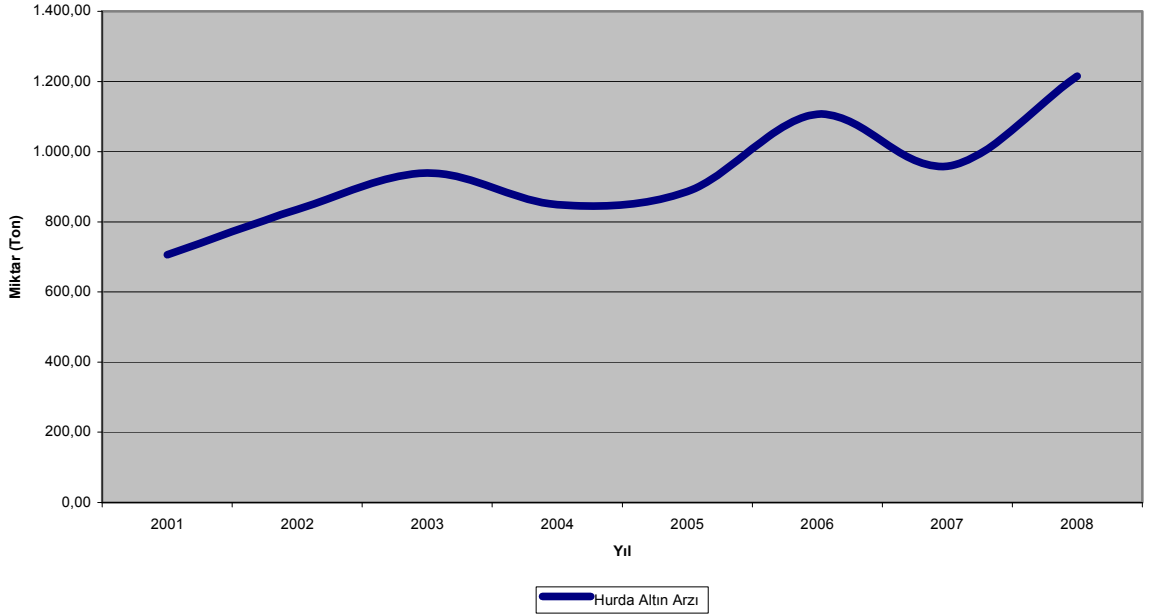
* 30 Mart 2009 itibariyle

**15 Mart 2009 itibariyle

³² World Gold Council, *Gold As a Reserve Asset*, <http://www.reserveasset.gold.org/> (21.12.2008)

2.1.3. Hurda Altın Arzı

Altın, sahip olduğu özellikler nedeniyle varlığını herhangi bir bozulma ve yıpranma olmaksızın çok uzun yıllar boyunca koruyabilir. Binlerce yıl önce çıkarılmış bir altın parçası bile günümüzde herhangi bir bozulma olmaksızın varlığını sürdürmektedir. Dolayısıyla eski çağlardan günümüze dek çıkarılan tüm altın, kaybolmadığı sürece kullanılabilir durumdadır. Altın aynı zamanda bütün kullanım şekillerinden kolayca geri dönüştürülebilir. Farklı ürün içeriklerinden elde edilen altın erilmek ve tekrar rafine edilmek suretiyle külçelere dönüştürölür. Hurda altın arzı, altın piyasasının önemli bileşenlerinden biridir.



Grafik 2 : 2001-2008 Dönemi Dünya Hurda Altın Arzı (Ton)

Kaynak : World Gold Council, Gold Demand Trends 2003 ile 2009 dönemi tabloları derlenerek hazırlanmıştır.
http://www.research.gold.org/supply_demand/gold_demand_trends/ (30.05.2009)

Altın maden üretimi inelastik bir yapıda olup fiyat hareketlerinde yaşanan gelişmeler üretim miktarını kısa dönemde sınırlı düzeyde etkileyebilmektedir. Bununla birlikte hurda altın arzı fiyat hareketlerine karşı oldukça duyarlı bir yapı sergilemektedir. Altın fiyatlarında yaşanan yükseliş piyasaya hurda altın arzını arttırmaktadır. Dolayısıyla hurda altın arzı, piyasadaki altın fiyatlarını dengeleyen bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. 2003 ve 2007 yılları arasını kapsayan beş yıllık

dönemde gerçekleşen ortalama hurda altın arzı, yine aynı dönemde gerçekleşen toplam altın arzının %26'lık bölümünü oluşturmuştur. Dolayısıyla hurda altın arzı, toplam altın arzı içinde önemli bir değişken durumundadır.³³

Hurda altın arzı tanım olarak farklı ürün içeriklerinden elde edilerek rafine edilmek suretiyle tekrar külçe formuna dönüştürülen altın miktarını kapsamaktadır. Bununla birlikte rafine edilmeksizin alım-satımına konu olan mücevher miktarı bu kapsam dışında yer almaktadır. Hurda altın arzının önemli bir kısmı kuyumculuk sektörü kaynaklıdır. Bununla birlikte başta elektronik sektörü olmak üzere diğer sektörlerden de daha düşük oranlı hurda altın arzı yaratılmaktadır.

Hurda altın arzı daha önce de değinildiği gibi ekonomik konjonktür ve altın fiyatlarından önemli ölçüde etkilenmektedir. Örneğin 1998 yılında yaşanan Asya finansal krizi sırasında piyasaya sürülen hurda altın miktarı çok büyük bir yükseliş göstermiştir. Özellikle Güney Kore'nin döviz açığını karşılamak amacıyla yürüttüğü program çerçevesinde sadece bu ülkeden 300 ton düzeyinde hurda altın arzı sağlanmıştır. Bu miktar oldukça yüksek bir miktar olup yapılan hesaplamalara göre hane başına 65 gram hurda altına denk gelmektedir. Benzer bir durum 2008 yılı krizi sırasında da yaşanmıştır. Başta ABD olmak üzere bütün dünyayı etkisi altına alan kriz, hurda altın arzının son on yıllık tepe noktasına ulaşmasına neden olmuştur. 2008 yılında toplam hurda altın arzı 1.215 ton olarak gerçekleşmiştir.³⁴

2.1.4. 2007 ve 2008 Yılı Altın Arzı

Dünya altın arzı 2007 yılında toplam 3.476 ton olarak gerçekleşmiştir. Dünya altın arzının alt bileşenleri incelendiğinde en belirleyici faktör olan altın üretiminin 2007 yılında 2.034 ton düzeyinde olduğu görülmektedir. Bu tutar altın üreticisi firmaların toplam altın üretimleri ile altın fiyatındaki değişimlerden korunabilmek amacıyla aldıkları finansal pozisyonları da kapsamaktadır. Buna göre altın üretiminin, toplam dünya altın arzı içindeki payı %58,50'dir. Altın arzının ikinci büyük bileşeni hurda altın satışları yoluyla oluşan altın arzıdır. Bilindiği gibi mücevher formunda ya da elektronik

³³ World Gold Council, **Gold Market Knowledge Supply and Demand**. Londra,2007,s.5

³⁴ World Gold Council, **Demand and Supply**,http://www.invest.gold.org/sites/en/why_gold/demand_and_supply/ (20.05.2009)

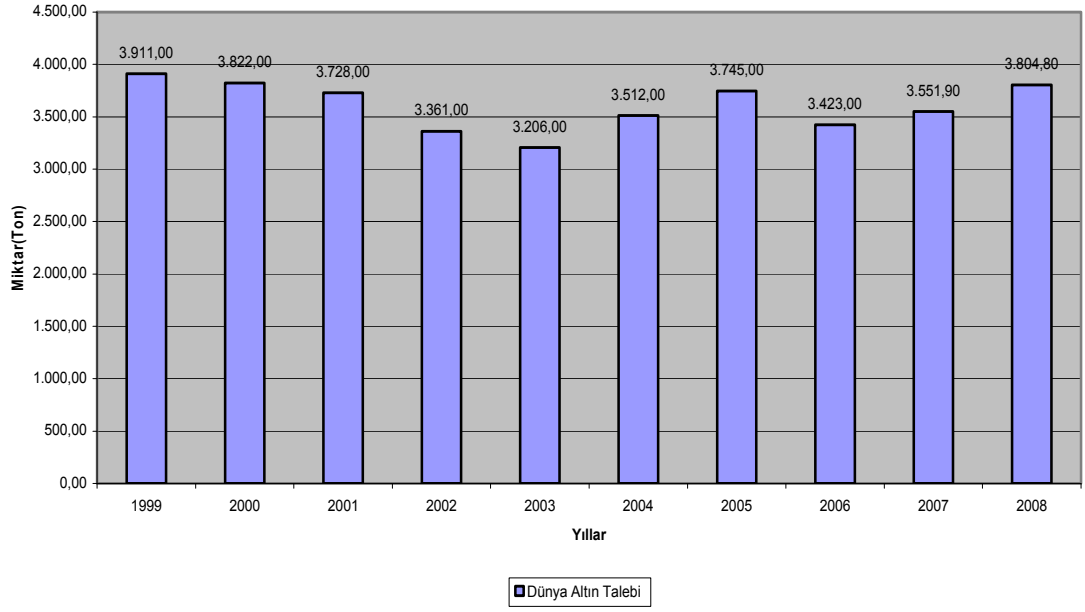
aygıtların bünyesinde bulunan altın, rafinerilerde çeşitli işlemlere tabi tutularak geri kazanılmaktadır. Hurda altın olarak adlandırılan bu tarz farklı formlarda bulunan altınların geri kazanılması suretiyle oluşan altın arzı 2007 yılında 958 ton düzeyindedir. Bu tutar toplam altın arzı içinde %27,50'lik bir paya sahiptir. Altın arzının bir diğer bileşenini resmi sektör satışları oluşturmaktadır. Altını rezerv aracı olarak kullanan Merkez Bankaları gibi ulusal kurumlar ile IMF gibi uluslararası kurumların 2007 yılında gerçekleştirdikleri toplam altın satışı 484 ton seviyesindedir. Söz konusu tutarın toplam altın arzı içindeki payı yaklaşık olarak %14'tür.

2008 yılına gelindiğinde toplam altın arzı %1'lik bir artışla 3.519 ton seviyesine ulaşmıştır. Dünya altın üretimi de yine %1'lik bir artış göstererek 2.057 ton seviyesine yükselmiştir. 2008 yılında toplam altın arzının alt bileşenleri arasında en önemli değişmeyi resmi sektör satışları göstermiştir. Buna göre 2008 yılı resmi sektör satışları önceki döneme göre %49'luk bir azalışla 249 ton düzeyine düşmüştür. Altın arzının bir diğer bileşeni olan hurda altın satışlarında %27'lik bir artış yaşanmış ve toplam 1.215 ton düzeyinde gerçekleşmiştir.³⁵

2.2. Dünyada Altın Talebi

İnsanlık tarihinin neredeyse tüm medeniyetleri tarafından kabul görmüş olan altın, günümüzde hem bir mal hem de bir finansal varlık olması nedeniyle kendine özgü talep koşullarına sahiptir. Tarihten gelen ve insanların günümüzde halen atfetmekte olduğu büyük önem sayesinde dünyanın bir çok farklı bölgesinde, çok farklı toplum kesimlerinden yoğun bir şekilde talep görmektedir. Özellikle uzun dönemde iyi bir birikim koruyucusu olduğu yönündeki yaygın inanç, altını finansal alanda önemli bir araç haline getirmektedir. Bununla birlikte sahip olduğu fiziksel özellikler ve estetik görünümü altını bir mal olarak da ön plana çıkarmaktadır.

³⁵ World Gold Council, **Gold Demand Trends Full Year and Fourth Quarter 2008**. Londra, 2009



Grafik 3 : 1999-2008 Dönemi Dünya Altın Talebi

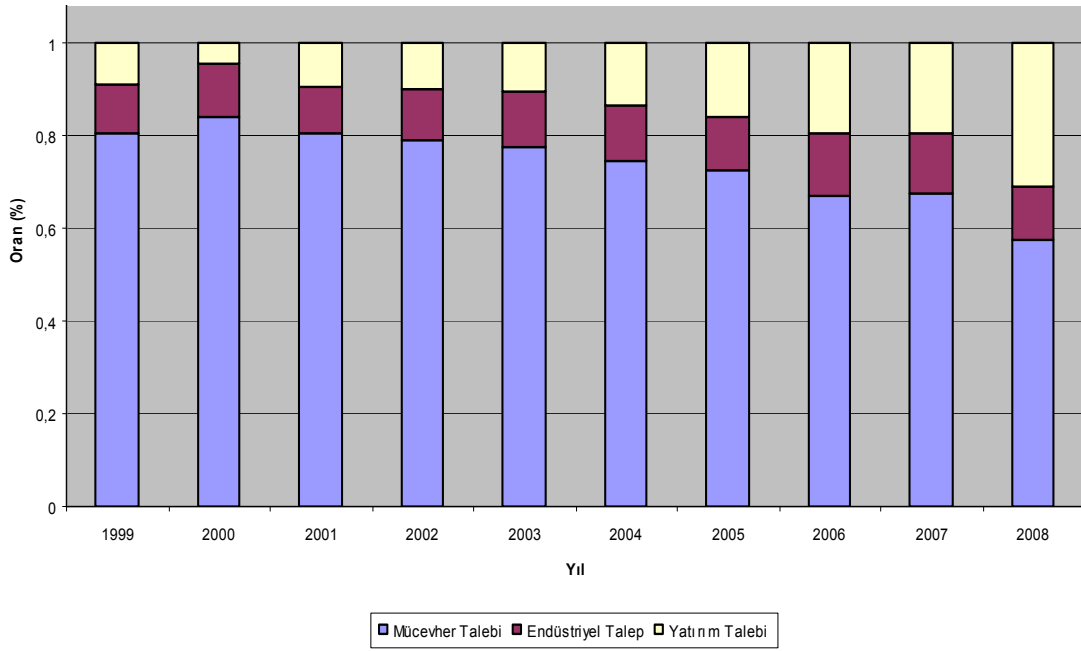
Kaynak: World Gold Council, Gold Demand Trends 2003 ile 2009 dönemi tabloları derlenerek hazırlanmıştır.
http://www.research.gold.org/supply_demand/gold_demand_trends/ (30.05.2009)

Grafik 3'te dünya altın talebinin 1999 ve 2008 yıllarını kapsayan on yıllık dönemdeki gelişimi gösterilmektedir. Tabloda yer alan değerlerden de görülebileceği gibi dünya altın talebi, yıllar itibariyle genel olarak istikrarlı bir grafik çizmektedir. Söz konusu dönem içinde gözlenen en yüksek altın talebi 3.911 ton olarak 1999 yılında gerçekleşmiştir. Bu dönem içinde altın talebinin en düşük olduğu 2003 yılında ise toplam dünya talebi 3.206 ton olarak tespit edilmiştir. Görüldüğü gibi on yıllık dönemde gerçekleşen en yüksek ve en düşük değerler arasındaki fark 705 ton olarak ölçülmüştür. Yıllar itibariyle yaşanan azalış ve yükselişlere rağmen altın talebinin belirli bir seviyenin altına hiç düşmediği gözlenmektedir. 1999 ve 2008 yılları arasını kapsayan on yıllık dönem içerisindeki yıllık ortalama talep miktarı 3.606 ton olmuştur.³⁶

Altın talebini temel olarak üç farklı alt sınıfa ayırmak mümkündür. Altın talebinin en güçlü kaynağını mücevher talebi oluşturmaktadır. Mücevher talebini endüstriyel talep ve yatırım amaçlı talep izlemektedir.³⁷

³⁶ World Gold Council, **Gold Demand Trends Full Year and Fourth Quarter 2008**. Londra,2009

³⁷ World Gold Council, **Gold Market Knowledge Supply and Demand**. Londra,2007,s.5



Grafik 4 : Altın Talebinin Bileşenleri (%)

Kaynak: World Gold Council, Gold Demand Trends 2003 ile 2009 dönemi tabloları derlenerek hazırlanmıştır.
http://www.research.gold.org/supply_demand/gold_demand_trends/ (30.05.2009)

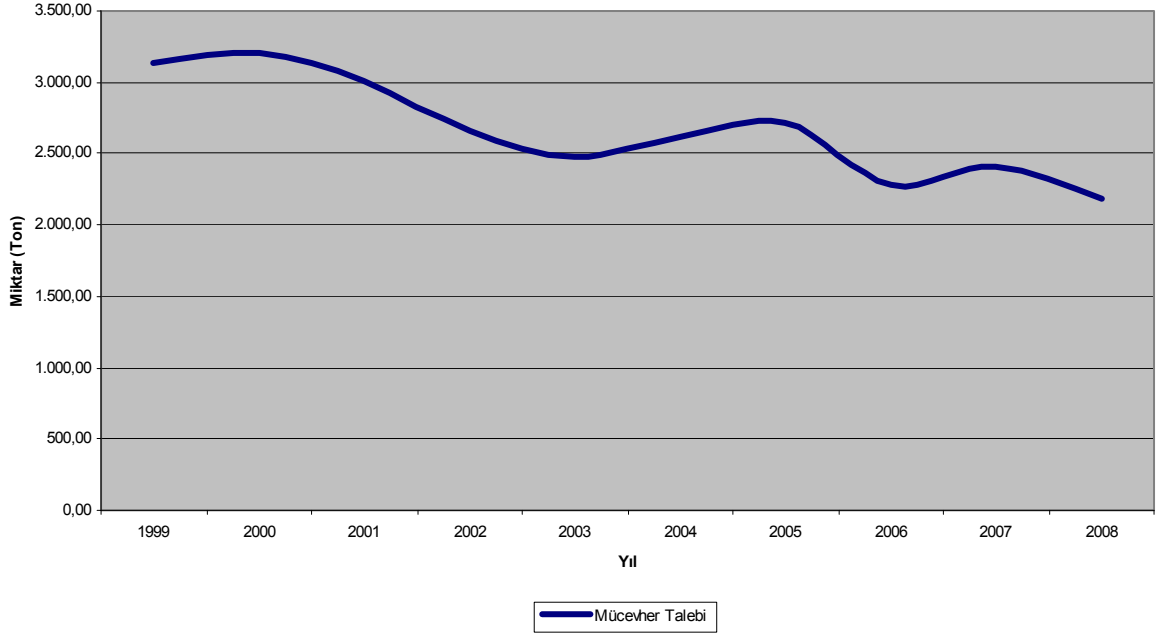
Grafik 4 toplam altın talebini oluşturan bileşenlerin, yıllar itibariyle oransal dağılımını göstermektedir. Mücevher talebi azalan bir grafik çizmekle birlikte altın talebinin en önemli kaynağını oluşturmaktadır. 1999-2008 yıllarını kapsayan dönemde altın talebinin toplam talep içindeki payı ortalama olarak %74 seviyesindedir. Bu dönem içerisinde mücevher talebinin en yüksek olduğu yıl %83 oranı ile 2000 yılı olmuştur.

Aynı dönem içerisinde yatırım talebinin ortalaması %14, endüstriyel talebin ortalaması da yaklaşık olarak %12 düzeyinde gerçekleşmiştir. Yatırım talebinin en yüksek olduğu yıl %31 oranı ile 2008 yılı olmuştur. Endüstriyel talep ise altın talebinin en istikrarlı boyutunu oluşturmakta olup, en yüksek oranı %13 ile 2006 yılında yakalamıştır.

2.2.1. Mücevher Talebi

Mücevher talebi, toplam altın talebinin en önemli bileşenidir. 2006 yılında ortalama altın fiyatlarıyla hesaplanan mücevher talebi 44 milyar USD olarak

gerçekleştirmiştir. Bu rakam 2006 yılındaki toplam altın talebinin yaklaşık olarak %70'ine tekabül etmektedir.



Grafik 5 : 1999-2008 Dönemi Dünya Mücevher Talebi

Kaynak : World Gold Council, Gold Demand Trends 2003 ile 2009 dönemi tabloları derlenerek hazırlanmıştır.
http://www.research.gold.org/supply_demand/gold_demand_trends/ (30.05.2009)

Farklı kültürlerin ve ülkelerin mücevher talebi konusunda birçok benzerlikleri ve farklılıkları bulunmaktadır. Mücevher talebi, birçok farklı sosyal ve kültürel olgunun etkisindedir. Bununla birlikte yapılan araştırmalar farklı kültürlerde dahi olsa insanların mücevhere olan eğilimlerinin benzer olduğunu göstermektedir. Dünyanın birçok farklı kültür ve bölgesinde altın mücevher talebi özel günlerle ilişkilendirilmektedir. Bu özel günler doğum günü, evlilik yıl dönümü gibi dünyanın hemen her bölgesinde kabul gören ortak günler olabileceği gibi, sevgililer günü gibi daha yerel düzeyde kabul gören günler de olabilmektedir. Bu farklılıklar sadece miktar açısından değil, tercih edilen altın ayarı ve tercih edilen mücevher çeşitleri gibi diğer alanlarda da etkisini göstermektedir. Öyle ki aynı ülkenin içinde dahi farklı eğilimler gözlemlenebilmektedir.³⁸

³⁸ World Gold Council, **Gold Market Knowledge Supply and Demand**. Londra,2007,s.6

Mücevher talebinin en önemli özelliklerinden biri de mevsimsel oluşudur. Farklı sosyal ve kültürel olguların etkisinde yılın belli zamanlarında önemli yükselişler gözlemlenebilmektedir. Yılın son çeyreği genellikle mücevher talebinin en yüksek olduğu dönemdir. Altın mücevher hediyelerinin yoğun olduğu bir Hindu geleneği olan Diwali ile Hristiyan aleminin kutsal günlerinden olan Christmas bu talebin yılın son çeyreğinde yoğunlaşmasını sağlayan en önemli olaylardır. Yılın ilk çeyreği de altın mücevher talebi açısından oldukça güçlü dönemlerden biridir. Özellikle Hindistan'da evlilik dönemi, Çin yeni yılı, Sevgililer günü gibi farklı gelenekler bu talebin altında yatan en önemli olaylardır. Yılın diğer dönemlerinde ise mücevher talebi nispeten daha düşük düzeyde seyretmektedir.

Günümüzde altın mücevher talebi, başta altın dışı diğer mücevherat olmak üzere lüks mallar ve hizmetler, tatil gibi eğlence harcamaları, dekorasyon ve elektronik ile bu kategorilere dahil edebileceğimiz daha birçok farklı alanla rekabet halindedir. Söz konusu durum altın mücevher talebinin estetik görünümünün yanı sıra yatırım güdüsüyle de etkilendiği daha düşük gelirli toplum kesimlerinde geçerli olmasa da, altın mücevher talebinin sadece estetik güdüsüyle desteklendiği daha yüksek gelir gruplarında özellikle geçerlidir. Bu anlamda altının fiyat oynaklığı, mücevher talebini etkileyen faktörlerden biri haline gelmektedir. Fiyat oynaklığının artması yatırım güdüsüyle talep edilen altın mücevher miktarını negatif yönde etkilemektedir. Fiyat oynaklığının daha düşük seyrettiği dönemlerde ise mücevher altın talebi olumlu yönde etkilenmektedir.

2.2.1.1. Dünya Mücevher Talebinde Başlıca Ülkeler

Dünya altın talebinin en önemli boyutunu oluşturan mücevher talebi bazı ülkelerde yoğunlaşmıştır. Mücevher talebi alanında Hindistan, ABD, İtalya, Çin ve Türkiye dünyanın önde gelen ülkeleri arasında yer almaktadır. Bununla birlikte başta Dubai olmak üzere bazı Ortadoğu ülkelerinde de yoğun bir mücevher talebi gözlenmektedir.

Söz konusu ülkeler tüketici tercihleri açısından incelendiğinde özellikle ayar konusunda çeşitli farklılıklar gözlenmektedir. Altının aynı zaman da yatırım motifiyle de talep edildiği ülkelerin tercihleri yüksek saflıktaki altın yönünde olmaktadır.

Çin, Hong Kong ve Asya'nın diğer bölgelerinde 24 karat altın popülerdir. Ortadoğu ülkelerinin çoğunda, Hindistan ve Güney Asya'da ise 22 , 23 ve 24 karat altın kullanılmaktadır. Bununla beraber Avrupa Birliği ülkelerinde en çok talep edilen altın mücevherat 14 ve 18 ayardır. ABD tüketicilerinin tercihi ağırlıklı olarak 10 ve 14 ayar yönündeyken, İngiltere'de 9 ayar, Portekiz'de ise 19,2 ayar tercih edilmektedir. Ülkemizin bu yöndeki tercihi ise daha çok 14, 18 ve 22 ayar şeklindedir.³⁹

2.2.1.1.1. Hindistan

Hindistan, 2006 yılı verilerine göre 522 ton olarak gerçekleşen mücevher talebiyle dünyanın en büyük mücevher piyasası konumundadır. Piyasanın genel tercihi 22 karat altın yönündedir. Altın mücevher talebi daha çok geleneksel motiflere dayalıdır. Hindu geleneğine göre altın mücevher hediyelerin verildiği çok sayıda özel gün bulunmaktadır. Örneğin Diwali adı verilen geleneksel gün altın mücevher talebinin doruğa çıktığı dönemlerden biridir. Bunların dışında özellikle yılın ilk çeyreğine denk gelen Hindu düğünlerinin en önemli öğelerinden biri de altın mücevherdir. Hindistan mücevher piyasasının en önemli özelliklerinden biri de talebin, altın fiyatının oynaklığına son derece duyarlı olmasıdır. Mücevher talebinin yarısından büyük bir kısmı kırsal kesimden gelmektedir. Bu anlamda gelir ve o dönem yaşanan mevsimsel şartlar oldukça belirleyicidir. Dolayısıyla bu kesim için altın mücevher önemli bir tasarruf aracı konumundadır. Özellikle aksesuar olarak kullanılan altın bilezik ve zincirler birikimleri korumanın yollarından biri olarak düşünülmektedir. Hindistan'da kullanılan altının çok büyük bir kısmı yurtdışından ithal edilmektedir. Fakat altın mücevherler ülke içinde üretilmektedir. Hindistan aynı zamanda altın mücevher ihracatında çok hızlı gelişme gösteren bir ülke konumundadır.⁴⁰

³⁹ VOB, **Türev Araçlar Lisanslama Rehberi**,2007, s.214

⁴⁰ İstanbul Altın Borsası, **Dünyada ve Türkiye'de Altın,Gümüş,Platin ve Paladyum**, İstanbul Altın Borsası Yayınları No:7,İstanbul,s.54

2.2.1.1.2. Amerika Birleşik Devletleri

2006 yılında altın mücevher talebinin en yüksek olduğu ikinci ülke Amerika Birleşik Devletleri'dir. 2006 yılı rakamlarına göre gerçekleşen altın mücevher talebi 306 ton düzeyindedir. Piyasanın tercihi daha çok 18, 14 ve 10 karat altın yönündedir. Bununla birlikte beyaz altın olarak nitelendirilen altın alaşımları 1990'lardan itibaren giderek artan bir şekilde talep görmeye başlamıştır. Tercihin daha çok düşük ayarlı altından yana olmasının nedeni altın mücevheratın yatırım güdüsünden ziyade, estetik amacıyla talep edilmesinden kaynaklanmaktadır. Dünyanın en büyük tüketici piyasası konumunda olan ABD'de altın, diğer lüks tüketim mallarıyla yoğun bir rekabet içindedir. Bir dini gün olan Christmas, Sevgililer Günü ve Anneler günü gibi özel günler altın mücevher ve takı talebinin en yoğun olduğu dönemlerdir. ABD'nin altın mücevher üretimi, özellikle düşük maliyet avantajına sahip gelişmekte olan ülkelerin artan üretimi neticesinde düşüş içerisinde. Bu durumun bir sonucu olarak altın mücevher ithalatında artış söz konusudur. ABD altın mücevher ithalatının önemli bir bölümünü İtalya, Türkiye ve Hindistan gibi ülkelere gerçekleştirmektedir.⁴¹

2.2.1.1.3. Çin

Son yıllarda Çin'in yakalamış olduğu yüksek büyüme rakamlarının Çin altın mücevherat piyasasına aynı oranda yansımadağı görülmektedir. Bu sorunun temelinde devletin altın piyasasına ilişkin uygulamakta olduğu katı düzenlemeler yatmaktadır. Çin altın piyasası yakın zamana kadar fiyatın serbest olarak belirlenemediğı, yabancı yatırımcıların altın üretme ve satma olanaklarının bulunmadığı bir piyasa konumundaydı. 2002 yılında gerçekleştirilen yeni düzenlemelerle birlikte Çin altın mücevherat piyasasında önemli değişiklikler gözlenmeye başlanmıştır. Piyasa serbestisinin göreceli olarak sağlanmaya başlanması diğer ülkelerin de Çin pazarına olan ilgisini arttırmıştır. Özellikle sahip olduğu yüksek nüfus nedeniyle Çin pazarının mücevher talebi açısından yüksek bir potansiyele sahip olduğu düşünülmektedir. Çin altın mücevherat piyasasında en çok tercih edilen altın "chuk kam" olarak adlandırılan %99 saflığındaki altın türüdür. Altın alımı çoğunlukla özel günler nedeniyle

⁴¹ World Gold Council, **Gold Market Knowledge Supply and Demand**. Londra,2007,s.6

gerçekleştirilmektedir ve altın mücevhere olan talebin temelinde yoğun bir yatırım motifi de bulunmaktadır. Son yıllarda İtalyan dizaynına sahip 18 karat saflığındaki "K-Gold" altın türüne de yoğun bir talep gözlemlenmektedir. Özellikle piyasada varolan altın talebinin %18'inin "K-Gold" türüne ilişkin olduğu hesaplanmaktadır. Bu tutarın yarısına yakın bir bölümünün ise özellikle genç nüfus arasında popüler olan beyaz altın olarak satıldığı bilinmektedir.⁴²

2.2.1.1.4. Ortadoğu

Birçok Ortadoğu ülkesinin altın mücevherata karşı yoğun bir ilgisi bulunmaktadır. Körfez bölgesi ülkelerinin ve Suudi Arabistan'ın geleneksek olarak tercihi 21 karat altın yönündedir. Diğer bölge ülkelerinde de 18 ayar ve 24 ayar arasında değişen tercihler olmakla birlikte genel eğilimin yüksek saflıktaki altın yönünde olduğu görülmektedir. Her zaman için önemli bir altın merkezi konumundaki bulunan Dubai, son yıllarda altın mücevher ticaretinin en önemli merkezlerinden biri haline gelmiş ve "Altın Şehri" olarak anılmaya başlamıştır. Mısır, kuyumculuk talebi alanında bölgenin önde gelen bir diğer ülkesidir.⁴³

2.2.1.1.5. İtalya

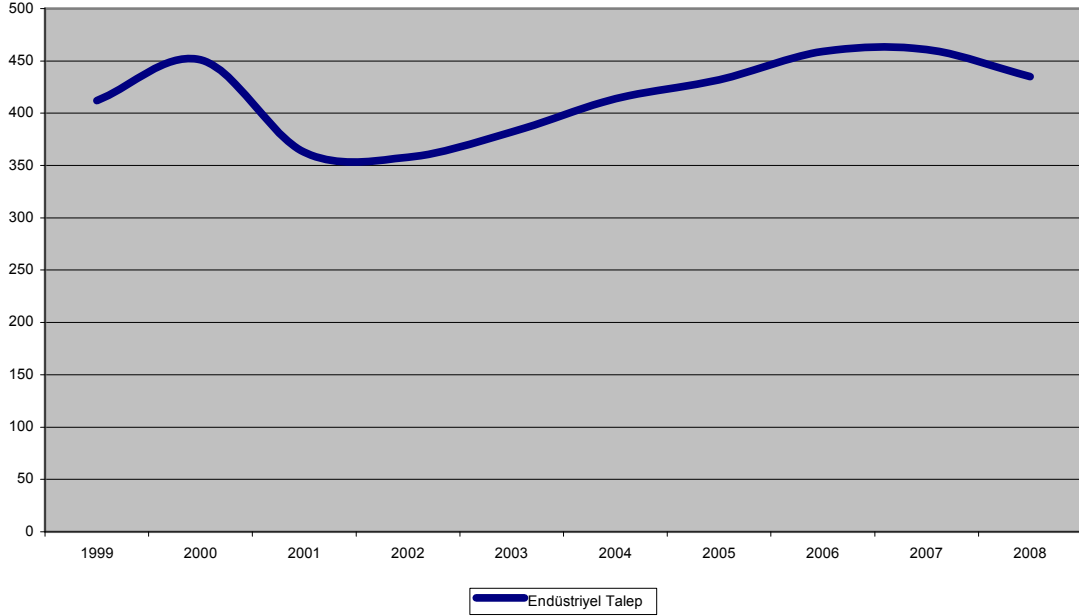
İtalya, altın mücevher üretiminin dünyadaki en önemli merkezi ve lider ülkesi konumundadır. Altın mücevher piyasasına ilişkin moda belirleyicisi bir ülkedir. Son yıllarda maliyetin düşük olduğu ülkelere artan bir rekabet ile karşı karşıya kalmıştır. Bunun doğal sonucu olarak son yıllarda üretiminde bir azalma meydana gelmiştir. Fakat İtalya her şeye rağmen özellikle yüksek kaliteli mücevher dizaynında dünyanın bu alandaki en önemli ülkesidir. Her yıl Venedik şehrinde çok önemli fuarlar yapılmaktadır. Yerel mücevherat piyasasında temel mallara olan ilgi azalırken, yeni ürün ve yaratıcı dizaynlara olan ilgi giderek artmaktadır.⁴⁴

⁴² World Gold Council, **Gold Market Knowledge Supply and Demand**. Londra,2007,s.6

⁴³ İstanbul Altın Borsası, **Dünyada ve Türkiye’de Altın,Gümüş,Platin ve Paladyum**, İstanbul Altın Borsası Yayınları No:7,İstanbul,s.72

⁴⁴ Çıtak,Serdar.**Altın(24 Ayar’ın Hikayesi)**,2.Baskı,İstanbul:Düşüldızı Yayınları,2006s.56.

2.2.2. Endüstriyel Talep



Grafik 6 : 1999-2008 Dönemi Dünya Endüstriyel Talebi

Kaynak: World Gold Council, Gold Demand Trends 2003 ile 2009 dönemi tabloları derlenerek hazırlanmıştır.
http://www.research.gold.org/supply_demand/gold_demand_trends/ (30.05.2009)

Altın çok eski dönemlerden itibaren kullanılan bir metal olmasına karşılık, endüstriyel alanda kullanılmaya başlanması 19. yüzyılın ortalarını bulmaktadır.⁴⁵ Sahip olduğu yüksek iletkenlik ve dayanıklılık gibi özellikler nedeniyle birçok sektör için önemli bir girdi konumundadır. Günümüzde altın, elektronik sektörü başta olmak üzere, uzay teknolojisi ve dekorasyon gibi alanlarda ağırlıklı olarak kullanılmaktadır. Bununla birlikte insan teni ve dokusuyla reaksiyona girmediği için modern tıpta da çok geniş bir kullanım alanı bulmuştur. Özellikle dişçilik alanında altın yoğun olarak kullanılan bir madde olarak karşımıza çıkmaktadır. Dişçilik alanında kullanılan altın, toplam talebin %2'ye yakın bir bölümünü oluşturmakta ve yıllar itibarıyla istikrarlı bir yapı çizmektedir. Almanya, Amerika ve Japonya altının dişçilik alanında kullanıldığı önde gelen ülkelerdendir.⁴⁶

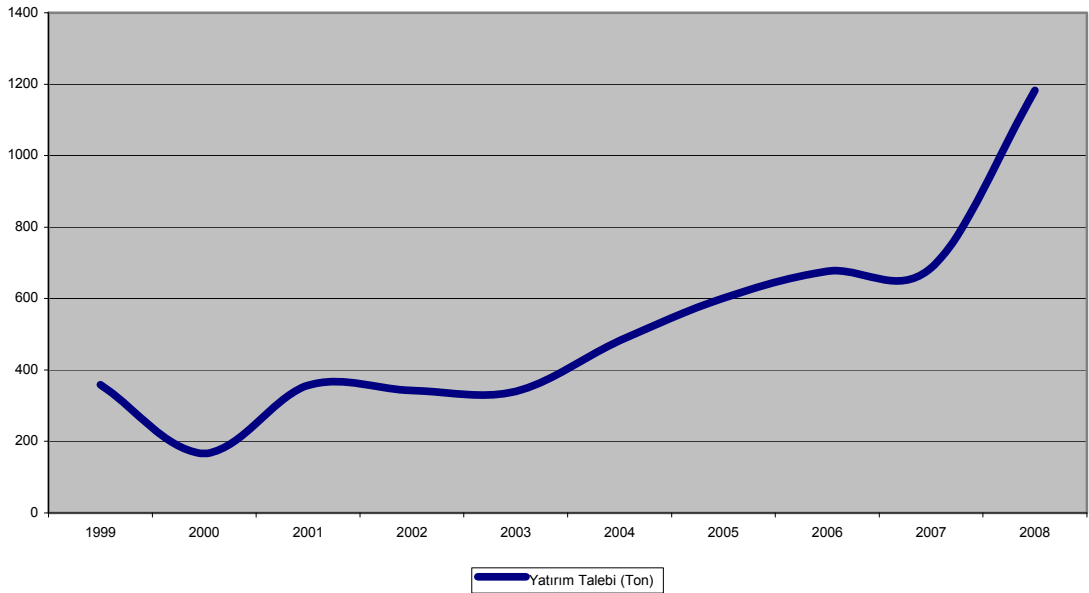
⁴⁵ Focus Dergisi, **Dünyayı Parmağında Oynatan Maden**, (<http://www.focusdergisi.com.tr/kultur/00364/>), (20.11.2008)

⁴⁶ World Gold Council, **Uses And Applications**, (<http://www.science.gold.org/>), (17.12.2008)

Endüstriyel talep 2003 ve 2007 yılları arasında yıllık ortalama 425 tonla, toplam altın talebinin %13'lük bölümünü oluşturmaktadır. Toplam endüstriyel talebin yaklaşık yarısına yakın bölümünü ise elektronik sektörü talebi kaynaklıdır. Bu miktar toplam altın talebi içinde yaklaşık olarak %7'lik bir orana denk gelmektedir. Altının endüstriyel alanda en yoğun kullanıldığı bölgeler ise Kuzey Amerika, Batı Avrupa ve Doğu Asya olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle ekonomik konjonktür ve elektronik sektörünün durumu endüstriyel talep üzerindeki belirleyici faktörlerdir.

2.2.3. Yatırım Talebi

Altın, diğer işlevlerinin yanında önemli bir yatırım aracı olarak değerlendirilmektedir. Özellikle finans piyasalarının yeterince gelişmemiş olduğu ve dolayısıyla finansal ürün çeşitliliğinin de sınırlı olduğu bölgelerde en çok tercih edilen yatırım araçlarından biridir. Son yıllarda yükseliş trendinde bulunan altın fiyatlarının da etkisiyle, altının bir yatırım aracı olarak kullanımı artmıştır. Günümüzde altın birçok farklı piyasada hem spot hem de vadeli işlemlere konu olmaktadır.



Grafik 7 : 1999-2008 Dönemi Dünya Yatırım Talebi

Kaynak: World Gold Council, Gold Demand Trends 2003 ile 2009 dönemi tabloları derlenerek hazırlanmıştır.
http://www.research.gold.org/supply_demand/gold_demand_trends/ (30.05.2009)

Altın yatırımlarının önemli bir kısmı tezgahüstü piyasalarda gerçekleştiği için ölçülebilir nitelikte değildir. Bununla birlikte Grafik 7’den de görülebileceği gibi ölçülebilir altın yatırımları son yıllarda yükselen bir trend içerisindedir. 1999 ile 2008 yıllarını kapsayan dönemde yatırım talebinin, toplam altın talebi içindeki payı %14 olmuştur. 2007 yılına gerçekleşen yatırım talebinin büyüklüğü ise 15 milyar USD düzeyindedir.⁴⁷

2.2.3.1. Altın Yatırımları

Yatırım kararları genel olarak 3 temel risk unsurunu barındırırlar. Bu riskleri şu şekilde sıralamak mümkündür:

Kredi Riski: Borçlunun(karşı tarafın) yükümlülüklerini yerine getirememesi riski.

Likidite Riski: Alıcı bulunamaması nedeniyle varlıkların piyasa fiyatından satılamaması riski.

Piyasa Riski: Piyasa koşullarına bağlı olarak varlık fiyatının düşmesi riski.

Altın, kredi riski(karşı taraf riski) taşımayan bir finansal varlıktır. Bu durum, altının başka hiçbir ülke, kurum ya da kişinin yükümlülüğü olmamasından kaynaklanır. Hisse senedi yatırımlarında şirketlerin iflas etme riski söz konusudur. Tahvil ve bono yatırımlarında ise borçlunun borcunu ödeyememesi riski söz konusudur. Yakın tarihimizde bazı ülkelerin bile borçlarını ödeyememe durumuna düştükleri görülmektedir. Altın ise yukarıda da belirtildiği gibi hiçbir kurum ya da kişinin yükümlülüğü altında değildir. Dolayısıyla, değeri tamamen piyasa şartları içinde belirlenir. Belki de her şeyden önemlisi her hangi bir devletin siyasi ya da başka nedenlerle müdahale edebileceği bir meta değildir. Bu durum altını en çok tercih edilen ve güvenilir yatırım araçlarından biri haline getirmektedir. Özellikle savaş, afet ve ekonomik kriz gibi olağanüstü dönemlerde altın yatırımlarında önemli bir artış yaşandığı gözlenmektedir.⁴⁸

⁴⁷ World Gold Council, **Demand and Supply**,http://www.invest.gold.org/sites/en/why_gold/demand_and_supply/ (20.05.2009)

⁴⁸ World Gold Council, **Gold and Risk**, (http://www.invest.gold.org/sites/en/why_gold/gold_and_risk/) (20.04.2009)

Altın yatırımları, likidite riskinin çok düşük düzeyde varolduğu bir yatırım türüdür. Bilindiği gibi finansal piyasalarda likidite, nakde yakınlık derecesini ifade eden bir kavramdır. Bir varlık ne kadar kısa sürede ve ne kadar az bir değer kaybıyla nakde dönüştürülebilirse, o kadar likit kabul edilir. Mükemmel bir şekilde likit olan piyasalarda tüm varlıklar istenildiği anda piyasa fiyatından alınır ve satılırlar. Buna göre en likit finansal varlık nakit para olarak kabul edilir.⁴⁹ Altın, dünyanın her yerinde geçerli olan ve göreceli olarak saklanması kolay bir varlıktır. Hem bir mal hem de bir finansal varlık olması sebebiyle çok geniş bir kesimden talep görmektedir. Bireysel ve kurumsal yatırımcıların yanında geniş toplum kesimlerinin de yoğun ilgisi söz konusudur. Dünyada ham petrolden sonra en çok işleme konu olan maldır ve dünyanın birçok farklı piyasasında neredeyse günün 24 saati boyunca işleme konu olmaktadır. Bu durum altının likiditesi yüksek bir varlık haline getirmektedir.

Altın yatırımlarında, diğer bütün varlıklarda olduğu gibi piyasa riski söz konusudur. Özellikle 1980'lerde yaşanan keskin fiyat düşüşleri bu durumun en önemli örneklerindendir. Altın fiyatlarını olumsuz yönde etkileyen birçok faktör diğer varlıkların fiyatlarında herhangi bir etki yaratmamaktadır. Örneğin bir Merkez Bankası'nın altın stoklarında satışa gideceğini duyurması kısa vadede altın fiyatlarının düşmesine neden olurken, hisse senedi ve tahvil gibi varlıkların fiyatlarında herhangi bir etki yaratmaz. Benzer bir şekilde hisse senedi ve tahvil fiyatlarını olumsuz etkileyen faktörler de çoğunlukla altın fiyatları üzerinde olumsuz bir etki yaratmaz. Bu durum altının portföy çeşitlendirmesi amacıyla kullanabilecek etkin varlıklardan biri haline getirir. Bununla birlikte yapılan araştırmalar uzun dönemde altının alım gücünü koruduğunu göstermektedir. Piyasa riskinin önemli göstergelerinden biri de volatilité, diğer bir deyişle fiyatlardaki oynaklıktır. Bir varlığın volatilitesi ne kadar yüksekse o varlık o kadar riskli olarak kabul edilir. Yapılan birçok araştırma altın fiyatlarının oynaklığının diğer mal fiyatlarıyla karşılaştırıldığında daha az olduğunu göstermektedir. Bu durum altın piyasasının yüksek likiditesinin ve yatırımcıların altının uzun dönem fiyat istikrarına olan güveninin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır.⁵⁰

⁴⁹ Karan, Mehmet Baha. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2004,s.44

⁵⁰ World Gold Council, **Gold and Risk**, http://www.invest.gold.org/sites/en/why_gold/gold_and_risk/, (20.12.2008)

2.2.3.1.1. Altın Ve Portföy Çeşitlendirmesi

Yatırım kararlarının ve stratejisinin en önemli noktalarından birini varlık tahsisi diğer bir deyişle portföy çeşitlendirmesi oluşturmaktadır. Yatırımcıların temel amacı farklı varlık sınıflarından oluşturacakları portföylerle getirilerini maksimize ederken, risklerini minimize etmektir. Modern portföy kuramının kurucusu olarak bilinen Harry Markowitz, 1952 yılında yayınladığı “Portföy Seçimi” adlı makalesinde, riskli menkul kıymetlerden oluşan bir portföyde maksimum getiri düzeyinin nasıl sağlanabileceğini araştırmıştır. Markowitz, portföy yönetiminde, menkul kıymetlerin tek başlarına risk düzeylerinin önemli olmadığını ve belirli koşullar sağlandığında portföy riskinin önemli düzeyde azaltılabileceği hatta sıfır düzeyine indirilebileceği ispatlamıştır.⁵¹

Bir yatırımın riski onun beklenen getirisinden sapma olasılığı olarak tanımlanmakta ve genellikle varyans ve standart sapma ile açıklanmaktadır. Markowitz çeşitlemesi, portföy getirilerini azaltmadan riski azaltmak amacıyla, mükemmel ve pozitif korelasyondan daha düşük korelasyonsa sahip varlıklardan portföy oluşturmaktır. Korelasyon katsayısı istatistik biliminde iki bağımsız değişken arasındaki doğrusal ilişkinin yönünü ve gücünü belirtmektedir. Eğer iki değişken arasından mükemmel ve ters yönde bir ilişki varsa korelasyon katsayısı -1 olacak, aynı yönde mükemmel bir ilişki olduğu takdirde ise +1 olacaktır. Varlıklar arasındaki korelasyon azaldıkça portföy riski de azalabilecektir. Bir portföyün getirisi kısaca portföydeki bireysel menkul kıymetlerin getirilerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Buna karşılık bir portföyün riski beklenen getiride olduğu gibi portföyü oluşturan menkul değerlerin ağırlıklı ortalaması değildir. Portföyün riski portföyü oluşturan menkul değerlerin standart sapmalarının ağırlıklı ortalamasından daha küçük bir değerdir. Portföydeki varlıkların ayrı ayrı riskleri birbirlerini ortadan kaldırarak portföy riskini azaltmaktadır. Bu durum portföyde yer alan varlıkların korelasyonlarının önemini ortaya koymaktadır.⁵²

⁵¹ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 8.Baskı, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2005, s.388.

⁵² Mehmet Baha Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2004, s.142

Birçok yatırımcı portföyünün yeterli derecede çeşitlendirilmiş olduğunu düşünmekle birlikte, portföylerin temel olarak üç farklı varlık sınıfından oluştuğu gözlemlenmektedir. Bunlar hisse senetleri, tahvil ve bonolar ile farklı nakit para birimleridir. Portföy çeşitlendirmesinin daha etkin bir şekilde gerçekleştirilebilmesi için farklı yönde hareket eden varlık ya da varlık sınıflarının portföye dahil edilmesi gerekir. Altın, portföy çeşitlendirmesi için son derece önemli varlıklardan biridir. Altının portföy çeşitlendirmesine olan katkısı, son dönemlerdeki yüksek getirisinden çok diğer varlıklarla farklı yönde hareket etmesi sonucu portföyün toplam riskini düşürmesinden kaynaklanmaktadır. Bu durumun temel nedeni altın fiyatını etkileyen faktörlerle diğer varlıkların fiyatlarını etkileyen faktörlerin birbirinden farklı olmasıdır.

Altına olan talep hem sektörel hem de coğrafi açıdan diğer birçok varlığa göre çok daha dağınık bir yapı göstermektedir. Hem bir mal hem de bir finansal varlık olması nedeniyle talep dinamikleri diğer birçok finansal varlıktan farklıdır. ABD’de yapılan bir araştırmada çeşitli varlık sınıflarının haftalık getirilerinin altınla olan korelasyonu incelenmiştir. 2003 ve 2007 yılları arasındaki beş yıllık dönemde altının birçok varlık sınıfıyla bağımsız olarak hareket ettiği sayısal olarak ortaya konmuştur. Buna göre söz konusu dönemde altının 3 aylık hazine bonolarıyla olan korelasyonu 0,04; Standart&Poors 500 endeksiyle olan korelasyonu 0,02; Dow Jones Endüstriyel endeksiyle olan korelasyonu ise -0,03 olarak gerçekleşmiştir. Altının en yüksek korelasyona sahip olduğu varlık ise 0,49 ile Dow Jones Emtia endeksi olmuştur.⁵³

2.2.3.1.2. Altın ve Enflasyon

Piyasada mal ve hizmet fiyatları sürekli değişmektedir. Fiyatlar genel düzeyindeki artış enflasyon olarak bilinir. Gelir sabitken fiyatlar genel düzeyinin artıyor olması satın alma gücünün düşmesi anlamına gelir. Belli bir birim para ile alınabilen mal ve hizmet sepetinin alınabilmesi için artık daha yüksek bir meblağ ödenmesi gerekir. Bu durum reel olarak alım gücünün azalmasına ve bunun bir sonucu olarak da yaşam standardının düşmesine neden olur. Enflasyon oranları gelişmiş batı ülkelerinde uzun yıllar oldukça düşük düzeyde seyretmiştir. Bu da yatırım ve finansman

⁵³ World Gold Council, **Portfolio Diversification**,
http://www.invest.gold.org/sites/en/why_gold/portfolio_diversification/ (20.12.2008)

kararlarını kayda değer düzeyde etkilememiştir.⁵⁴ Fakat özellikle gelişmekte olan ülkelerde yüksek seyreden enflasyon oranları yatırım kararlarını önemli ölçüde etkilemektedir.

Yapılan araştırmalar sonucunda altının değerinin, alınabilecek mal ve hizmetler sepeti açısından düşünüldüğünde uzun dönem boyunca sabit kaldığı görülmüştür. Yani bir birim altın karşılığında alınan mal ve hizmetler toplamı uzun dönem itibariyle bakıldığında önemli bir değişiklik göstermemektedir. 1900 yılında altın fiyatı 20,67 USD/ons seviyesindeydi. Bu rakam yapılan hesaplamalar neticesinde 2006 yılı fiyatlarıyla 503 USD/ons seviyesine denk gelmektedir ki 2006 Aralık sonu itibariyle hesaplanan son iki yıllık ortalama altın fiyatı 524 USD/ons olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuç aradan geçen yüzyıldan uzun bir süre boyunca altının reel fiyatında önemli bir değişiklik olmadığını göstermektedir.⁵⁵

2.2.3.2. Altına Dayalı Yatırım Araçları

Gelişen finans piyasalarına paralel olarak altına dayalı yatırım ürünlerinin çeşitliliği de artmıştır. Altına dayalı yatırım araçlarının iki farklı grupta toplanması mümkündür. Bunlardan ilki fiziki altın yatırımlarıdır. Fiziki altın yatırımları altın paralar, külçe altın ve mücevher gibi araçların alınması ve fiziki olarak bulundurulması yoluyla gerçekleştirilir. İkinci bir yatırım türü olan kaydi altın yatırımları ise altına dayalı türev ürünler, altın sertifikaları ve altın bonoları gibi araçlar yoluyla gerçekleştirilir. Kaydi altın yatırımlarında altının fiziki olarak bulundurulması söz konusu değildir. Bu anlamda altını bulundurmanın getirdiği birçok risk ve ek maliyet kaydi altın yatırımları için geçerli olmamaktadır.

2.2.3.2.1. Altın Paralar Ve Küçük Külçeler

Altın yatırımının belki de en eski yöntemi altın para yoluyla yapılan yatırımdır. Tarihte bilinen ilk altın para MÖ.560 yılında Lidya kralı Krezus tarafından bastırılmıştır. O dönemden başlayarak altın para günümüze kadar tarihin hiçbir

⁵⁴ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**. 8.Baskı, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2005, s.26

⁵⁵ World Gold Council, **Gold and Inflation**, http://www.invest.gold.org/sites/en/why_gold/gold_and_inflation/ (20.12.2008)

döneminde önemini yitirmemiştir. Birçok farklı medeniyet ve hükümdar kendi altın paralarını bastırmıştır. Günümüzde altın para göreceli olarak küçük tutarlı altın yatırımlarının en önemli araçlarından biridir. Bugün birçok ülkede farklı özelliklerde altın paralar bulunmaktadır. Altın paraların ortak özelliği Avrupa Birliği ülkelerinin de bulunduğu birçok ülkede Katma Değer Vergisi'nden istisna edilmiş olmalarıdır.⁵⁶ Dünyada en çok tanınan ve alıcı bulan altın paralar ve özellikleri şöyledir:

American Eagle: Piyasada 1986 ve sonraki yıllarda baskıları bulunmaktadır. 1, 1/2, 1/4 ve 1/10 ons ağırlığında farklı çeşitleri bulunmaktadır. Ayarı 916 milyem, yani 22 ayardır.

Canadian Maple Leaf: Piyasada 1979 yılından bu yana basılı olanları mevcuttur. 1, 1/2, 1/4 ve 1/10 ons ağırlığında farklı çeşitleri bulunmaktadır. Ayarı 1000 milyem, yani 24 ayardır.

South African Kruggerand: Piyasada 1976 yılından bu yana basılı olanları mevcuttur. 1, 1/2, 1/4 ve 1/10 ons ağırlığında farklı çeşitleri bulunmaktadır. 22 ayardır.

English Britannia: Piyasada 1987 yılından bu yana basılı olanları mevcuttur. 1, 1/2, 1/4 ve 1/10 ons ağırlığında farklı çeşitleri bulunmaktadır. 22 ayardır.

Australian Kangaroo: Avustralya'da 1986 ve 1988 yılları arasında Gold Nugget Coin üretilmiş ancak 1989 yılından itibaren bugün daha çok kabul gören Kangaroo altını piyasaya sürülmüştür. 1 ons ile çeyrek ons arasında farklı ağırlık çeşitleri bulunmakta ve 22 ayar olarak basılmaktadır.

Chinese Panda: Piyasada 1982 yılından itibaren işlem görmektedir. 1 ons ile çeyrek ons arasında farklı ağırlık çeşitleri bulunmakta ve 24 ayar olarak basılmaktadır.⁵⁷

⁵⁶ World Gold Council, *Investing in Gold -Coins And Small Bars*, http://www.invest.gold.org/sites/en/how_to_invest/coins_and_small_bars/ (23.11.2008)

⁵⁷ Serdar Çitak, *Altın(24 Ayar'ın Hikayesi)*, 2. Baskı, İstanbul: Düşüldüzyı Yayınları, 2006, s. 126

2.2.3.2.2. Altın Bonoları

Altına dayalı finansal araçlar, vade sonundaki itfanın altın cinsinden yerine getirilmesini belirten özel bir şart taşıyan anlaşmalardır. Bu yatırım araçları, finansal belirsizlik dönemlerinde korunma sağladıklarından, halkın gözünde oldukça popüler olmuşlardır. 19. yüzyılın ikinci yarısında altına dayalı ve faiz içeren borç enstrümanları, hükümetler veya özel şirketler tarafından piyasaya sürülmüştür. Bu enstrümanlarla hükümetler ve özel şirketler, yatırımcıların fonlarını makul bir faiz oranı ile piyasadan çekmişlerdir. Altına dayalı bono ve diğer enstrümanları piyasaya ihraç eden şirketler; daha çok demiryolu şirketleri, şehirlerarası ve şehir içi taşıma şirketleri olmuştur. Altına dayalı bonolar, özellikle demiryolu şirketlerinin faaliyetlerinin finansmanında önemli boyutlara ulaşmıştır. Demiryolu bonolarında bulunan altına dayalı olma özelliği sayesinde bazı şirketler 100 yıllık vadelerle yüzde iki kadar düşük faizlerle borçlanabilmişlerdir.

Bu dönemde, özellikle zayıf para birimine sahip ve kredi riski yüksek ülkelerin kamu veya özel sektör kurumları tarafından ihraç edilen bonolarda altına dayalı olma özelliği oldukça sık kullanılmıştır. Brezilya Demiryolu Şirketi'nin ihraç ettiği bonolar, bu dönemdeki uygulamalara iyi bir örnektir. Altın bonoları kamu harcamalarının finansmanında da etkin olarak kullanılmıştır. Bu konudaki en iyi örneklerden biri ise Amerikan Hazinesi'nin 1896 yılında gerçekleştirdiği başarılı ihraç olmuştur. Bu ihraçla 30 yıl vadeli, yüzde 4 faizli, nominal değeri 62,3 milyon ABD Doları olan bonolar satılmıştır. Altına dayalı bu bonolar çok büyük bir ilgiyle karşılanmış, arz edilen miktarın birkaç katı kadar yüksek talep görmüştür.

Amerikan Kongresi 5 Haziran 1933 tarihinde aldığı bir kararla, hükümet ve özel sektör tarafından ihraç edilmiş bulunan bonolardaki altına dayalı olma özelliğini kaldırmıştır. Bu uygulama ABD'nin altın standardı sisteminden vazgeçmesinin doğal bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bilindiği gibi bu dönemde altında özel mülkiyet yasaklanmıştır. ABD'de gerçek kişilerin altın mülkiyetine 1 Ocak 1975 tarihinden itibaren tekrar serbesti tanınmıştır. Altına dayalı bonolar ise 1977 yılından sonra tekrar yasal hale gelmiştir.

Yakın dönemde ise altın bonosu uygulamasının görüldüğü ülkelerden biri Hindistan'dır. Dünyanın en önemli altın piyasalarından birine sahip olan Hindistan, 2000 yılının başında Altın Bonosu projesini uygulamaya başlamıştır. Hindistan'da nesillerdir biriken altın stoklarının 10.000 ton civarında olduğu tahmin edilmektedir. Programa göre yatırımcılar, yetkili bankalara altınlarını yatırmakta ve karşılığında sabit faiz taşıyan bonolar almaktadırlar. Bononun vadesi dolduğunda ise altınlarını geri alabilmekte ya da Hindistan ulusal para birimi rupi cinsinden vade sonundaki altın miktarı karşılığında nakit alabilmektedirler.⁵⁸

2.2.3.2.3. Altın Sertifikaları

Altın sertifikaları, fiziki altına sahip olmaksızın altına yatırım yapılmasını sağlayan finansal araçlardır. Uygulamada çalınma ve saklama gibi risk ve maliyetleri düşürmek amacıyla kullanıldığı görülmektedir. Sertifika karşılığında sahibine altın teslim edilmesi veya altın bedelinin ödenmesi mümkündür. Günümüzde dünya genelinde çok yaygın olarak kullanılmasa da özellikle Almanya ve İsviçre gibi ülkelerde kullanımı mevcuttur. Tarihte ilk olarak Amerikan Hazinesi tarafından piyasaya sürülmüştür ve iç savaş döneminden 1933 yılına kadar geçerliliğini sürdürmüştür. Altın standardı sisteminin önemli finansal araçlarından biridir. Dolar cinsinden çıkarılan altın sertifikaları karşılığında Amerikan Hazinesi tarafından sabit bir miktar altın ödemesi yapılmaktaydı.⁵⁹

2.2.3.2.4. Altına Dayalı Yatırım Fonları

Gelişen finansal piyasalar, son yıllarda birçok farklı finansal ürünün ortaya çıkmasını sağlamıştır. Son yıllarda ortaya çıkan en önemli finansal ürünlerden biri de altına dayalı yatırım fonlarıdır. Altına dayalı yatırım fonları, %100 oranında fiziki altına bağlanmış menkul kıymetlerdir. Günümüzde altın, altın yatırım fonları aracılığıyla tıpkı hisse senetlerinde olduğu gibi menkul kıymet borsalarında işlem görmektedir. İlk altın yatırım fonu 2003 yılının Mart ayında Dünya Altın Konseyi tarafından Avustralya Borsa'sında oluşturulmuştur. 2003 yılının sonlarında ise ikinci bir altın yatırım fonu

⁵⁸ Serdar Çıtak, *Altın(24 Ayar'ın Hikayesi)*, 2. Baskı, İstanbul: Düşüldüzi Yayınları, 2006, s.91

⁵⁹ World Gold Council, *Investing In Gold-Gold Certificates*, http://www.invest.gold.org/sites/en/how_to_invest/gold_certificates/ (07.03.2009)

Londra Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır. Altın yatırım fonlarının en önemli özelliği türev ürünlerden farklı olarak %100 oranında fiziki altına dayalı olmasıdır. Diğer bir ifadeyle sahip olunan fon payının karşılığında mutlaka fiziki altın bulunmaktadır.⁶⁰ Altın yatırım fonları, altın fiyatlarını mükemmel yakın yansıtırlar ve yatırımcılara düşük maliyetli yatırım imkanı sunarlar. Yatırımcıların fiziki altın yatırımı sırasında karşıya karşıya oldukları birçok riskler ve ek maliyetler söz konusudur. Örneğin fiziki altının saklanması ve taşınması birer ek maliyet unsurlarıdır. Bununla birlikte altının kaybolma ve çalınma riskleri de söz konusudur. Altın yatırım fonlarında ise söz konusu riskler ve ek maliyetler yoktur. Fiyat hareketlerindeki oynaklıklardan fiziki altın yatırımlarına göre daha yüksek getiri elde edilir. Fiziki altın piyasasında karşıya karşıya olunan alım ve satım fiyatları arasındaki yüksek marjlar, altın yatırım fonları için geçerli bir durum değildir.

Altın yatırım fonları tüm dünyada son yıllarda altına artmakta olan talep çerçevesinde hızla büyümektedir. 2007 yılının Aralık ayı itibariyle dünya genelinde işlem gören altın yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 870 tonu bulmuştur. Bu miktar aynı dönemin rakamlarıyla yaklaşık olarak 23,3 milyar Amerikan Doları'na karşılık gelmektedir. Günümüzde altın yatırım fonları Avustralya, Fransa, Hong Kong, Japonya, Meksika, Singapur, Güney Afrika, İsviçre, İngiltere, ABD ve Türkiye'nin de bulunduğu birçok ülkenin menkul kıymet borsalarında işleme konu olmaktadır. Yine 2007 yılı verilerine göre altın yatırım fonları toplam altın talebinin %7,5'ini, ölçülebilir altın yatırımlarının ise %38'ini oluşturmaktadır.⁶¹

2.2.3.2.5. Mücevher

Altın yatırımlarının en önemli yollarından birini de mücevher altın yatırımları oluşturmaktadır. Mücevher talebi bilindiği gibi toplam altın talebinin en önemli bileşenidir. Fakat farklı toplumların altın mücevhere olan yaklaşımları farklılıklar göstermektedir. Bazı ülkeler altın mücevherat eşyalarını düşük ayarlı altından imal ederken, bazıları yüksek ayarlı altın tercih etmektedir. Gelişmiş olan ülkeler ile

⁶⁰ World Gold Council, **Investing In Gold-Exchange Traded Gold**, http://www.invest.gold.org/sites/en/how_to_invest/exchange_traded_gold/ (13.04.2009)

⁶¹ World Gold Council, **Gold Market Knowledge Supply and Demand**. Londra,2007,s.6

gelişmekte olan ülkeler arasındaki farklılığı altın ayarında görebilmek mümkündür. Altın mücevherat eşyalarının daha çok estetik görünümünden dolayı talep edildiği gelişmiş ülkelerde imal edilen mücevherat eşyalarının ayarı 8-14 ayar arasında değişirken, yatırım amacıyla mücevherat eşyası satın alan gelişmekte olan ülkelerde altın ayarı 14-22 ayar arasında değişmektedir. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde altın mücevher talebinin yatırım amaçlı olduğunu göstermektedir. Buna rağmen özellikle gelişmekte olan ülkelerde yüksek ayarlı ve düşük işçilik maliyetine sahip altın mücevherat daha çok yatırım güdüsüyle talep görmektedir. Söz konusu altın mücevherlerin özellikle kriz zamanlarında satılarak fiyat farklılıklarından yararlanıldığı görülmektedir.

2.2.3.2.6. Türev Ürünler

Türev ürünler, tanım olarak değerleri başka bir varlığın değerine bağlı olarak değişen finansal araçlardır. Söz konusu araçlar günümüz finans dünyasında yoğun bir şekilde kullanılmakta olup, özellikle Bretton Woods sisteminin sona ermesinin ardından çok hızlı bir gelişme göstermiştir. Bu dönemde sabit kur sisteminin terk edilmesiyle birlikte mali kuruluşlar ciddi şekilde kur riski ile karşı karşıya kalmışlardır. Yine aynı dönemlerde uluslararası para piyasalarındaki faiz oranı dalgalanmaları faiz riski sorununu da gündeme getirmiş, özellikle sabit faizli borç verme eğilimi giderek ortadan kalkmıştır. Bu anlamda 1980'li yıllar risk yönetiminin önem kazandığı bir dönem olmuştur.⁶²

Kurlar ve faiz oranları için söz konusu olan bu risk altın fiyatları için de geçerlidir. Özellikle altın üreticileri ve altını girdi olarak kullanan sektörler için, altın fiyatında yaşanan değişiklikler önemli bir sorun teşkil etmektedir. Altın fiyatlarında yaşanabilecek değişikliklere ilişkin risklerin yönetilebilmesi amacıyla 1970'lerin ikinci yarısından itibaren çok sayıda altına dayalı türev ürün geliştirilmiştir. Günümüzde dünyanın birçok farklı borsasında altına dayalı türev ürünler işlem görmektedir. Borsalarda işleme konu olan başlıca türev ürünler vadeli işlem sözleşmeleri ile opsiyonlardır. Söz konusu araçlar belirli bir fiyat üzerinden, ileriki bir tarihte altın alım ya da satım olanağını sağlamaktadır.

⁶² The Economist, **Finansal Piyasalar Kılavuzu**, Ankara, 2007, s.287

2.2.3.2.7. Dolaylı Altın Yatırımları

Dolaylı altın yatırımları olarak adlandırabileceğimiz bir diğer yatırım türü ise altın madencilik şirketleri hisselerine yapılan yatırımları kapsamaktadır. Altın fiyatlarının yükselmesi çoğunlukla altın madencilik şirketlerinin hisse değerlerinin de artmasına neden olur. Bununla birlikte altın fiyatları hisse değerini etkileyen tek faktör değildir. Özellikle şirkete ve sektöre özgü riskler de bulunmaktadır. Örneğin altın çıkarma maliyetlerinin yükselmesi şirket değerlerini olumsuz yönde etkilemektedir.

Altın madencilik şirketlerine yapılan yatırımların bir diğer özelliği ise , bu tip yatırımların yüksek kaldıraç etkisine sahip olmasıdır. Altın çıkarma maliyetlerinin birim başına 300 USD olduğunu varsayalım. Altın fiyatının birim başına 600 USD olması durumunda elde edilecek kar 300 USD olacaktır. Altın fiyatlarında %10'luk bir artış gerçekleşmesi durumunda altın fiyatları 660 USD olacak, kar ise 360 USD'ye yükselecektir. Görüldüğü gibi altın fiyatlarındaki %10'luk artış, kar marjına %20 olarak yansımıştır. Bu durum hisse fiyatında potansiyel olarak %20'lik bir artış anlamına gelmektedir. Bununla birlikte söz konusu kaldıraç etkisi altın fiyatlarının düşmesi halinde, hisse değerlerine olumsuz olarak yansıyabilecektir.⁶³

2.2.4. 2007 Ve 2008 Yılı Altın Talebi

Dünya altın talebi 2007 yılında toplam 3.551,90 ton olarak gerçekleşmiştir. Altın talebinin daha önce de değinildiği gibi temel olarak 3 alt bileşeni bulunmaktadır. Bu alt bileşenleri mücevher talebi, endüstriyel talep ve yatırım talebi şeklinde sıralamak mümkündür. Buna göre altın talebini oluşturan en önemli bileşen mücevher talebidir. 2007 yılında gerçekleşen mücevher talebi 2.404,40 tondur. Bu rakamın toplam altın talebi içindeki payı yaklaşık olarak %67'dir. Diğer bir deyişle altın talebinin 2/3'lik bölümünü mücevher talebi oluşturmaktadır. Altın talebinin bir diğer önemli bileşeni ise endüstriyel taleptir. Elektronik sektörü başta olmak üzere ürünlerinde altını girdi olarak kullanan diğer sektörler ile dışçılık alanında talep edilen altın endüstriyel talebi oluşturmaktadır. 2007 yılında elektronik sektöründe kullanılmak amacıyla talep edilen altın miktarı 310,60 ton olmuştur. Diğer sektörlerin altın talebi 93,20 ton düzeyinde

⁶³ Methods of Investing in Gold, http://en.wikipedia.org/wiki/Methods_of_investing_in_gold (30.05.2009)

gerçekleşmiş ve 57,80 ton miktarında altın ise dışçılık alanında kullanılmak üzere talep edilmiştir. 2007 yılında gerçekleşen endüstriyel altın talebi toplamda 461,70 tona ulaşmıştır ki bu miktar toplam altın talebinin %13'üne denk gelmektedir.

Altın talebinin üçüncü ve son bileşeni yatırım talebidir. Bilindiği gibi altın, önemli bir yatırım aracı olarak nitelendirilmektedir. 2007 yılında yatırım amacıyla talep edilen toplam altın miktarı 685,90 ton olarak tespit edilmiştir. Bu tutar toplam altın talebinin yaklaşık olarak 1/5'ine tekabül etmektedir. Söz konusu yatırım talebinin 253,30 tonluk kısmını dünya borsalarında işlem görmekte olan altına dayalı yatırım fonları oluştururken, geri kalan 432,50 tonluk bölümünü klasik yatırım araçları olarak değerlendirilebilecek külçe altınlar ve altın paralar ile hatıra paraları oluşturmaktadır.

2007 yılı altın talebini ortalama altın fiyatlarıyla incelediğimizde gerçekleşen toplam altın talebinin 73,29 milyar USD seviyesinde olduğu görülmektedir. Mücevher kaynaklı altın talebinin parasal büyüklüğü 53,69 milyar USD, endüstriyel altın talebinin 10,30 milyar USD ve yatırım amaçlı altın talebinin parasal büyüklüğü ise 15,30 milyar USD seviyesindedir.

2008 yılına gelindiğinde toplam altın talebi 3.804,80 ton olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam bir önceki yıla göre miktar bazında %9'luk bir artışı ifade ederken, parasal bazda %33'lük bir artışa denk gelmektedir. Miktar ve parasal büyüklük artışları arasındaki bu fark, 2008 yılında altın fiyatlarında yaşanan yükselişin bir sonucudur. Bu dönemde mücevher talebi 2.185,80 ton seviyesine gerilemiştir. Bu azalış miktar bazında %9'luk bir gerilemeyi ifade etmektedir. Söz konusu miktar azalışına rağmen mücevher talebinin parasal büyüklüğünde %14 oranında bir artış gözlenmiştir. Bu durum daha önce de değinildiği gibi altın fiyatlarında yaşanan yükselişin bir sonucudur. 2008 yılında endüstriyel talepte de gerileme olduğu görülmüştür. Bir önceki döneme göre %6 azalan endüstriyel talep 435,60 ton seviyesine inmiştir. Altın fiyatlarındaki yükseliş endüstriyel talebin parasal büyüklüğünde %14'lük bir artış yaşanmasına neden olmuştur. 2008 yılında altın talebinin alt bileşenleri arasında en dikkat çekici gelişme yatırım talebinde gözlenmiştir. 2007 yılına göre miktar bazında %73, parasal bazda ise %112'lik bir artış kaydeden yatırım amaçlı altın talebi, 2008 yılında 1.183,40 ton düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu miktarın 2008 yılı ortalama altın

fiyatlarıyla hesaplanan parasal büyüklüğü ise 32,48 milyar USD'ye denk gelmektedir. Söz konusu miktar 2008 yılı toplam altın talebi içerisinde %31'lik bir paya sahiptir.⁶⁴

⁶⁴ World Gold Council, **Gold Demand Trends Full Year and Fourth Quarter 2008**. Londra,2009

3. TÜRKİYE’DE ALTIN ARZ VE TALEBİ

3.1. Türkiye’de Altın Arzı

Türk toplumunun altına karşı olan yoğun ilgisine rağmen ülkemizdeki altın arzının son derece kısıtlı olduğu görülmektedir. Günümüzde Türkiye’deki altın talebi, yurt içi altın arzıyla karşılanamamakta, söz konusu talebin karşılanabilmesi amacıyla yurtdışından altın ithalatı gerçekleştirilmektedir.

Altın arzının üç temel bileşeni olan altın madenciliği, resmi kurum satışları ve hurda altın arzı ülkemizde sınırlı düzeylerde seyretmekte ve yeterli altın arzını yaratamamaktadır. Özellikle altın arzının en temel kaynağı olan altın madenciliği ülkemizde yeterli gelişme imkanını bulamamıştır. Bununla birlikte ülkemizde altını rezerv olarak bulunduran resmi kurum olan Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın, izlemekte olduğu politika doğrultusunda son yıllarda altın satışı bulunmamaktadır. Dolayısıyla Türkiye’deki altın arzının en önemli kaynağını ithal edilen altının dışında, hurda altın arzı oluşturmaktadır.

3.1.1. Türkiye’de Altın Madenciliği

Yaklaşık beş bin yıldan bu yana Anadolu’da altın üretimi yapıldığı bilinmektedir. Anadolu’da yaşamış birçok uygarlık çeşitli maden işletmeleri kurmuş ve işletmiştir. Tarihte ilk altın parayı basan uygarlık olan Lidyalılar, Anadolu topraklarında yaşamış ve altın madenciliğiyle uğraşmışlardır. Bununla birlikte Hititler, Urartular ve Frigyalılar gibi uygarlıkların da Anadolu topraklarında altın çıkarma faaliyetlerinde bulundukları bilinmektedir.

Zengin maden kaynaklarına sahip olan Anadolu topraklarında altın madenciliğinin Osmanlı İmparatorluğu’nun çöküş sürecine kadar sürdüğü

görülmektedir. Osmanlı döneminde işletilen son altın madeninin 1850’lü yıllarda Gümüşhane bölgesinde işletildiği bilinmektedir.⁶⁵

Cumhuriyetin ilk döneminde altın arama faaliyetlerine önem verilmiş olmakla birlikte başta kaynak yetersizliği olmak üzere çeşitli nedenlerle önemli bir gelişme kaydedilememiştir. Ülkemizde özellikle 1980’li yıllardan sonra altın madenciliği alanında önemli ilerlemeler kaydedilmeye başlanmıştır. 1985 yılında 3213 sayılı Madencilik Kanununda yapılan değişiklikle yabancı yatırımcıların da Türkiye’de altın aramalarına imkan tanınmış ve bunun sonucunda bir çok yabancı kuruluş gelişmiş yöntemler kullanarak altın arama çalışmalarına başlamıştır.

Ülkemizde varolan altın rezervlerinin miktarı konusunda farklı görüşlere rastlamak mümkündür. Türkiye’ye yurtdışından gelen madencilik firmalarının 200’ü aşkın maden sahasında yaptığı araştırmalar ve modellemeler sonucunda Türkiye’deki altın potansiyeli toplam 6.500 ton olarak tespit edilmiştir.⁶⁶ Bununla birlikte ülkemizde maden arama faaliyetlerini yürüten kurum olan Maden Tetkik ve Arama Kurumu verilerine göre ülkemizde bilinen ve envanteri yapılmış altın rezervlerinin toplamı 338 ton düzeyindedir. Türkiye’de bulunan işletilebilir altın madenleri Tablo 6’da yer almaktadır. Buna göre Türkiye’de toplam 7 adet altın madeni bulunmaktadır. Bununla birlikte söz konu madenlerin tamamı üretim aşamasına geçebilmiş değildir.⁶⁷

⁶⁵ Türkiye Ekonomi Bankası, **Gold in Turkey The Jeweller’s Trade**, s.41

⁶⁶ İsmail Yanık, **Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi**, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.44

⁶⁷ Sertkaya Doğan Ö. Türkiye’de Altın Madenciliği ,İstanbul Üniversitesi Edebiyat Fakültesi Coğrafya Bölümü Coğrafya Dergisi Sayı:13,s.153.

Tablo 6 : Türkiye’de Altın Madeni Rezervleri

	Rezerv	Tenörü	Metal İçeriği
Yeri	(bin ton)	(gram/ton)	(ton)
Artvin(Cerattepe)	14.000,00	1,60	37,00
Balıkesir(Havran-Küçükdere)	1.410,00	6,43	9,07
Eskişehir(Sivrihisar-Kamaz)	974,00	6,04	5,80
Gümüşhane(Mastra)	1.000,00	1,00	12,00
İzmir(Bergama-Ovacık)	2.980,00	9,00	26,82
İzmir(Efemçukuru)	2.500,00	12,65	31,61
Uşak(Kışladağ)	4.000,00	1,43	105,80
Toplam			230,00

Kaynak: İsmail Yanık, *Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi*, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.45

Türkiye’de altın üretiminin oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. 2006 yılı verilerine göre Türkiye’deki toplam altın madeni arzı 6 ton düzeyindedir. Üretilen altın, ülkemizde yer alan altın madenleri kapsamında doğrudan üretim yoluyla çıkarıldığı gibi diğer maden üretimleri sırasında yan ürün olarak da elde edilebilmektedir. Örneğin Kütahya’da bulunan Eti gümüş madeni ile Sarkuysan, Etibank ve Karadeniz bakır madenlerinden yıllık olarak ortalama 500-600 kilogram düzeyinde altın elde edilebilmektedir.⁶⁸

3.1.2. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Altın Rezervleri

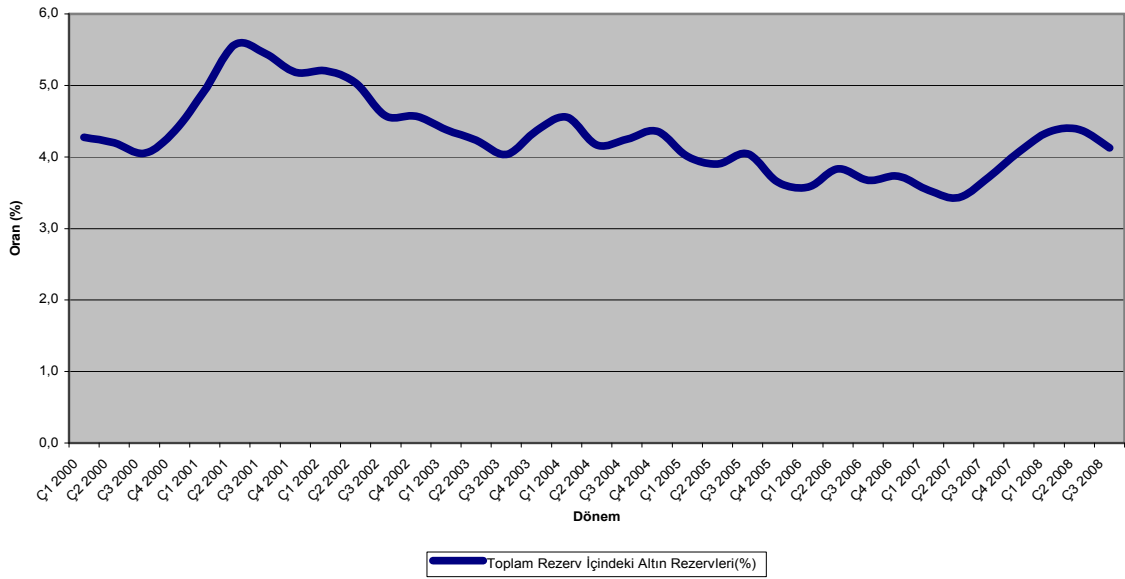
Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası rezerv yönetim stratejisi belirlenirken; uygulanan para politikası, yükümlülük yapısı, Hazine adına döviz cinsinden gerçekleştirilen borç ödemeleri, Hazine'nin borçlanma stratejileri ile iç ve dış ekonomik konjonktür gibi pek çok unsur dikkate alınmaktadır. Bununla birlikte sabit veya öngörülebilir kur rejimi uygulanan dönemlerde hedeflenen kur seviyesini savunmak amacıyla gerekli likiditeyi sağlamak rezerv yönetim stratejisinin en önemli amaçlarından birini oluşturmaktadır. Rezerv yönetim politika ve uygulamalarının genel çerçevesi TCMB’nin en yüksek karar organı olan Banka Meclisi tarafından belirlenmektedir. Bu doğrultuda, rezerv yönetimine ilişkin olarak yurt içi ve yurt dışı

⁶⁸ İsmail Yanık, *Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi*, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.46

piyasalarda vadeli ya da vadesiz döviz, menkul kıymet, türev ürün, altın alım-satımı ve borç verme işlemlerini de içeren bankacılık faaliyetlerinde bulunulabilmektedir.⁶⁹

Şubat 2001'den itibaren uygulanmakta olan dalgalı kur rejimi altında ise TCMB, Hazine'nin döviz cinsinden borç servisini gerçekleştirmek, iç ve dış şoklara karşı kırılganlığı azaltmak ve uluslararası piyasalarda ülke ekonomisine duyulan güveni artırmak amaçlarına yönelik olarak rezerv biriktirme politikası yürütülmektedir. Bu amaçla rezervler ana paranın korunması ilkesi başta olmak üzere, likidite ve getiri esasları da dikkate alarak yatırıma konu olmaktadır.⁷⁰

Grafik 8'de TCMB altın rezervlerinin toplam rezervler içindeki oranı, üçer aylık periyotlar bazında gösterilmektedir. 2000 ve 2008 yıllarını kapsayan dönemde altın rezervleri oranında çeşitli dalgalanmalar gözlemlense de söz konusu oranın %3,5-%5,5 aralığında seyrettiği görülmektedir. 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan yükselişte krizin etkisiyle toplam rezerv miktarındaki düşüşün etkisi bulunmaktadır.



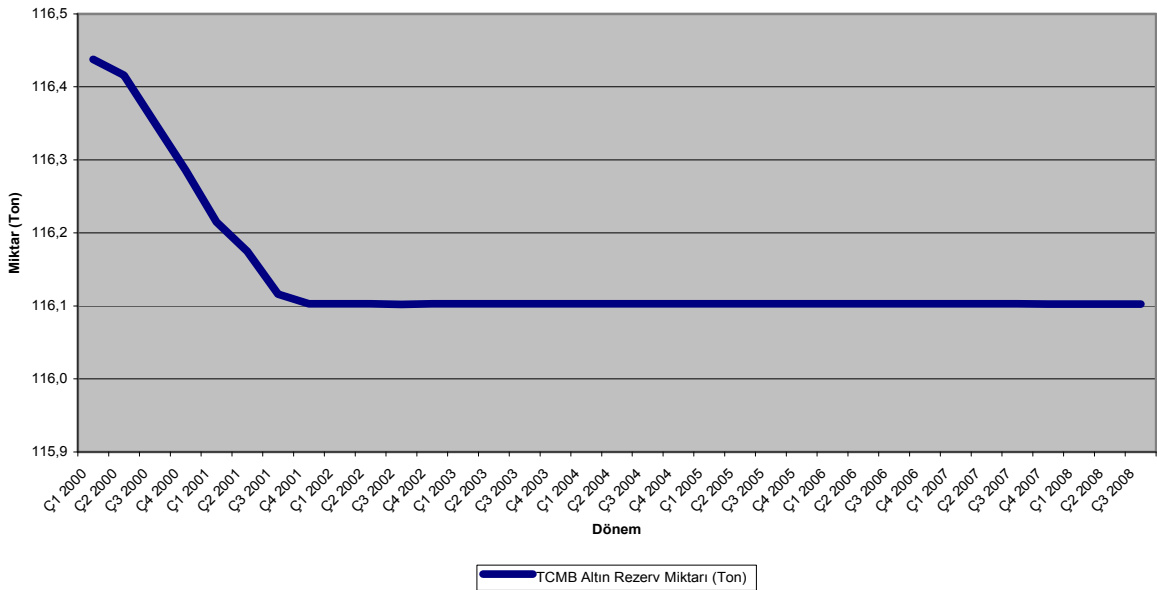
Grafik 8 : 2000-2008 Dönemi TCMB Altın Rezervleri Oranı (%)

Kaynak : World Gold Council, Gold as a Reserve Asset, <http://www.reserveasset.gold.org/> (21.12.2008)

⁶⁹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.(2007).Bülten.Aralık.Ankara,s.3.

⁷⁰ TCMB, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nda Döviz Rezervi Yönetimi,Ankara,Ağustos 2005,s.23

TCMB altın rezervlerini, diğer rezervlerden bağımsız olarak mutlak bir biçimde incelediğimizde yukarıdaki görünümün aksine istikrarlı bir tablo karşımıza çıkmaktadır. Uluslararası standartlara uygun olan Merkez Bankası altın rezervleri, 1211 sayılı Kanun'da yer alan hüküm ve şartlar dahilinde, Merkez Banka Meclisi'nce düzenlenen yönetmelik çerçevesinde yönetilmektedir. Bu yönetmelik uyarınca, Merkez Bankası altın rezervlerine ilişkin doğrudan alım satım, vadesiz, vadeli altın depo ve altın swap işlemleri yapabilme seçeneklerine sahiptir. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın bulundurduğu altın rezervi miktarının yıllar itibariyle çok önemli değişiklikler göstermediği görülmektedir. Grafik 9'da TCMB'nin 2000 ve 2008 yılları arasındaki dönemde bulundurduğu altın rezervlerinin üçer aylık dönemler bazında değişimi yer almaktadır.⁷¹



Grafik 9 : 2000-2008 Dönemi TCMB Altın Rezerv Miktarı (Ton)

Kaynak : World Gold Council, Gold as a Reserve Asset, <http://www.reserveasset.gold.org/> (21.12.2008)

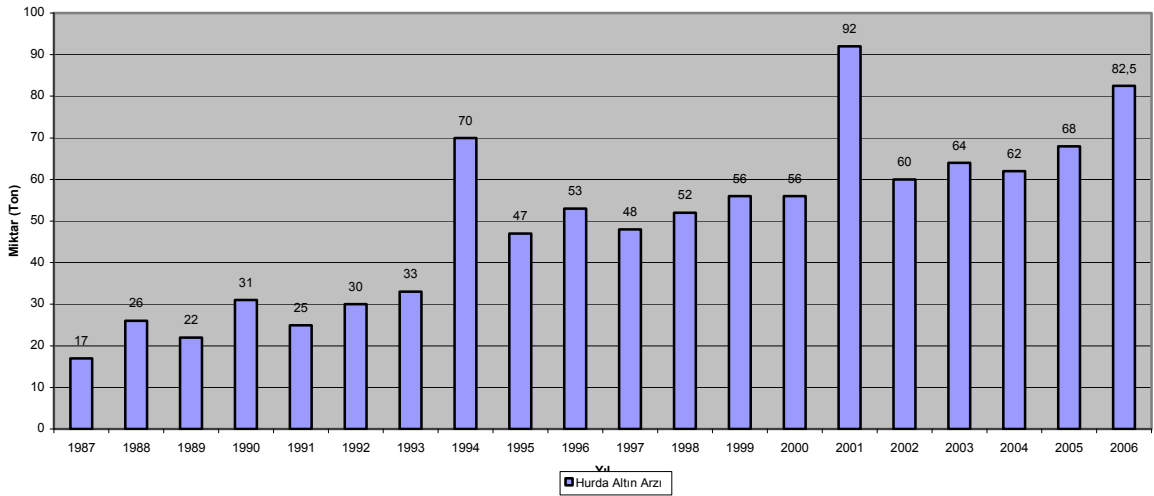
Grafik 9'dan da görüleceği üzere 2001 yılından itibaren TCMB'nin bulundurduğu altın rezervi miktarında herhangi bir değişiklik yaşanmamıştır. 2000 yılında rezerv miktarında yaşanan değişiklik ise yarım ton düzeyine dahi ulaşmamıştır. Türkiye sahip olduğu 116,10 tonluk altın rezervi miktarıyla 2008 yılı Eylül ayı

⁷¹ World Gold Council, Gold as a Reserve Asset, <http://www.reserveasset.gold.org/> (21.12.2008)

itibariyle dünyanın en çok altın rezervi bulunan 29. ülkesi konumundadır. Bu anlamda dünyada önemli bir kaynak olarak görülen resmi kurum altın rezervi satışlarının ülkemiz açısından geçerliliği bulunmamaktadır. 2008 yılının da dahil olduğu son sekiz yılda TCMB, rezerv satışı yoluyla herhangi bir altın arzı yaratmamıştır.⁷²

3.1.3. Hurda Altın Arzı

Türkiye dahilindeki en önemli altın arzı kaynağını hurda altın arzı oluşturmaktadır. Farklı ürün içeriklerindeki altının tekrar rafine edilmek suretiyle kullanıma sunulması şeklinde tanımlanabilecek hurda altın arzı, özellikle altın fiyatlarındaki yükselişe ve ekonomik konjonktüre bağlı olarak değişim göstermektedir. Türkiye’de endüstriyel alanda altın kullanımı sınırlı olduğu için hurda altın arzının temelinde halkın elinde bulunan mücevher formundaki altın bulunmaktadır.



Grafik 10 : 1987-2008 Dönemi Türkiye Hurda Altın Arzı (Ton)

Kaynak: İsmail Yanık, *Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı*
İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.43

Grafik 10’da 1997 ve 2006 yılları arasında gerçekleşen hurda altın arzı miktarı yer almaktadır. GFMS şirketinin verilerine göre derlenen söz konu tabloda 1991 ve

⁷² World Gold Council, *Gold as a Reserve Asset*, <http://www.reserveasset.gold.org/> (21.12.2008)

1995 yılları arasındaki altın arzının toplam 205 ton düzeyinde olduğu görülmektedir. 1994 yılı hurda altın arzı, bir önceki yıla göre önemli bir artış göstererek 70 ton düzeyine yükselmiştir. Bu yılda yaşanan ekonomik krizin bu anlamda önemli bir etken olduğu görülmektedir.⁷³

1995 sonrası dönem incelendiğinde Türkiye’de gerçekleşen hurda altın arzının 48 ile 92 ton aralığında seyrettiği görülmektedir. Bu dönemde hurda altın arzının en yüksek olarak gerçekleştiği dönem 92 ton ile 2001 yılı olmuştur. 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz, 1994 yılında olduğu gibi hurda altın arzı miktarını yükseliş yönünde etkilemiştir.

Bu anlamda Türkiye’deki hurda altın arzı miktarının ekonomik konjonktür ile yakından ilişkili olduğu görülmektedir. Altına yatırım yapan küçük yatırımcılar ekonomik kriz dönemlerinde birikimlerini elden çıkarmakta ve ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Ekonomik krizin olmadığı dönemlerde ise birikimlerini geleceğe yönelik beklentiler doğrultusunda tekrar altına yöneltmektedirler.⁷⁴

3.1.3.1. İstanbul Altın Rafinerisi

Piyasada yaratılan hurda altın arzı farklı ürün içeriklerinden elde edilen değişik saflıktaki altınlardan oluşmaktadır. Söz konusu altınların belirli kurallar dahilinde standart hale getirilebilmesi ve tekrar piyasaya sunulması için rafinaj işlemlerinden geçmesi gerekmektedir. Ülkemizde altın rafinaj işlemleriyle iştigal eden çok sayıda kurum bulunmakla birlikte, resmi anlamda kurulan ilk kurum İstanbul Altın Rafinerisi’dir.

1996 yılında İstanbul Altın Borsası’nın önderliğinde kurulan İstanbul Altın Rafinerisi (İAR), yaşanan çeşitli sorunlar nedeniyle 6 yıllık bir aradan sonra ülkemizde faaliyet gösteren özel bir rafineri olan Halaç Limited Şirketi ile birleşmiş ve 2002 yılında faaliyete geçmiştir. İstanbul Altın Rafinerisi’nin temel faaliyet konusunu başta Afrika olmak üzere yurtdışından getirilen dore altının standart külçe haline getirilmesi oluşturmaktadır. Bu anlamda Ocak 2007 tarihi itibarıyla Dubai Borsası’ndan geçerlilik

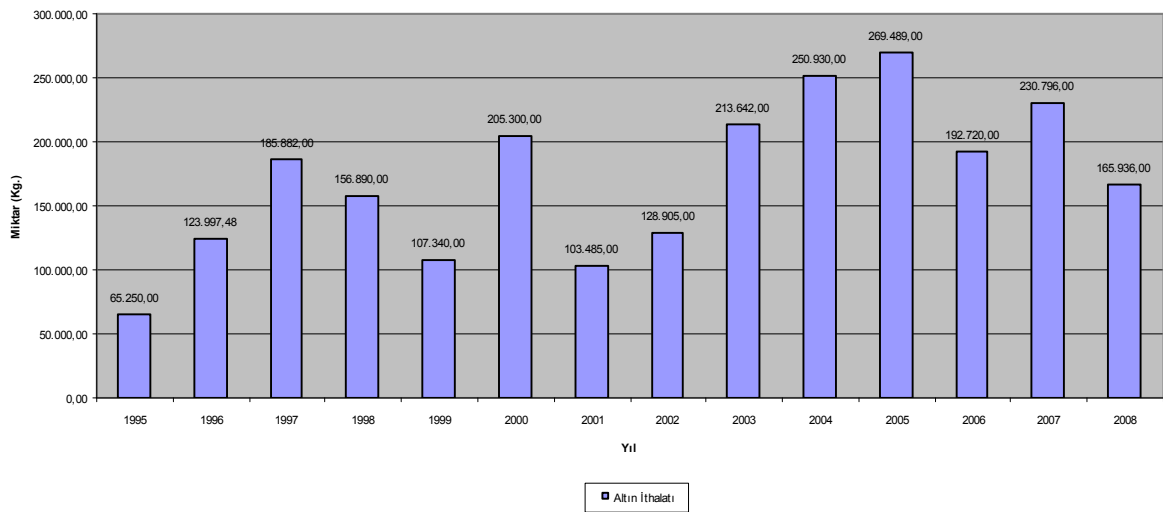
⁷³ Türkiye Ekonomi Bankası, *Gold in Turkey The Jeweller’s Trade*, s.39

⁷⁴ İsmail Yanık, *Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi*, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.42

belgesi almış ve uluslararası anlamda kabul gören bir rafineri durumuna gelmiştir. Bununla birlikte uluslararası anlamda en önemli standart olarak kabul edilen Londra Külçe Piyasası Birliği (LBMA) onayı için başvuruda bulunan rafineri, henüz gerekli onayı alamamıştır. Diğer yandan Türkiye’de yaratılan hurda altın arzının ciddi bir kısmının İstanbul Altın Rafinerisi’nden geçmediği gözlenmektedir. Piyasada toplanan altın daha ufak boyutlu atölye ve imalathanelerde saflaştırılarak kuyumculuk sektörünün kullanabileceği yarı mamul haline getirilmektedir. Bir başka ifadeyle ülkemizde yaratılan hurda altın arzının büyük bir bölümü İstanbul Altın Borsası’ndan geçmeden işleme konu olmaktadır.⁷⁵

3.1.4. Altın İthalatı

Türkiye’deki altın arzının temel kaynağını altın ithalatı oluşturmaktadır. Özellikle 1995 yılında İstanbul Altın Borsası’nın kurulması, önceki dönemlerde altın ithalatı sırasında yaşanan bazı sorunların da ortadan kalkmasını sağlamıştır. Bu anlamda altın ithalatının belirli kurallar çerçevesinde organize bir piyasada yapılmaya başlanması yasadışı yollardan altın girişini de sonlandırmıştır. Günümüzde İAB üyesi kuruluşlar, uluslararası standart ve fiyatlardaki altını borsa kuralları dahilinde ithal edebilmektedir.



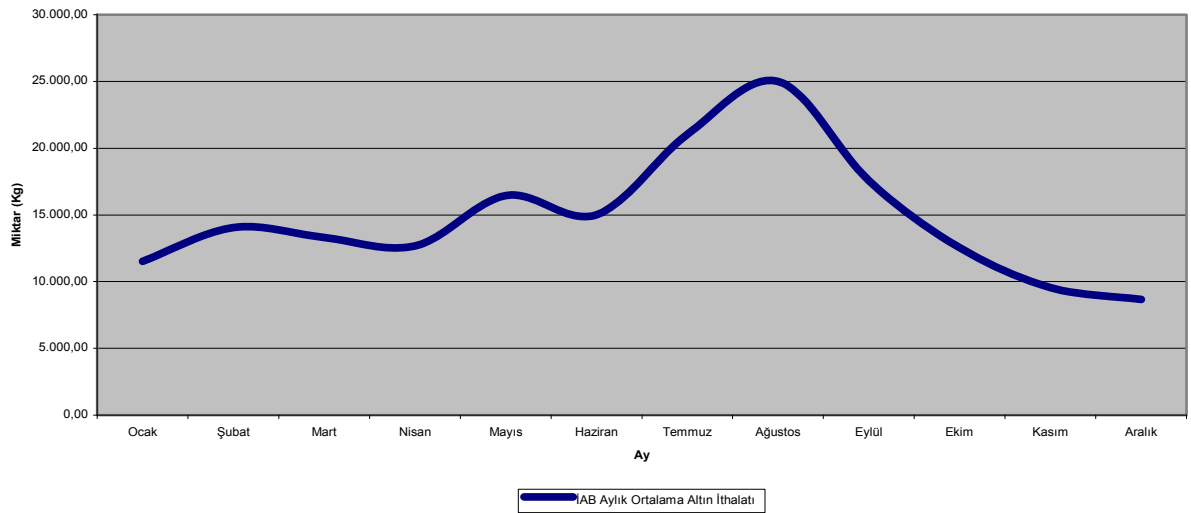
Grafik 11 :1995-2008 Dönemi İAB’da Gerçekleşen Altın İthalatı

Kaynak: İstanbul Altın Borsası, Altın İthalat Verileri, <http://www.iab.gov.tr/Veriler/data/veri021.pdf> (20.05.2009)

⁷⁵ Serdar Çıtak, *Altın(24 Ayar’ın Hikayesi)*, 2. Baskı, İstanbul: Düşüldüzyı Yayınları, 2006, s. 78.

Grafik 11’de 1995 ile 2008 yılları arasında gerçekleştirilen altın ithalatı yıllar itibariyle kilogram bazında gösterilmektedir. Bu süre içerisinde İstanbul Altın Borsası’nda gerçekleştirilen toplam altın ithalatı 2.400.562,48 kilogram, diğer bir ifadeyle 2.400,56 tondur. 1995 yılının Temmuz ayında faaliyete geçen borsa aradan geçen 13,5 senelik dönem içerisinde yıllık olarak ortalama 177,80 ton ithalat hacmine ulaşmıştır. İthalat miktarlarının yıllar itibariyle dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Bu süre içerisinde altın ithalatının en düşük olduğu yıl 103 tonla 2001 yılı olmuştur. Diğer yandan 2005 yılında gerçekleşen 269 tonluk altın ithalatı bu dönemdeki en yüksek miktardır. Söz konusu değerlendirmede 1995 yılı, 6 aylık değerleri yansıttığı için kapsam dışı bırakılmıştır.⁷⁶

Altın ithalatı rakamlarına ilişkin dikkat çekici bir diğer nokta ise 1999, 2001, 2002 ve 2008 yıllarında gerçekleşen ithalat miktarlarının düşük düzeyde seyretmesidir. Bahsi geçen yılların tümü Türkiye’nin iç veya dış kaynaklı ekonomik krizler yaşadığı yıllar olarak göze çarpmaktadır. Bu anlamda ekonomik konjonktür ile altın ithalatı arasında olumlu yönde bir ilişki bulunduğunu söylemek mümkündür.⁷⁷



Grafik 12 : İAB Aylık Ortalama Altın İthalatı (Kg.)

Kaynak: İstanbul Altın Borsası, Altın İthalat Verileri, <http://www.iab.gov.tr/Veriler/data/veri021.pdf> (20.05.2009)

⁷⁶ İstanbul Altın Borsası, Altın İthalat Verileri, <http://www.iab.gov.tr/Veriler/data/veri021.pdf> (20.05.2009)

⁷⁷ Akat, Asaf Savaş, “Altın İthalatı”, **Vatan**.21 Ağustos 2003

Yukarıdaki grafikte İstanbul Altın Borsası'nda gerçekleşen altın ithalatının aylık ortalama bazda dağılımı yer almaktadır. Buna göre altın ithalatının en yoğun gerçekleştiği aylar sırasıyla Ağustos ve Temmuz ayları olarak dikkat çekmektedir. 1995 yılı ile 2008 yılı dönemi verilerine göre Ağustos ayında gerçekleşen ortalama ithalat miktarı 25 tondur. Temmuz ayında oluşan ithalat ortalaması ise 21 ton olarak gerçekleşmiştir. Yine aynı dönemde altın ithalatının en düşük gerçekleştiği aylar ise sırasıyla Aralık ve Kasım ayları olmuştur. Aralık ayı ortalama ithalat rakamı 8,6 tondur. Kasım ayında ise bu rakam 9,5 tondur. Yılın diğer aylarında gerçekleşen ortalama ithalat miktarları 11,5 ton-17,5 ton bandında seyretmektedir.

3.2. Türkiye’de Altın Talebi

Türkiye, sınırlı altın kaynaklara sahip olmasına rağmen altın talebinin en yüksek olduğu dünya ülkelerinden biridir. Bu durumun temelinde Türk halkının altına karşı duyduğu geleneksel ilgi ve güven ile gelişmiş Türk kuyumculuk sektörü bulunmaktadır.

Altının ülkemizde takı olarak kullanımı oldukça yaygındır. Düğün ve sünnet gibi özel günlerde en çok tercih hediyelerin başında gelmektedir. Bununla birlikte altın, bir yatırım aracı olarak da ciddi bir talep görmektedir. Özellikle finans piyasalarındaki yatırım araçları çeşitliliğinin daha az olduğu dönemlerde altın en çok tercih edilen yatırım araçlarından biri olmuştur. Benzer bir şekilde yüksek enflasyonun yaşandığı dönemlerde birikimleri korumanın en önemli araçlarından bir olarak görülmüştür. Geçmiş çok eski dönemlere dayanan kuyumculuk sektörü yurtdışından ithal ettiği altını işleyerek tekrar ihracat konu etmektedir. Türkiye’nin altın mücevherat ihracatı son yıllarda giderek yükselmektedir. Bu anlamda kuyumculuk sektörünün de önemli bir altın talebi bulunmaktadır. Ülkemizdeki altın talebinin en zayıf boyutunu ise endüstriyel talep oluşturmaktadır.

3.2.1. Türkiye’de Mücevher Talebi

Dünyanın genelinde görülen eğilime paralel olarak, ülkemizdeki altın talebinin de en önemli boyutunu mücevher talebi oluşturmaktadır. Kuyumculuk sektörü tarafından talep edilen altın, mücevher haline getirildikten sonra hem iç piyasaya

sunulmakta hem de ihracata konu olmaktadır. Bu anlamda altın mücevher ihracatı ülkemizin önemli ihracat kalemleri arasında yer almakta olup, Türk kuyumculuk sektörü bu alanda dünyanın önde gelen oyuncularında yer almaktadır.

Türkiye iç piyasasında altın mücevher talebinin farklı boyutları bulunmaktadır. Hane halkının altın mücevher talebinde yatırım güdüsü önemli bir rol oynamaktadır. Mücevher olarak alınan altın, hem takı olarak kullanılmakta hem de ekonomik zorluklar karşısında paraya çevrilebilir bir yatırım aracı olarak değerlendirilmektedir. Nitekim ülkemizdeki hurda altın arzının ekonomik kriz dönemlerinde önemli yükselişler göstermesi, bu durumun bir sonucudur. Bu anlamda hane halkının mücevher tercihlerinde düşük işçilik ve yüksek saflık gibi özellikler ön plana çıkmaktadır. Diğer bir yandan ülkemizde altın mücevherin özel günlerde hediye olarak kullanımı da son derece yaygındır. İç piyasanın bir diğer önemli boyutunu ise ülkemize gelen yabancı turistlere gerçekleştirilen altın mücevher satışları oluşturmaktadır. Özellikle turizm sezonunda yabancı turistlere yapılan altın mücevher satışlarının artış gösterdiği bilinmektedir.

3.2.1.1. Türk Kuyumculuğunun Geçmişi

MÖ 4.000 yıllarına kadar uzanan dünya altın üretiminin yanı sıra, Anadolu'nun altın işleme geçmişinin de MÖ 3.000'li yıllara dayanması, ülkemizdeki kuyumculuk sektörünün köklü tarihini ve dolayısıyla da önemini vurgulamaktadır. Bu tarihleri daha geriye götürmek de mümkündür. Alacahöyük'te yapılan arkeolojik kazılarda 5.000 yıllık kuyumcu atölyesi ve el aletleri bulunması sektörün geçmişinin ne kadar eskiye uzandığını göstermektedir.⁷⁸ Sayısız kültür ve uygarlıklara ev sahipliği yapan Anadolu, adeta bir kültür hazinesidir. Üzerinde yaşayıp yok olmuş kültürlerle ait binlerce takı, adak ve süs eşyası kutsal veya sanatsal amaçlı olarak üretilmiş ve bugün tüm dünya müzelerinde paha biçilemeyen eserler olarak sergilenmektedir. Bu eserler altından üretildiği için günümüze kadar aynı güzellikte kalabilmiş, üretildiği veya kullanıldığı dönemlere ışık tutmuştur. Tarih boyunca birçok farklı uygarlık tarafından

⁷⁸ Özbek,Orkun “Kuyumculuk Sektöründe Dünya Lideri Olabiliriz”, İzmir Ticaret Odası, Ar&Ge Bülten,2009, s.11

gerçekleştirilen altın işleme sanatı teknik olarak gelişerek günümüze kadar Anadolu'nun en önemli sanatlarından biri olmuştur.⁷⁹

Türk tarihi açısından bakıldığında da altının ve buna bağlı olarak kuyumculuk geçmişinin çok eski dönemlere uzandığı görülmektedir. Türkler için önemli bir statü sembolü olan altın; savaş malzemeleri, bayraklar, süs eşyalarının yanı sıra sikke basımında da kullanılmıştır. Türkler'in altın işletmeciliği sanatında çok ileri gittikleri, yapılan kazılar neticesinde anlaşılmaktadır. Halen Viyana Kunsts Historican Museum'da sergilenen ve 18 karatlık altından 9. yüzyılda yapıldığı tespit edilen irili ufaklı parçalardan oluşan hazine, Türkler'in kuyumculuk sanatında ne kadar ileri gittiklerinin bir göstergesidir.⁸⁰

Orta Asya'nın göçebe devletlerinden olan Hunlar'a ilişkin ortaya çıkartılan çok sayıda koşum takımları, çadır ve metal kaplar, kabartma tekniğinin çok yoğun kullanıldığı zengin bir kuyumculuğun varlığını gözler önüne sermektedir. Özellikle bu dönemde kullanılan hayvan figürleri, doğal biçimler ve mücadele sahneleri, orta çağdaki batı kuyumculuğunu da etkilemiştir. Türkler'in İslam dinini kabul etmelerinden hemen sonra ve Selçuklu döneminde kuyumculuk, metalden yapılmış günlük eşyaların bezenmesiyle sınırlı kalmıştır. Osmanlı Devleti'nin kurulmasıyla, Anadolu ve Balkanlar'daki madenlerde yoğun bir faaliyet başlamış ve bunun sonucunda Osmanlı devri maden sanatı oldukça gelişmiştir. II.Mehmet ve I.Süleyman gibi padişahlar bile bizzat kuyumculukla uğraşıp çeşitli yapıtlar üretmişlerdir. Osmanlı döneminde, kuyumculukta en yaygın kullanılan malzeme; kolay biçimlendirilmesi, değeri ve rengi nedeniyle altın olmuştur. Bu dönemde yaygın olarak kullanılan diğer malzemeler, yine kolay işlenebilmesi ve daha ucuz olması nedeniyle gümüş ile 19. yüzyıldan itibaren kullanılmaya başlanan platin olmuştur. Osmanlılar özellikle ciltçilikte, hat, minyatür ve kitap süslemelerinde altın varakları ve altın yaldızları büyük bir ustalıkla kullanarak çok değerli ve güzel sanat yapıtları üretmişlerdir. Altın levhalar; kabartma, kazıma, basma ve delme gibi yöntemlerle işlenmiştir. Bununla birlikte değişik bir teknik olan "altınlama tekniği" de sıkça kullanılmıştır. Söz konusu teknik Orta Asya'da ele geçen

⁷⁹ İsmail Yanık, **Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi**, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.51

⁸⁰ İstanbul Altın Borsası Başkanlığı, **İstanbul Altın Borsası ve Kıymetli Madenler Sektörü**, s.4

metal buluntular üzerinde de görülmüştür. Öte yandan dünyanın sayılı hazineleri arasında yer alan Osmanlı Hazinesi altın, gümüş ve kıymetli taşlardan yapılmış çeşitli objelerin yanı sıra padişah haslarından gelen altın sikkeleri de barındırmaktadır. Altın işlemeciliğinde Kapalıçarşı Osmanlı'nın en önemli imalat ve ticaret merkezi olmuştur. Lonca şeklinde örgütlenen Kapalıçarşı'nın günümüz Türkiye'sindeki varlığı ve önemi bu dönemlere dayanmaktadır. İstanbul dışında Van, Diyarbakır, Sivas ve Mardin gibi bölgeler de Osmanlı'nın kuyumculuk alanında öne çıkmış diğer bölgeleri olarak gösterilebilir.⁸¹

Bütün el sanatları gibi altın ve metal işçiliği de 18.yüzyılın sonlarında başlayan sanayi devriminden büyük ölçüde etkilenmiştir. Sanayileşmenin sonucu olarak yeni teknikler gelişmiş ve el işçiliğinin yerini makineler almaya başlamıştır. Bu durum kuyumculuk alanında el sanatının daha az kullanılmasına neden olmuştur.

Orta Asya'dan Osmanlılar'a kadar uzanan zaman diliminde altını yaşamlarından eksik etmeyen, altına bir yandan hükümdarlık, hakimiyet ve soyluluk gibi anlamlar yükleyerek sembolleştiren, bir yandan da sanat ve kültür hayatında altına önemli bir yer veren Türkler, gelenek ve görenekleriyle altın kültürünü nesilden nesile aktarmışlardır.

3.2.1.2. Türk Kuyumculuğunun Yıllar İtibariyle Gelişimi

Cumhuriyet dönemi Türk kuyumculuğunun gelişim süreci, altın ticaretinin serbestleşmesi yolunda atılan adımlara paralel bir seyir izlemiştir. Altın ithalinin ve ihracının yasak olduğu 1980 öncesi dönemde yurt dışından yasal olmayan yollarla yurt içine getirilen altın miktarının sınırlı olması, yine iç pazara yönelik kısıtlı bir üretim sonucunu doğurmuştur. 24 Ocak 1980 kararlarıyla ekonominin tümünde görülmeye başlayan serbestleşme kararları altın ticaretinin de serbestleşmesi yolunu açmıştır. Bu durum altını hammadde olarak kullanan kuyumculuk sektörü için bir dönüm noktası olmuştur. Külçe altın ithalatına 1985 yılında Merkez Bankası nezdinde izin verilmesiyle gelişmeye başlayan kuyumculuk sektörü, 1995 yılında kurulan Altın

⁸¹ Serdar Çıtak, *Altın(24 Ayar'ın Hikayesi)*, 2.Baskı, İstanbul:Düşüldızı Yayınları, 2006, s.32

Borsası ile daha rahat hareket imkanına sahip olmuştur. Bu girişimler kuyumculuk sektörünün altını dünya fiyatlarına paralel bir şekilde alabilmesine imkân sağlamıştır.

Kuyumculuk sektöründe ihracat yasağının 1983 yılında kalkmasından sonra, ihracata yönelik üretim de önem kazanmıştır. 1986 yılına kadar Ortadoğu'ya yönelik çalışan Türkiye, deneyim ve güven kazandıktan sonra kendini ispatlamaya başlamış ve 1987 yılında Amerika pazarına açılmaya başlamıştır. Sektörün ilk büyüme döneminde iç pazarda oluşan talebe cevap vermesi için gerçekleştirdiği üretim, sektörün karşılaştığı ciddi bir krizle sarsılmış, krizden en az zarar ile kurtulabilmek için firmalar ihracata ağırlık vermeye başlamıştır.⁸²

Türkiye 1995 yılında gerçekleştirdiği 110,4 ton düzeyindeki altın mücevherat üretimiyle bu alanda dünyanın en büyük yedinci ülkesi konumuna gelmiştir. Aynı zamanda bir önceki yıla göre göstermiş olduğu %36,8'lik üretim artışıyla önemli bir büyüme yakalamıştır. Buna rağmen Körfez Savaşı öncesi ulaştığı 130,90 tonluk üretimin ve 1994 ekonomik krizi öncesi ulaştığı 126,60 tonluk üretimin gerisinde kalmıştır. 1995 yılında dünyanın en büyük altın mücevherat üreticisi konumundaki İtalya'nın yıllık üretimi 446 ton düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu rakam Türkiye'nin aynı yılda gerçekleştirdiği üretimin yaklaşık olarak 4 katına tekabül etmektedir. Bu dönemde Dünya Altın Konseyi'nin yaptığı araştırmalara göre yurt genelinde 5.000 atölye ve 40.000 dolayında kuyumcu dükkanı bulunmaktaydı. Aynı zamanda kuyumculuk sektörünün yarattığı ortalama istihdamın da 130.000 dolayında olduğu tahmin edilmektedir. Aynı döneme ilişkin söz konusu rakamlar İstanbul Kuyumcular Odası'nın verileriyle farklılık göstermektedir. İstanbul Kuyumcular Odası'nın verilerine göre ülke genelinde bulunan atölye sayısı 6.500 düzeyinde, sektörün yarattığı ortalama istihdam ise 250.000 düzeyindedir. Rakamlardaki bu farklılığa rağmen sektörün 1990'ların başında önemli bir büyüklüğe ulaştığını söylemek mümkündür. Öte yandan, 1985 yılından önceleri kuyumculuk sektöründe eğitime önem verilmez ve işler usta-çırak ilişkisiyle yürürken, 1985 sonrasında durum değişmeye başlamıştır. Muhtelif eğitim

⁸² Orkun Özbek, “Kuyumculuk Sektöründe Dünya Lideri Olabiliriz”, İzmir Ticaret Odası, Ar&Ge Bülten, 2009, s.13

kurumlarında sektörle ilgili bölümlerin açılması ile kaliteli ve eğitimli işgücü sektöre girmeye başlamış, böylece sektördeki nitelikli iş gücünde artış gözlenmiştir.⁸³

Dünya Altın Konseyi'nin verilerine göre 1995 yılında gerçekleştirilen 110,40 tonluk üretimin %10'luk bölümü sektördeki büyük firmalara aracılığıyla direkt ihraç edilmiştir. %45'lik bölüm yabancı turistlerin talepleri doğrultusunda dolaylı olarak yurt dışına çıkmış, geri kalan %45'lik bölüm ise iç piyasaya satılmıştır. Yapılan araştırmalar İstanbul ve İzmir'in hem iç piyasa hem de yabancı turist talebinin yoğunlaştığı merkezler olduğunu ortaya koymuştur. Buna göre Ankara iç pazar talebinin, Antalya ise yabancı turist talebinin yoğun olduğu merkezler olarak dikkat çekmektedir. Yapılan bir diğer araştırma ise Türk altın mücevherat piyasasında yılın farklı dönemlerinde farklı talep koşullarının ortaya çıktığını göstermektedir. Buna göre yılın ilk döneminde iç piyasa mücevher talebinin yoğun olduğu görülürken, turizm sezonun yoğunlaştığı Mayıs-Eylül döneminde ise yabancı turistlerin altın mücevher talebinin yoğun olduğu görülmektedir. Özellikle 1980 sonrası hızlı gelişen turizm sektörü de altın sektörüne doğrudan katkı sağlamıştır. Zengin çeşidi ve rekabetçi fiyatlarıyla Türkiye'ye gelen turistler için Türkiye'den altın takı almak bir alışkanlık halini almıştır.⁸⁴

3.2.1.3. Günümüzde Türk Kuyumculuğu

Kuyumculuk günümüzde Türkiye için çok önemli bir sektör haline gelmiştir. Yerli talebi karşıladığı gibi, Türkiye'nin ihracatında da çok önemli bir yere sahiptir. Türk imalat sektörlerinin en büyükleri arasında yer alan sektör, son yıllarda yakaladığı önemli çıkışla dünya ticaretinde de Türkiye'yi önde gelen ülkeler arasına sokmuştur. Bu anlamda kuyumculuk sektörü, Türkiye'nin global oyuncu olarak kabul edildiği az sayıdaki sektörlerden biri olma özelliğine sahiptir. Bu özelliği dolayısıyla ülke ekonomisine önemli miktarda katkı sağlamaktadır.

Türkiye'de kuyumculuk sektöründe 7.000 civarında atölye, ikisi dünya çapında olmak üzere 100'den fazla fabrika bulunmakta ve buralarda üretilen ürünler 40.000

⁸³ Orkun Özbek, “Kuyumculuk Sektöründe Dünya Lideri Olabiliriz”, İzmir Ticaret Odası, Ar&Ge Bülten, 2009, s.11.

⁸⁴ Türkiye Ekonomi Bankası, *Gold in Turkey The Jeweller's Trade*

civarında satış noktasında pazarlanmaktadır. Sektör, 500.000'den fazla kişiye istihdam olanağı sağlamaktadır.

İstanbul Sanayi Odası'nın açıkladığı “Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Şirketi” araştırmasında, 2006 yılında Altın ve Mücevherat sektöründe faaliyet gösteren 3 firma yer almıştır. Türkiye yıllık 400 ton altın ve 200 ton gümüş işleme kapasitesine sahiptir fakat bu kapasitenin tümü kullanılamamaktadır. Ülkemizde her sene yaklaşık 250–300 ton altın mücevherat üretilmektedir. Altın mücevherat üretim merkezi İstanbul olmakla beraber, Ankara ve İzmir'de de oldukça önemli miktarlarda üretim yapılmaktadır. Doğu ve Güney Doğu Anadolu'daki bazı illerde de üretim mevcuttur.⁸⁵

Türkiye'nin mücevher ihracatı özellikle 1990'lı yıllarda altın ithalatının serbestleştirilmesi, mücevher teknolojisindeki gelişmeler ve modern tasarımların uygulanması ile yükselmeye başlamıştır. Bugün dünya mücevher ticaretinde Türkiye son derece iyi tanınan bir tedarikçi konumunda bulunmaktadır. Türkiye aynı zamanda turistlerin en fazla mücevher satın aldığı ülkelerden birisidir. Her yıl çok sayıda turist Türkiye'den mücevher satın almakta olup bu da mücevher alanında Türkiye'nin bir marka olmasında en önemli unsurlardan birisi olarak kabul edilmektedir.⁸⁶

Türkiye'nin bu alandaki ihracatı yıllar itibariyle yükselen bir seyir göstermektedir. 1992 yılında 12,7 milyon dolar; 1995 yılında ise 55,4 milyon dolar olan altın mücevher ihracatı, sonraki yıllarda sürekli büyüyerek 2007 yılında yaklaşık 1,5 milyar dolar düzeyine yaklaşmıştır. Aşağıdaki tablo altın ihracatımızın yıllara yayılan gelişme çizgisini göstermektedir. Söz konusu rakamlar gümrük kayıtlarındaki resmi verilerden oluşmaktadır. Bunun dışında özellikle bavul ticareti ile komşu ülkelere giden altının ve yurtiçinde turistlere yapılan satışların da önemli döviz girdisi sağlamakta olduğu düşünülünce, kuyumculuk sektörünün ülkemize yıllık olarak yaklaşık 3,5 milyar dolar düzeyinde döviz girişi yarattığı tahmin edilmektedir.⁸⁷

⁸⁵ Banu Bektaş, “Altın Mücevherat”, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Ankara, 2008, s.2.

⁸⁶ Birsan Yılmaz, “Altın Mücevherat”, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Ankara, 2006, s.3

⁸⁷ Orkun Özbek, “Kuyumculuk Sektöründe Dünya Lideri Olabiliriz”, İzmir Ticaret Odası, Ar&Ge Bülten, 2009, s.12

Tablo 7 : Türkiye Mücevher İhracatı

Yıl	İhracat (Milyon USD)
1997	160,70
1998	207,20
1999	285,20
2000	384,20
2001	430,70
2002	567,50
2003	707,80
2004	931,90
2005	1.127,10
2006	1.094,80
2007	1.489,70

Kaynak : Bektaş,Banu. “Altın Mücevherat”, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi,Ankara,2008

İhracat yapılan ülkelerde ağırlık Birleşik Arap Emirlikleri, ABD ve Rusya olmasına karşın, Türkiye 2008 yılında 98 farklı ülkeye altın mücevherat ihracatı gerçekleştirmiştir. Dolayısıyla bu alanda önemli bir pazar çeşitliliğine sahiptir. Diğer önemli ihracat pazarlarımız Almanya ve İtalya’dır. Görüldüğü gibi sektör gösterdiği gelişme ve rekabetçi fiyatlarıyla İtalya gibi dünya altın mücevher ticaretinde marka konumunda olan bir ülkeye de ihracat yapabilir bir konuma gelmiştir. İhracattaki ilk on ülke toplam ihracatın %70’ine yakın bir bölümünü oluşturmaktadır.

Türkiye, aynı zamanda dünya altın mücevherat üretiminde dünyanın ilk 5 ülkesi arasındaki yerini sürekli yükseltmektedir. 2007 yılı sonundaki verilere göre altın mücevherat üretiminde İtalya’yı geçerek Hindistan’ın ardından ikinci sıraya çıkmıştır. Uluslararası pazarda Çin, Hindistan gibi güçlenen piyasaların bulunduğu ciddi bir rekabet söz konusudur. Buna rağmen, Türkiye dünyanın önemli altın üreticileri arasında yer almamasına rağmen dünyada altın takı denildiğinde ilk akla gelen ülkelerden biridir. Türkiye bu konumunu koruyabilmek ve güçlendirebilmek açısından önemli pazarlama faaliyetleri yürütmektedir. Türkiye’de senede dört adet mücevher fuarı düzenlenmektedir. Bu fuarlar Antalya Yerel Mücevher ve Saat Fuarı, Gold Ankara Fuarı, Çukurova Alın ve Mücevherat Fuarı ve İstanbul Uluslararası Saat, Mücevher ve Takı Fuarı’dır. İstanbul’daki fuar senede iki defa düzenlenmektedir. Dünyada ise yılın farklı zamanlarında çeşitli altın, mücevher ve kıymetli taş sektörlerine ait fuarlar

düzenlenmektedir. Bunlardan bazıları Dubai Uluslararası Saat ve Mücevher Fuarı, Hindistan Kıymetli Taş ve Mücevher Fuarı, İtalya Uluslararası Altın Mücevherat Fuarı, Londra Uluslararası Mücevher Fuarı, Singapur Uluslararası Mücevher Fuarı, Hong Kong Uluslararası Mücevher Üreticileri Fuarıdır. Üretici ve ihracatçı firmalarımız söz konusu fuarlara hemen her sene katılım sağlamaktadır. Bununla birlikte sektör temsilcilerimiz, dünyanın birçok farklı ülkesinde ve bölgesinde iletişim büroları açarak uluslararası rekabet gücümüzü arttırmaya çalışmaktadır.⁸⁸

Ülkemizde altın mücevherat ihracatının yanı sıra, önemli bir miktarda altın mücevherat ithalatı da gerçekleşmektedir. Altın mücevherat ithalatı 2007 yılında 369,1 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. İthalat yapılan başlıca ülkeler, İtalya, Birleşik Arap Emirlikleri, ABD, Çin, Hong Kong ve Güney Kore Cumhuriyeti'dir.

Tablo 8 : Türkiye Mücevher İthalatı

Yıl	İthalat(Milyon USD)
2003	93,30
2004	135,20
2005	173,60
2006	234,70
2007	369,10

Kaynak : Bektaş,Banu. “Altın Mücevherat”, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi,Ankara,2008

3.2.2. Türkiye’de Yatırım Talebi

Türk insanının klasik yatırım aracı olan altın, düğün ve sünnetlerde takı aracı, parasal birikimlerde yatırım ve güvence aracı olarak talep edilmektedir. 1990 yılında Dünya Altın Konseyi’nin gerçekleştirdiği bir araştırmaya göre Türk halkının %30’luk bölümünün tercih ettiği ilk yatırım aracı altındır.⁸⁹ Diğer yatırım araçlarının gelişemediği veya erişilir olmadığı 1980’li yıllara kadar altın, Türk halkı için en önde gelen yatırım aracı olarak dikkat çekmektedir.

⁸⁸ Banu Bektaş, “Altın Mücevherat”, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi,Ankara,2008,s.4.

⁸⁹ Türkiye Ekonomi Bankası,Gold in Turkey The Jeweller’s Trade,s.68

Kısa bir süre öncesine yatırımlarının büyük bir bölümün altın ve gayrimenkul tercihleri arasında yönlendiren Türk halkı, hızla gelişen finans piyasası sayesinde farklı yatırım araçları arasında seçim yapabilme şansına kavuşmuştur. Özellikle uygulamaya konulan politikaların da etkisiyle dövize talebin artması ve vadeli mevduat hesaplarına uygulanan faiz oranlarının yükseltilmesiyle yatırım tercihlerinin farklılaştığını söylemek mümkündür. Buna rağmen Türk halkının altın yatırımlarına olan talebinin halen önemli bir boyutta olduğu ve geleneksel bir yapı sergilediği görülmektedir.

Diğer yatırım araçlarından farklı olarak altının halk arasında farklı bir güvenilirliği söz konusudur. Bu durumun en temel nedeni altının hiçbir kurum ya da ülkenin yükümlüğü olmamasıdır. Diğer bir deyişle Türkiye'de devletin fiyatına müdahale edemediği tek yatırım aracı altındır. Günümüzde en güvenilir yatırım araçlarından biri olarak nitelendirebileceğimiz devlet tahvilleri ve hazine bonoları dahi ne kadar asgari düzeyde olursa olsun, ülke riskini barındırırlar. Bununla birlikte altının istenildiği an paraya çevrilebilmesi, diğer bir deyişle likit bir varlık olması yatırım tercihlerinde sıklıkla kullanılmasının nedenlerinden bir diğeridir.

Türkiye'de hane halkının elinde bulunan ve “yastık altı” olarak tabir edilen altın stokunun 5.000 ton düzeyinde olduğu tahmin edilmektedir.⁹⁰ Atıl duran söz konusu altın miktarının ekonomiye kazandırılması ülkemizde her zaman için tartışılan bir konu olmuş, bu yönde bazı çalışmalar yapılmıştır. Örneğin Turgut Özal döneminde altın sertifikası çıkarılması suretiyle, devletin altın cinsinden borçlanması düşünülmüştür. Toplanan altınların standart külçe haline getirilerek dövize dönüştürülüp Türkiye'nin ihtiyacı olan kaynak ihtiyacı sağlanması hedeflenmiştir. Buna rağmen söz konusu plan uygulama aşamasına geçmemiştir.⁹¹

Ülkemizdeki altın yatırımlarının olumsuz bir boyutunu yatırımcıların taşıdığı kur riski oluşturmaktadır. Altının fiyatı dış piyasalarda belirlendiğinden ve ithali dolarla

⁹⁰ Bektaş,Banu. “Altın Mücevherat”, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi,Ankara,2008,s.9

⁹¹ Ercan Kumcu, “Altın Ekonomiye Nasıl Kazandırılır”, *Hürriyet*.30 Mart 2000

yapıldığından, altın yatırımları kur riski içermektedir. Bu anlamda altın fiyatının yanında USD/TL paritesi de önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.⁹²

3.2.2.1. Türkiye’de Altın Yatırımlarının Getirisi

Türkiye’de başlıca sermaye piyasası araçları kamu kesimi tarafından ihraç edilen hazine bonosu, devlet tahvilleri ve bunlara bağlı olarak yapılan repo-ters repo işlemleri ile hisse senetleridir. Yatırımcılar; tahvil-bono, repo, mevduat, hisse senedi, yatırım fonları, döviz cinsinden yatırımlar ve altın alternatifleri arasında tercih yapmaktadır. Aşağıdaki tabloda ülkemizde bulunan yatırım araçlarının 2007 ve 2008 yılı getirileri gösterilmektedir. Ülkemiz sermaye piyasasında bulunan yatırım fonlarının sayısının 300’den fazla olması nedeniyle söz konusu listede yatırım fonları bulunmamaktadır. Bununla birlikte vadeli işlemlere dayalı yatırım araçlarının da henüz yeterince kullanılmaması nedeniyle bu araçlar da kapsam dışı bırakılmıştır.

Aşağıdaki tabloda yer alan getiriler hesaplanırken;

-İMKB-100 endeksinin yıl sonu değerleri kullanılmıştır.

-ABD doları ve Euro değerleri, TCMB tarafından açıklanan yıl sonu döviz alış kurlarıdır.

-Altın fiyatları için İstanbul Altın Borsası günlük ağırlıklı ortalama TL/kg. fiyatları esas alınmıştır.

-TL mevduat getirileri için TCMB veri bankasından alınan ortalama faiz oranları verisi kullanılmıştır. Dönem başında yapılan 1 ay, 3 ay ve 12 aylık mevduatın, geri dönüşünde anapara ve faiziyle beraber aynı vadeyle tekrarlandığı varsayımı yapılmıştır.

- Hazine bonosu getirileri için Hazine Müsteşarlığından alınan iskontolu ihale faiz oranları kullanılmıştır. Yatırımcının dönem başında 180 gün civarı vadeli bono aldığı, itfa tarihinde faiz ve anapara toplamıyla yine benzer vadede bir bonoya yatırım yaptığı varsayılmıştır.

⁹² Abdurrahman Yıldırım, “Altın Artık Eski Altın Değil Çifte Risk ile Ayarı Bozulmuş”, **Sabah**. 7 Ocak 2005

Hesaplamalar sonucunda elde edilen nominal getirilerin reel getirilere çekilmesi için ise Türkiye İstatistik Kurumu tarafından açıklanan 2003 bazlı Tüketici Fiyat Endeksi(TÜFE) kullanılmıştır. Buna göre TÜFE endeks değer artışı 2008 yılı için %10,1 ve 2007 yılı için %8,4 olarak dikkate alınmıştır.⁹³

Bununla birlikte hesaplanan repo, mevduat ve hazine bonosu getirilerinde yatırımcılardan kesilen stopaj tutarları dikkate alınmıştır. Hisse senedi kazançları için stopaj oranının 2008 yılı itibariyle 0'a indirilmesi nedeniyle, hisse senetlerine ilişkin getirilerde stopaj kesintisi bulunmamaktadır.

Tablo 9 : Türkiye'deki Başlıca Yatırım Araçlarının Getirileri

Yatırım Türü	2008		2007	
	Nominal Getiri (%)	Reel Getiri (%)	Nominal Getiri (%)	Reel Getiri (%)
1 ay DTH (Dolar)	39,40	26,70	-12,70	-19,50
1 yıl DTH (Dolar)	39,40	26,70	-12,30	-19,10
3 ay DTH (Dolar)	39,10	26,40	-12,70	-19,50
Altın	36,10	23,70	7,60	-0,70
1 ay DTH (Euro)	32,60	20,50	-3,60	-11,10
3 ay DTH (Euro)	32,10	20,00	-3,60	-11,00
1 yıl DTH (Euro)	31,70	19,70	-3,10	-10,60
Dolar	31,30	19,30	-17,50	-23,90
Euro	25,00	13,60	-7,90	-15,00
1 ay TL mevduat	21,10	10,00	21,00	11,60
3 ay TL mevduat	20,20	9,20	21,10	11,70
1 yıl TL mevduat	17,90	7,10	20,20	10,90
6 aylık bono	15,90	5,30	16,60	7,50
Gecelik repo	14,60	4,10	15,90	6,90
İMKB-100	-51,60	-56,10	42,00	31,00

Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, Türkiye Sermaye Piyasası, İstanbul, 2008

Tablo 9.da yer alan sonuçlara 2007 yılında altın yatırımlarının nominal getirisi %7,60 düzeyindedir. Buna rağmen 2007 yılı enflasyon oranı dikkate alındığında, altın yatırımlarının reel getirisi % -0,70 olmuştur. Diğer bir ifadeyle altın yatırımı reel olarak zarara neden olmuştur. Bu durumun temelinde altın yatırımlarının taşıdığı kur riski yatmaktadır. 2007 yılı altın fiyatlarının önemli yükselişler yaşadığı bir yıl olmuştur. Bununla birlikte tabloda yer altın fiyatları TL bazlı olduğu için, kurda yaşanan ters

⁹³ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, Türkiye Sermaye Piyasası, İstanbul, 2008, s.50

yönlü hareketlerin olumsuz etkisi fiyatlara yansımıştır. 2008 yılına gelindiğinde ise altın yatırımları nominal bazda %36,10, reel bazda ise %23,70'lik bir getiri sağlamıştır.

3.2.2.2. Türk Finans Sisteminde Altına Dayalı Yatırım Araçları

Türkiye'deki altın yatırımcısının önünde farklı ürün seçenekleri bulunmaktadır. Bu seçeneklerin en başında Cumhuriyet Altını ve külçe altın gibi fiziki yatırım araçları gelmektedir. Kaydi altın yatırımları olarak nitelendirebileceğimiz diğer bir grupta ise türev ürünler, altın depo hesapları, altın bonoları ve yatırım fonları gibi araçlar bulunmaktadır. Bahsi geçen altına dayalı yatırım araçlarının bir kısmı henüz uygulama aşamasına geçememiştir. Bununla birlikte yatırım fonları gibi yeni olarak nitelendirilebilecek araçlar da kısa sürede önemli gelişmeler kaydetmiştir.

3.2.2.2.1. Altın Paralar

Ülkemizde altın yatırımlarının daha çok fiziki altına sahip olunması şeklinde gerçekleştirildiği bilinmektedir. Bu anlamda altın paralar, Türkiye altın piyasasının en önemli yatırım araçları arasında yer almaktadır. Türkiye, dünyada en çok altın paranın basıldığı ülkeler sıralamasında en üst sırada yer almaktadır. Günümüzde dünyada yıllık ortalama 120-130 ton civarında altın para olarak basılmaktadır. Bu miktarın yarısına yakını ise, Türkiye'de Darphane tarafından basılan Cumhuriyet altınları oluşturmaktadır.⁹⁴ Cumhuriyet altınları çok düşük bir marjla alınıp satılmakta ve önemli bir yatırım aracı olarak kullanılmaktadır. Aynı zamanda düğün, sünnet gibi özel günlerde hediye amaçlı olarak sıklıkla tercih edilmektedir. Özellikle toplumun farklı sosyo-ekonomik kesimleri arasında ortak kabul görmüş olmaları nedeniyle toplum genelinde çok yaygın bir kullanıma sahiptir. Aşağıda yer alan Tablo 10'da altın para basımında kullanılan altın miktarı yıllar bazında gösterilmektedir.

⁹⁴İsmail Yanık, *Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi*, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008, s.30.

Tablo 10 : Türkiye’de Altın Para Basımında Kullanılan Altın Miktarı

Yıl	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Miktar(Ton)	29,50	26,60	30,20	47,20	47,00	52,00	62,00

Kaynak: İsmail Yanık, Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı
İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.29

2006 yılında dünya genelinde para basımı için kullanılan toplam altın miktarı 128,5 tondur. Türkiye’de para basımı için kullanılan 62 ton altın, dünya genelinde kullanılan toplam miktarın yarısına yakın bir bölümünü oluşturmaktadır. 2006 yılında Türkiye’nin en yakın rakibi 27,5 tonluk altın kullanımıyla ABD olmuştur. Benzer bir durum tabloda yer alan diğer yıllar için de söz konusudur. Türkiye altın para basımında dünyanın lider ülkesi konumundadır.

Türkiye’de kullanılan altın para olan Cumhuriyet Altını, devlet güvencesi altında sadece Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü tarafından basılabilmektedir. Değişik boyut ve ağırlıkları olan para 22 ayardır. Meskûk ve ziynet olmak üzere iki türü bulunmaktadır. Meskûk altın, halk arasında Ata Altını olarak da bilinmektedir. Gerek Meskûk altının ve gerekse Ziynet altınının ağırlığa göre beş türü bulunmaktadır. Cumhuriyet altınlarının basılması ve özellikleri Türkiye Büyük Millet Meclisi’nin 1738 sayılı Kararı’na dayanmaktadır. 234 sayılı KHK’nin 2/b maddesi uyarınca Cumhuriyet Altınlarının basılması Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü’nün görevidir.⁹⁵ Cumhuriyet altınlarının özellikleri şöyledir:

Tablo 11 : Cumhuriyet Altını’nın Özellikleri

Grubu	Cinsi	Normal (gr.)	Minimum (gr.)	Maksimum (gr.)
Ziynet	25	1,754	1,747	1,761
22 ayar	50	3,508	3,494	3,522
22 ayar	100	7,016	6,988	7,044
22 ayar	250	17,54	17,47	17,61
22 ayar	500	35,08	34,94	35,22
Meskûk	25	1,804	1,8	1,808
22 ayar	50	3,608	3,601	3,615
22 ayar	100	7,216	7,202	7,23
22 ayar	250	18,041	18,004	18,076
22 ayar	500	36,08	36,008	36,152

Kaynak: Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, www.darphane.gov.tr/dizayn-cumaltin.htm (23.04.2009)

⁹⁵ Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, <http://www.darphane.gov.tr/dizayn-cumaltin.htm>, (22.03.2009)

3.2.2.2.2. Külçe Altın

Ülkemizdeki fiziki altın yatırımlarının diğer önde gelen araçlarından bir diğeri de külçe altınlardır. Geçmiş çok eskiye dayanmamakla birlikte başta İstanbul Altın Rafinerisi olmak üzere üç farklı kurumun piyasaya sürdüğü külçe altınlar, yatırımcılar tarafından talep görmektedir. 1 gramdan 100 grama kadar değişen ağırlıklarda üretilen külçeler, bu anlamda küçük yatırımcılara hitap eden alternatif bir fiziki altın yatırım aracı niteliğindedir. Üretilen külçeler 24 ayar ya da 995 milyem saflığında olup sertifika ile garantilenmiştir. Türkiye genelindeki sarraf, kuyumcu ve döviz büfelerinde alım-satımına konu olabilmektedir. Aynı zamanda ülkemizde yeniden düzenlenen altın depo hesaplarına konu olması da düşünülmektedir. Külçe altınların olumsuz yönleri arasında alım-satım arasındaki fiyat farklılıkları ile fiziki altını saklamanın getirmiş olduğu ek riskler örnek olarak gösterilebilir.⁹⁶

3.2.2.2.3. Altın Bonoları

Sermaye Piyasası Kurulu'nun, Seri:III-No:26 "Altın, Gümüş ve Platin Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği" 26/12/2001 tarih ve 24622 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Söz konusu tebliğ, kıymetli madenlerin menkul kıymetleştirmesine ilişkin ilk örnek olarak mevzuatımızda yer alması bakımından büyük bir önem arz etmektedir. İlerleyen dönemde söz konusu tebliğ yürürlükten kaldırılmış, kıymetli madenlere dayalı bonoların düzenlenmesi 21/01/2009 tarihli ve 27117 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "(Seri: II, No: 22) Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" ile düzenlenmiştir. Buna göre tebliğin "Altın, Gümüş ve Platin Bonoları" başlıklı 56. maddesinde yer alan düzenlemeler şu şekildedir:

(1) Altın, gümüş ve platin bonoları, İAB üyesi bankalar ile kıymetli maden aracı kurumlarının belli miktarda kıymetli maden cinsinden ihraç ederek iskontolu veya iskontosuz olarak sattıkları menkul kıymettir.

(2) Altın, gümüş ve platin bonolarının vadesi 60 günden az 360 günden fazla olamaz.

⁹⁶ İstanbul Altın Rafinerisi, Gram Altın, <http://www.iar.com.tr> (20.03.2009)

(3) Halka arz edilmek suretiyle ve iskonto esasına göre satışa sunulan altın, gümüş ve platin bonolarının satışında uygulanacak vadeye uygun iskonto oranları yıllık bazda hesaplanarak, satışın yapılacağı yerlerde satış süresi içerisinde ihraççı tarafından duyurulur.

(4) Altın, gümüş ve platin bonolarının satış bedeli, esasları izahname ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla, Türk Lirası, döviz veya kıymetli maden olarak tahsil edilir.

(5) Altın, gümüş ve platin bonolarına ilişkin ödemeler, esasları izahname ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla, kıymetli madenin borsasında oluşan ağırlıklı ortalama fiyatı esas alınarak, Türk Lirası veya ödeme tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından ilan edilen gösterge niteliğinde döviz satış kuru kullanılmak suretiyle, döviz cinsinden ya da ihraç sırasında fiziki teslim öngörülmüşse kıymetli maden cinsinden aracı kuruluş vasıtasıyla yapılır.

Tebliğ'e göre Altın, Gümüş ve Platin Bonoları ihraç yetkisi sadece İstanbul Altın Borsası üyesi bankalara ve kıymetli maden aracı kurumlarına tanınmıştır. Bu bonolar, belli miktarda kıymetli maden cinsinden düzenlenip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç edilebilecek olan menkul kıymet niteliğindeki evraktır. İhraççıların altın, gümüş ve platin bonolarının Kurul kaydına alınmasına, ihracına, halka arz ve satışına ilişkin esasları düzenleyen söz konusu Tebliğ'e göre, iskontolu veya iskontosuz satılabilecek olan bonoların vadesi 60 günden az, 360 günden fazla olmamak üzere 30 gün veya katları olarak ihraççı tarafından ihraç sırasında belirlenecektir. Bonoların satış bedellerinin ve ödemelerin Türk Lirası, döviz veya kıymetli maden olarak yapılabilmesi mümkün olup, bu husus ihraççıları tarafından belirlenecektir. Bonoların ikinci el piyasa işlemleri, İstanbul Altın Borsası'nda gerçekleştirilecektir.⁹⁷

Genel hatlarıyla Türk halkının elinde atıl olarak duran altın birikimlerini sermaye piyasasına kazandırmak amacını taşıyan araçlardan biri olan kıymetli maden bonolarının ülkemizde herhangi bir uygulaması söz konusu olmamıştır.

⁹⁷ İstanbul Altın Borsası, Genel Mektup No:22-1, İstanbul, 2001

3.2.2.2.4. Altına Dayalı Yatırım Fonları

Menkul kıymetlere yatırım yapmak bilgi ve uzmanlık gerektirmektedir. Bu nedenle sermaye piyasasında kollektif yatırım kuruluşları olarak adlandırılan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları oluşturulmuştur. Bir tüzel kişilik tarafından bir sözleşme çerçevesinde kurulan yatırım fonları, halktan topladıkları paralar karşılığında hisse senedi ve tahvil gibi sermaye piyasası araçları ile kıymetli madenlerden oluşan portföyleri yönetirler. 2008 sonu itibariyle Türkiye’de çeşitli aracı kuruluşlarca kurulmuş 122 adet A tipi ve 200 adet B tipi yatırım fonu bulunmaktadır. Bununla birlikte borsa yatırım fonları olarak adlandırılan ve İMKB’de hisse senedi gibi işlem görmek üzere geliştirilen yatırım fonları da mevcuttur. Nisan 2004’te SPK’nın yayınladığı bir tebliğle hukuki çerçevesi çizilen borsa yatırım fonlarının ilk örneği Ocak 2005’te İMKB’de halka arz edilmiştir. 2008 yılında da ihraç edilen bir adet borsa yatırım fonu ile birlikte 2008 sonu itibariyle işlem gören borsa yatırım fonu sayısı 9’a ulaşmıştır.⁹⁸

Ülkemizde altına dayalı yatırım fonlarının oluşturulması, söz konusu araçların dünyadaki gelişimine paralel olarak henüz yeni sayılabilecek bir uygulamadır. Altın yatırımlarının, yatırım fonları aracılığıyla kaydi bir biçimde yapılması, yatırımcılara çeşitli avantajlar sağlamaktadır. Bunlardan en önemlisi fiziki altını bulundurmanın getirdiği çalınma ve kaybolma gibi riskleri ortadan kaldırmasıdır. Bu anlamda yatırımcıların altını saklama, taşıma ve sigortalama gibi ek maliyetleri de ortadan kalkmaktadır. Bununla birlikte fiziki altın yatırım araçlarında söz konusu olan yüksek alım-satım fiyat aralıkları yatırım fonları için daha düşük seviyelerde olup, işçilik gibi ek maliyet unsurları da bulunmamaktadır. Ülkemizde 2009 yılı itibariyle altına dayalı 7 adet yatırım fonu bulunmaktadır. Söz konusu yatırım fonları Borsa Yatırım Fonları, B Tipi ve A tipi fonlar olmak üzere üç ayrı başlık altında incelenecektir.

⁹⁸Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, *Türkiye Sermaye Piyasası*, İstanbul, 2008, s.72

a) Borsa Yatırım Fonları

Altına dayalı borsa yatırım fonları dünya finans piyasalarında yeni olarak nitelendirilebilecek yatırım araçlarından biridir. Son yıllarda dünya genelinde çok sayıda altına dayalı borsa yatırım fonu kurulmuştur. Söz konusu fonlar, altına yatırım yapmak isteyen yatırımcıların fiziki altın yatırımlarının taşıdığı riskleri taşımamalarına olanak vermektedir.

Ülkemizdeki altına dayalı ilk borsa yatırım fonu 28 Eylül 2006 tarihinde Finansbank tarafından GOLDIST adıyla oluşturulmuştur. GOLDIST yatırımcılara İstanbul Menkul Kıymetler Borsa'sında dünya altın fiyatı üzerinden altın alım ve satım imkanı sunmaktadır. Fiyat oluşumu, uluslararası piyasalarda oluşan ABD Doları cinsinden altın fiyatının, Türkiye'deki bankalararası piyasada gerçekleşen en iyi alım satım kuru ortalamasından TL'ye çevrilmesi ile gerçekleşmektedir. Külçe altına gram bazında yatırım yapma imkanı sunan fonda, 1 pay 0,98 gram altın içermektedir. Yatırımcıların pay karşılığı almış oldukları altın İstanbul Altın Borsa'sında yatırımcılar adına fiziki olarak saklanmaktadır. Fon payları ise Merkezi Kayıt Kuruluşu(MKK) güvencesinde yatırımcı adına açılmış hesaplarda saklanmaktadır. Yatırımcılar talep etmeleri halinde en az 100,000 pay ve katları karşılığındaki altını fiziki olarak teslim alabilmektedir. Bununla birlikte asgari teslim miktarının yüksek olması nedeniyle yatırımcıların altını fiziki olarak teslim almaları pratikte mümkün olmamaktadır.

GOLDIST işlemlerinin yapılabilmesi için İMKB üyesi banka veya aracı kurumlarda hesap açılması gerekmektedir. Alım satım işlemleri hisse senedi işlemlerindeki gibi en az 1 lot olarak gerçekleştirilmekte ve herhangi bir üst limit sınırlaması bulunmamaktadır. Yine hisse senetlerinde olduğu gibi borsa bünyesinde alım-satım konu olan yatırım fonlarının takas süresi de T+2 olarak belirlenmiştir.⁹⁹

⁹⁹ Goldist İstanbul Altın Borsa Yatırım Fonu, <http://www.gldtr.com> (20.02.2009)

Tablo 12 : Goldist Borsa Yatırım Fonu Temel Özellikleri

FON BİLGİLERİ	
Fonun Adı	İstanbul GOLD B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu
Baz Alınan Endeks	İstanbul GOLD Altın Borsa Yatırım Fonu Endeksi
Halka Arz Tarihi	2006 Eylül
Lot Büyüklüğü	1 Pay = 0,98 Gram Altın
Güniçi Gösterge Değer	1 gram altın fiyatı
GGD Yayınlanma Sıklığı	1 Dakika
Baz Fiyatı	Uluslararası Altın Ons Fiyatı
Saklama Kuruluşu	İstanbul Altın Borsası
İşlem Kodu	GLDTR
Yıllık Yönetim Ücreti	%0.47

Kaynak : Goldist İstanbul Altın Borsa Yatırım Fonu, <http://www.gldtr.com> (20.02.2009)

Şubat 2009 tarihi itibariyle GOLDIST fonunun toplam büyüklüğü 1.436 kilogramdır. Fon borsada “GLDTR” koduyla işlem görmekte olup fon katılımcılarının senelik fon yönetim ücreti olarak ödediği tutar %0,47 olarak belirlenmiştir. Fon fiyatının tespit edilmesinde kullanılan gösterge değer olan altının TL karşılığındaki fiyatı her dakika güncellenmektedir. Bu anlamda uluslararası altın fiyatları ile kur hareketlerindeki değişiklikler gerçek zamanlı olarak yansıtılmaktadır.

b) B Tipi Altın Fonları

2009 yılının Ocak ayı itibariyle ülkemizde altına dayalı 5 adet B tipi yatırım fonu bulunmaktadır. Bilindiği gibi tanım olarak fon portföyünün en az % 51’ini devamlı olarak ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar “Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu” olarak adlandırılmaktadır. B Tipi Altın Fonları ise bu sınıflandırma dahilinde yer almakta olup, portföyünde devamlı olarak minimum % 51 oranında altın bulundurmaktadır. Altına yatırım yapmak ve altın getirisinden faydalanmak isteyen yatırımcılar için alternatif yatırım araçlarından biridir. Bununla birlikte bu tip fonların portföyünde %49 oranına kadar altın dışı varlıklar da bulunabilmektedir. Ülkemiz sermaye piyasalarında bulunan B Tipi Altın fonları şunlardır:¹⁰⁰

¹⁰⁰ Sermaye Piyasası Kurulu e-Veri Bankası, **Yatırım Fonları**, <http://www.spk.gov.tr/apps/e-veri/index.aspx> (30.04.2008)

- Akbank T.A.Ş. B Tipi Altın Fonu
- Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Altın Fon
- Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonu
- T.Garanti Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonu
- HSBC Yatırım B Tipi Altın Fonu

c) A Tipi Altın Fonları

Ülkemiz sermaye piyasasında işlem gören altına dayalı yatırım fonları içinde, A tipi fon sınıfında yer alan 1 adet yatırım fonu bulunmaktadır. Tam adı “Bizim Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Altın Ve Enerji Karma Fonu” olan fonun en az %35’i hisse senedinden ve en az %35’i de altından oluşmaktadır. Fon portföyündeki altın oranının üst limiti gerek altın, gerekse hisse senedi piyasasındaki beklentiler doğrultusunda %65 olarak belirlenmiştir. Ağırlıklı olarak altın fiyatlarındaki yükseliş beklentisinden yararlanmayı amaçlayan fon, enerji sektöründeki büyüme beklentisine paralel olarak, portföyünün en az %35’ini oluşturacak olan hisse senetlerini büyük ölçüde enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin arasından seçmeyi ilke olarak benimsemiştir.

Altın ve Enerji Karma Fonu altın alım-satım işlemlerini İstanbul Altın Borsası’nda gerçekleştirmekte, fonun yatırımcıları adına aldığı altının saklaması da yine Takasbank ve İstanbul Altın Borsası’nın güvencesinde yapılmaktadır.¹⁰¹

Bu anlamda %100 olarak altına dayalı bir yatırım aracı olmamasına rağmen, ülkemiz sermaye piyasasında bulunan altına dayalı kaydi yatırım araçları arasında önemli bir alternatif teşkil etmektedir.

3.2.2.2.5. Altın Depo Hesapları

Türk Sermaye Piyasası mevzuatında kıymetli madenler üzerinden banka hesabı açılabilmesini sağlayan ilk düzenleme 16 Mayıs 2000 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan 2000-32/35 sayılı tebliğdir. Ülkemizde bu kapsamda çeşitli uygulamalar

¹⁰¹ Bizim Menkul Değerler, Yatırım Fonları, http://www.bmd.com.tr/yatirim_fonlari.aspx#altin_enerji (21.02.2009)

geliştirilmeye çalışılmışsa da yaşanan teknik zorluklar nedeniyle başarıya ulaşılamamıştır. Özellikle Toprakbank tarafından şubelerde eksper bulundurularak altın mevduatı toplanmasına çalışılmış fakat tasarrufların küçük miktarlarda ve standart dışı olması bu uygulamanın başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olmuştur.¹⁰²

2000-32/35 sayılı tebliğ 2008 yılında yürürlükten kaldırılmış ve yerini 2008-32/35 sayılı tebliğe bırakmıştır. Bu tebliğde de bir öncekinde olduğu gibi bankalarca altın, gümüş ve platin depo hesabı açılmasına, ilişkin usul ve esaslar belirlenmiştir. Tebliğ hükümleri çerçevesinde; bankalar Türkiye’de ve yurt dışında yerleşik gerçek ve tüzel kişiler adına vadeli veya vadesiz olarak altın, gümüş ve platin depo hesabı açabileceklerdir. Altın, gümüş ve platin depo hesapları, en az 995/1000 saflıkta altın, 99.9/100 saflıkta gümüş ve 99.95/100 saflıkta platinin teslimi veya bankaca satışının yapılması suretiyle açılacaktır. Gerek bir işçilik uygulanarak ziynet veya süs eşyası haline dönüştürülmüş gerekse içine ilave madde katılarak veya katılmaksızın alım satımı yapılan veya basılı altın gümüş ve platin üzerinden de hesap açılması mümkündür. Buna göre altın, gümüş ve platin depo hesaplarının açıldığı saflığa tekabül eden gram karşılığı ile muhasebeleştirilmesi esastır. Ancak müşteriye verilen hesap cüzdanında ve alım satım belgesinde, depo hesabındaki faize esas tutarın, altın için 1000/1000, gümüş ve platin için 100/100 saflığa göre dönüşüm yapılarak belirtilmesi gerekmektedir. Depo hesapları için bankalarca tespit edilecek oranlar üzerinden tahakkuk ettirilecek faizler, hesaplarda altın, gümüş veya platin olarak izlenecektir. Faiz ödemelerinin altın, gümüş, platin veya bunların ödeme günündeki karşılığı TL veya döviz cinsinden yapılabilmesi mümkündür.¹⁰³

3.2.2.2.6. Mücevher

Türkiye’de yaygın olarak görülen bir uygulama da ziynet eşyası olarak saklanan altınların aslında bir yatırım aracı olarak kullanılmasıdır. Bu anlamda ülkemizdeki mücevher tercihinin genel olarak yüksek ayarlı altın doğrultusunda olduğu görülmektedir.

¹⁰² İsmail Yanık, **Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi**, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.40.

¹⁰³ Karadeniz,Salim. “Kıymetli Madenler Üzerinden Banka Hesabı Açılması ve Kredi Verilmesi” **Yaklaşım Dergisi**.Sayı:187, Temmuz 2008

Ülkemizde özellikle Cumhuriyet Altını'ndan sonra en çok tercih edilen yatırım ürünlerinden birini de halk arasında ray bilezik denilen ve işçiliği sıfır olarak kabul edilen 22 ayar bilezik oluşturmaktadır. 22 ayar bileziğin Cumhuriyet Altını'na göre bir üstünlüğü aynı zamanda takı olarak da kullanılabilmesidir. Bileziğin boyutları değişiklik göstermekle birlikte gram bazında fiyatı Cumhuriyet Altını'na yakın bir şekilde seyretmektedir. Bununla birlikte alım ve satıma ilişkin fiyat farklılıkları yatırımcılar için bir dezavantaj teşkil etmektedir. Diğer yandan fiziki yatırımın getirmiş olduğu çalınma ve kaybolma gibi riskler de söz konudur. Ray bilezik dışında, düşük işçilik ve yüksek ayar özelliklerine sahip birçok mücevherat ürününün takı amacının yanında yatırım güdüsüyle de talep edildiği görülmektedir.¹⁰⁴

3.2.2.2.7. Türev Ürünler

İzmir'de bulunan ve Türkiye'nin ilk vadeli işlemler borsası olması özelliğini taşıyan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş. bünyesinde altına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri de işlem görmektedir. Bu anlamda söz konusu sözleşmeler organize bir borsada işlem gören Türkiye'deki altına dayalı tek vadeli ürün olma özelliğini taşımaktadır.

2006 yılının Mart ayı itibariyle işleme açılan vadeli altın sözleşmeleri; belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve saflıkta altını alma veya satma yükümlülüğü veren sözleşmelerdir. Bu doğrultuda fiyat, sözleşmeye konu olan miktardaki altının vadeli fiyatıdır. Tablo 13'te vadeli altın sözleşmelerinin temel özellikleri yer almaktadır.

¹⁰⁴ Mahfi Eğilmez, "Altın Yatırımı", **Radikal**, 25 Eylül 2008

Tablo 13 : VOB-Vadeli Altın Sözleşmesi Özellikleri

ÖZELLİK	AÇIKLAMA
Dayanak Varlık	995/1000 saflıkta rafine edilmiş külçe altın
Sözleşme Büyüklüğü	100 gram 995/1000 saflıkta rafine edilmiş külçe altın
Kotasyon Şekli	1 gram altının Türk Lirası cinsinden değeri virgülden sonra üç basamak halinde kote edilir (örn. 22,680 TL veya 22,685 TL).
Günlük Fiyat Hareket Sınırı	Baz fiyatın % ± 10 'udur.
Minimum Fiyat Adımı	0,005 (Minimum fiyat adımının değeri 0,5 TL'ye karşılık gelir.)
Vade Ayları	Aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarından en yakın üç tanesine ait sözleşmeler işlem görür.
Sözleşmenin Vadesi	Her vade ayının son iş günü
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	Son işlem gününde Londra'da öğleden sonra yapılan altın sabitleme seansında oluşan altının Dolar/ons fiyatının Merkez Bankasının saat 15:30'da açıklayacağı ABD Doları satış kuru kullanılarak TL/gram'a çevrilmesi ile bulunan değer vade sonu uzlaşma fiyatı olarak kullanılır. Son işlem gününde resmi tatil veya başka bir nedenle fiyat açıklanmaması halinde, uluslararası spot piyasalarda Türkiye saati ile saat 17:00'de oluşan Dolar/ons altın alış ve satış fiyatının ortalaması baz alınır Ons ağırlık birimi 31,1035'e bölünerek grama çevrilir.

Kaynak : Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası, Ürünler,
<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=371> (20.05.2009)

Borsa bünyesinde işlem görmekte olan vadeli altın sözleşmelerinde dayanak varlık, 995/1000 saflıktaki ve 100 gram ağırlığındaki külçe altındır. Piyasada herhangi bir anda üç farklı vadeye ilişkin sözleşmeler alım-satıma konu olmaktadır. Sözleşme dönemleri yılın çift ayları olan Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarıdır. Buna göre işlemin yapıldığı döneme en yakın olan üç sözleşme döneminde işlem yapılabilir. Sözleşmelerin vadesi her ayın son iş günü olarak belirlenmiştir. Fiyat kotasyonu 1 gram altının TL karşılığı olarak tespit edilmektedir. Piyasada işlem saatleri hafta içi günler 09:15 - 17:15 arasındır.

Organize vadeli işlem borsalarının en önemli özelliklerinden biri olan ve bu tip borsalardaki kredi riskini ortadan kaldıran teminat sistemine göre piyasada alım ya da satım pozisyonu alabilmek için başlangıç teminatı yatırılması gereklidir. Başlangıç

teminatı, sözleşme sahibinin yükümlülüklerini yerine getirmesini garanti altına almak için pozisyon sahibinden alınan parasal bir tutardır. VOB kapsamında işlem gören vadeli altın sözleşmelerine ilişkin başlangıç teminatı tutarı 400 TL'dir.

Alınan pozisyonlar, belirlenen uzlaşma fiyatına göre günlük bazda değerlemeye tabi tutulur. Oluşan kar ya da zarar pozisyon sahibinin hesabına yine günlük olarak yansıtılır. Oluşan zarar nedeniyle azalan başlangıç teminatının düşebileceği alt düzey sürdürme teminatı olarak adlandırılır ve bu limit sahip olunan pozisyonun sürdürülebilmesi için gerekli olan asgari düzeyi ifade eder. Borsada işlem gören vadeli altın sözleşmelerinin sürdürme teminatı, başlangıç teminatı tutarının %75'i olarak belirlenmiştir. Buna göre vadeli altın sözleşmelerinde başlangıç teminatı, oluşan pozisyon zararı nedeniyle 300 TL seviyesine düşerse yatırımcıya teminat tamamlama çağrısı yapılır. Yatırımcı azalan teminat tutarını başlangıç teminatı seviyesine yükseltmekle yükümlüdür.¹⁰⁵

İşlem gören sözleşmeler için uygulanan pozisyon limitleri toplam açık sözleşme sayılarının mutlak adedi ve yüzdesel değeri olmak kaydıyla iki şekilde takip edilir. Piyasada alınabilecek en yüksek pozisyon miktarı her bir vade ayı için 10.000 adet açık pozisyon olarak belirlenmiştir. Bu miktarın aşılması halinde ilgili sözleşmeye ilişkin yüzdesel limitlere bakılır.

Bu durumda, bir yatırımcının alabileceği en yüksek pozisyon sayısı sözleşmedeki toplam açık pozisyonun %10'u olarak belirlenmiştir. Piyasada alınan pozisyonlar nakdi uzlaşma yoluyla sonlandırılmaktadır. Diğer bir deyişle vade sonunda altının fiziki olarak teslimatı söz konusu değildir. Vade sonu uzlaşma fiyatı, Londra piyasasında öğleden sonra yapılan fiyat sabitleme seansında oluşan altının Dolar/ons fiyatının Merkez Bankasının saat 15:30'da açıklayacağı ABD Doları satış kuru kullanılarak TL/gram'a çevrilmesi ile bulunmaktadır.

3.2.3. Türkiye'de Endüstriyel Talep

Dünya altın talebinin yıllık bazda ortalama %11'lik bölümünü endüstriyel talep oluşturmaktadır. Altın sahip olduğu kimyasal ve fiziksel özellikler nedeniyle başta

¹⁰⁵ VOB, Türev Araçlar Lisanslama Rehberi,2007,s.37

elektronik sektörü olmak üzere birçok farklı sektörde girdi olarak kullanılmaktadır. İnsan vücuduyla olan uyumu başta dişçilik olmak üzere tıp alanında kullanımını da mümkün kılmaktadır. Bununla birlikte ülkemizde altının endüstriyel kullanımı oldukça sınırlı düzeydedir. Ülkemizde altının dişçilik alanında sınırlı miktarda kullanıma konu olduğu bilinmektedir.

4. DÜNYADA ALTIN PİYASALARI

Piyasaları birçok farklı kritere göre sınıflandırmak mümkündür. Bu ayrımlardan biri de tezgahüstü piyasalar ve organize piyasalar ayrımıdır. Bilindiği gibi organize piyasalar, belli bir merkez etrafında örgütlenmiş, yazılı kuralları bulunan ve standart işlemlerin yapıldığı piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Tezgahüstü piyasalar ise organize piyasaların aksine belli bir merkezi ve yazılı kuralları bulunmayan, işlemlerin standart olarak gerçekleşmediği piyasalardır. Bireyler ve kurumlar ihtiyaçları doğrultusunda bu piyasalarda işlemlerini gerçekleştirirler.

Piyasaları sınıflandırmak için kullandığımız kriterlerden bir diğeri de işlemlerin gerçekleşme zamanıdır. Piyasalara işlemlerin gerçekleşme zamanı açısından bakıldığında, piyasaların spot piyasalar ve vadeli piyasalar olmak üzere ikiye ayrıldığı görülmektedir. Spot piyasalar, para ve mal takasının aynı anda veya birkaç gün içerisinde yapıldığı piyasalardır. Vadeli işlem piyasalarında ise taraflar, vadeli işlem sözleşmesine konu ürünü gelecek bir vadede teslim alma veya teslim etme yükümlüğü altına girmektedir. Diğer bir deyişle vadeli işlem piyasalarında mal ve paranın takası ileri bir tarihte gerçekleşmektedir.¹⁰⁶

Günümüzde altın, hem organize piyasalarda hem de tezgahüstü piyasalarda işlem görmekte, spot ve vadeli işlemelere konu olmaktadır. Yukarıdaki ayrımlar doğrultusunda altın piyasalarının şu şekilde sınıflandırması mümkündür:

- Tezgahüstü vadeli piyasalar
- Tezgahüstü spot piyasalar
- Organize vadeli piyasalar
- Organize spot piyasalar

¹⁰⁶ VOB, Türev Araçlar Lisanslama Rehberi,2007,s.9

4.1. Tezgahüstü Altın Piyasaları

Tezgahüstü piyasalar kavramı oldukça geniş bir kavramdır. Merkezi bir borsa dışında ticarete konu olan her türlü fiziki ve finansal ürün tezgahüstü piyasada işlem görmektedir. Bireylerin kendi aralarında, bireylerin kurumlarla ve kurumların kendi aralarında karşılıklı olarak yaptıkları işlemlerin tümü tezgahüstü piyasalar kapsamına girmektedir. Örneğin bir kuyumcudan altın alındığında veya bir bankaya altın satıldığında yapılan işlemlerin tümü tezgahüstü piyasada gerçekleşmektedir. Aynı zamanda iki banka arasında karşılıklı olarak gerçekleştirilen alım-satım işlemleri de yine tezgahüstü piyasalar kapsamında değerlendirilmektedir. Dolayısıyla tezgahüstü piyasalara ilişkin veriler organize bir piyasada olduğu gibi tüm yatırımcıların erişimine açık değildir. Bu durum tezgahüstü piyasalarda gerçekleşen işlemlerin boyutları hakkında tam ve sağlıklı verilere ulaşılamaması sonucunu doğurmaktadır. Bu nedenle söz konusu verileri derleyen çeşitli özel ve resmi kurumlar bulunmakta, yapılan çalışmalarla tezgahüstü piyasalarda gerçekleşen işlemlere ilişkin veriler elde edilebilmektedir.

Tezgahüstü piyasalarda taraflar karşılıklı iletişim halindedir. Sözleşme unsurları tarafların isteğine göre belirlenir. Her türlü miktar ve vadede sözleşme oluşturulabilir. Organize piyasaların aksine işlem yapabilmek için herhangi bir teminat yatırma zorunluluğu da yoktur. Tüm bu nedenlerden ötürü tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemler, organize piyasalarda yapılan işlemlere göre daha esnek bir yapıya sahiptir. Bununla birlikte yapılan işlemler karşılıklı güven esasına dayalıdır. Taraflar arasında garantör konumunda bulunan herhangi bir kurum yoktur. Dolayısıyla tezgahüstü piyasalarda gerçekleşen işlemlerde karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirememesi riski söz konusudur. Diğer bir deyişle tezgahüstü piyasalarda taraflar kredi riski taşımaktadır.

Tezgahüstü piyasalarda hem spot işlemler hem de vadeli işlemlerin gerçekleştirilmesi söz konusudur. Günümüzde en önemli tezgahüstü altın piyasaları Londra ve Zürih'te bulunmaktadır. Bu piyasaların dışında başta New York olmak üzere Uzakdoğu'nun çeşitli bölgelerinde ve Dubai'de daha küçük ölçekli tezgahüstü altın piyasaları da vardır. Tezgahüstü altın piyasalarının en önemli katılımcıları arasında

madencilik şirketleri, Merkez Bankaları, mücevher ve takı üreticileri ile altın endüstriyel alanda kullanan firmalar bulunmaktadır. Bu temel aktörlerin dışında piyasaların en önemli unsurlarından olan yatırımcılar yani spekülâtörler de tezgahüstü altın piyasalarının kilit unsurları arasındadır.¹⁰⁷

4.1.1. Londra Altın Piyasası

Londra, tezgahüstü altın ve gümüş piyasalarının dünyadaki en önemli merkezlerinden biridir. Aralarında Merkez Bankaları, madencilik şirketleri, altın rafinerileri ve kuyumculuk şirketleri ile dünya çapında yatırımcıların da bulunduğu çok geniş bir piyasa kitlesi mevcuttur. Piyasa katılımcıları, işlemlerini herhangi bir aracı olmaksızın karşılıklı olarak gerçekleştirirler. Piyasada garantör konumunda bulunan herhangi bir kurum bulunmaz. Dolayısıyla taraflar karşılıklı olarak kredi riski taşırlar. İşlemler karşılıklı güven esasına dayalıdır. Türev araçların işlem gördüğü organize borsaların aksine standart işlem büyüklükleri, vadeler ve teslimat şekilleri yoktur. Bu açıdan gerçekleşen işlemler esnek bir yapıdadır. Londra altın piyasası büyük tutarlı işlemlerin gerçekleştiği bir piyasa konumundadır. Gerçekleşen en düşük miktartlı altın işlemleri genellikle 1.000 ons, gümüş işlemleri ise 50.000 ons büyüklüğündedir.¹⁰⁸

Piyanın geçmişini 17. yüzyıla kadar götürmek mümkündür. Bununla birlikte günümüz piyanının oluşumu 20.yüzyılın sonlarını bulmaktadır. 1897 yılında Londra Gümüş Fiyatının Belirlenmesi ve 1919'da Londra Altın Fiyatının Belirlenmesi ile başlayan oluşum zamanla gelişerek günümüzdeki halini almıştır. 1980'li yıllara kadar ağırlıklı olarak sadece 5 İngiliz üyenin işlemleri gerçekleştirdiği piyasa, bu tarihten itibaren uluslararası bir kimlik kazanmaya başlamıştır. Özellikle 1980'li yıllarda petrol fiyatlarının yükselişi ve yaşanan siyasi gerilim sonucunda altın fiyatları ons başına 850 USD'yi, gümüş fiyatları da 50 USD'yi bulmuştur. Fiyatlarda yaşanan bu yükseliş birçok yatırımcının dikkatinin altın piyasasına yönelmesine sebep olmuştur. Bu tarihten itibaren piyasadaki katılımcı sayısında ve çeşitliliğinde önemli bir artış yaşanmıştır. Katılımcı sayısında ve çeşitliliğinde yaşanan bu artış Londra piyasasını, uluslararası altın fiyatlarının tespitinde en belirleyici piyasalardan biri haline getirmiştir. Bu

¹⁰⁷ World Gold Council, **Gold Market Knowledge Trading and The Markets**. Londra,2007,s.2

¹⁰⁸ LBMA, A Guide to the London Precious Metals Markets, <http://www.lbma.org.uk> (30.05.2009)

gelişmeleri 1986 yılında Financial Services Act adı verilen mevzuat altyapısının oluşturulması ve 1987 yılında Londra Külçe Piyasası Birliği'nin kurulması takip etmiştir.¹⁰⁹

4.1.1.1. Londra Külçe Piyasası Birliği

Londra Külçe Piyasası Birliği resmi olarak, 14 Aralık 1987 yılında anonim şirket haline getirilmiştir. Kuruluş aşamasında, 1986 yılında yürürlüğe giren yasa ile külçe altın piyasasının izlenme ve kontrol sorumluluğunun verildiği İngiltere Merkez Bankası'ndan yoğun danışmanlık hizmeti alınmıştır. Londra Külçe Piyasası Birliği, kıymetli madenler piyasası ve piyasa düzenleyicileri arasında buluşma noktası niteliğindedir. Birliğin amacı bütün üyelerinin çıkarlarını temsil etmek ve Londra Külçe Piyasası'nın gelişmesini sağlamaktır. 1987 yılında kurulmuş olmasına karşın 1919 yılında kurulan Londra Altın Piyasası'nın onay verme fonksiyonunu üzerine almıştır. Londra Altın Piyasasını oluşturan beş kuruluş sabah ve öğleden sonra günde iki kez olmak üzere tarihi NM Rothschild & Sons Ltd'in binasında toplanarak bütün dünya piyasalarında referans fiyat olarak alınan altın fiyatını (altın fiksingini) belirlerler.

LBMA'in temel görevi, altın ve gümüş için “ Good Delivery List” adıyla listeler hazırlayarak rafinaj standartlarını oluşturmaktır. Diğer yandan takas, teslimat, piyasa kordinasyonu, kıymetli maden saklama, bilgilendirme belgeleri yayınlama gibi görevleri de mevcuttur.

Günümüz finans dünyasında, altın ve gümüş 24 saat kesintisiz işlem esasına göre ticarete konu olmaktadır. Resmi olarak açılış ve kapanış saatleri olmamasına rağmen, piyasa yapıcılar rekabet prensibine dayanan alım ve satım kotasyonlarını sürekli olarak 08:00-17:00 saatleri arasında vermektedirler.¹¹⁰

¹⁰⁹ İstanbul Altın Borsası, Londra Külçe Piyasası Birliği, <http://www.iab.gov.tr/lbma.asp> (22.04.2009)

¹¹⁰ İstanbul Altın Borsası, **Dünyada ve Türkiye’de Altın,Gümüş,Platin ve Paladyum**, İstanbul Altın Borsası Yayınları No:7,İstanbul,s.64

4.1.1.2. Londra Piyasası Altın Fiyatının Belirlenmesi

LBMA gözetiminde bugün hala devam eden ve yerel zaman ile 10:30 ve 15:00 saatlerinde olmak üzere günde iki kez yapılan altın fiyatını tespit etme işlemi sonucunda açıklanan fiyatlar tüm piyasalarda ve özellikle altın üreticileri tarafından referans fiyat olarak kullanılmaktadır.¹¹¹ LBMA'nın beş üyesinin her işlem günü karşılıklı olarak altın fiyatını belirleme süreci literatürde "Altın Fiksingi" olarak adlandırılmaktadır. 2008 yılı Haziran dönemi itibariyle fiksing işlemini gerçekleştiren kuruluşlar aşağıdaki gibidir.

- Deutsche Bank
- Societe Generale
- ScotiaMocatta
- Barclays Capital
- HSBC

Piyasada yer alan diğer finansal kuruluşlar işlemlerini adı geçen beş üye üzerinden gerçekleştirmektedirler. Kendi işlem odaları ile bağlantılı bulunan ilgili kuruluşların üye temsilcileri gelen alım ve satım emirlerinin iletilmesine dayalı olarak denge fiyatına ulaşmaya çalışırlar. Alım ve satım emirlerinin eşleşmemesi durumunda tekliflerde yapılan fiyat değişiklikleri ile denge fiyatı tespit edilir. Dengeye fiyatının belirlendiği seviye "Altın Fiksingi" olarak ilan edilir. Söz konusu işlemler üyelerin kullandığı özel bir sistem çerçevesinde gerçekleştirilir. Çok ender olmakla birlikte bazı durumlarda alım ve satım emirlerinin dengeye ulaşmaması durumu söz konusu olmaktadır. Bu tip durumlarda alım ve satım emirlerinin en büyük oranda karşılandığı fiyat seviyesi denge fiyatı olarak kabul edilir. Altın fiksingine ilişkin gerçekleşen işlem miktarı hakkında bilgi verilmemektedir. Bununla birlikte her kuruluş kendi alış ve satış fiyatlarını bilgi amaçlı olarak yayınlamaktadır.¹¹²

¹¹¹ İsmail Yanık, *Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi*, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.82

¹¹² LBMA, A Guide to the London Precious Metals Markets, <http://www.lbma.org.uk> (30.05.2009)

4.1.2. İsviçre Altın Piyasası

İsviçre önemli altın kaynaklarına sahip olmamasına rağmen, dünya altın ticaretinde önemli bir yere sahiptir. Zürih, fiziki altın ticaretinin dünyadaki önemli merkezlerinden biridir. İsviçre'nin altın ticaretinde önemli bir yere sahip olmasında, gelişmiş olan bankacılık sistemi ile finans piyasalarına sağlamış olduğu güven ortamı gibi unsurlar ön plana çıkmaktadır.

1940'ların ikinci yarısında Londra piyasası İkinci Dünya Savaşı nedeniyle henüz açılmamışken, İsviçre altın piyasası fiziki altın ticaretinin gerçekleştiği bir merkez haline gelmiştir. Credit Suisse, Swiss Bank Corporation ve Union Bank of Switzerland adlı üç bankanın önderliğinde başta İtalyan mücevher üreticileri olmak üzere Hindistan ve Ortadoğu bölgelerine altın arzı sağlanmıştır.

Zürih altın piyasası en önemli çıkışı, Londra altın piyasasının İngiliz Merkez Bankası tarafından kapatıldığı 18 ve 31 Mart 1968 arasındaki dönemde yakalamıştır. Bu dönemde Güney Afrika'da çıkarılan altının İsviçre'ye gelmesi sağlanmıştır. Ayrıca 1970 ve 1980'li yıllarda Sovyetler Birliği'nin altın işlemleri için İsviçre bankalarını seçmesi piyasanın gelişmesi aşamasında önemli bir rol oynamıştır. Bu anlamda dünyanın en önemli üreticileri arasında yer alan iki altın üreticisi ülke, altın işlemlerini İsviçre üzerinden gerçekleştirir hale gelmiştir. Bu dönemde İsviçre'ye gelen altın miktarının yıllık olarak 1.000 ton düzeyinde olduğu tahmin edilmektedir.

1990'lı yıllara gelindiğinde İsviçre altın piyasasının etkinliğinin azalmaya başladığı görülmektedir. Dünya genelinde yaşanan yüksek enflasyon döneminin sona ermesi ve altın yatırımlarının göreceli olarak önemini yitirmeye başlaması bu dönemde yaşanan önemli bir gelişme olarak ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte Güney Afrika ve Sovyetler Birliği ülkelerinin altın üretiminin azalması piyasaya altın girişinin azalmasına neden olmuştur. Yeni altın kaynaklarının piyasaya yönlendirilememesi ise piyasa açısından olumsuz bir durum teşkil etmiştir. Bu duruma son yıllarda hızla gelişen altına dayalı türev ürünlerin de eklenmesiyle İsviçre piyasasının günümüzdeki önemi 1990 öncesi yıllara göre azalma göstermiştir. Söz konusu güç kaybına rağmen

İsviçre altın piyasası, dünyanın önde gelen fiziki altın piyasalarından biri konumundadır.¹¹³

4.2. Türev Piyasalar

Günümüzde altının işlem gördüğü bir diğer platform da türev piyasalardır. Bu bölümde ilk önce türev piyasaların genel özelliklerine değinilecek, daha sonra söz konusu piyasalarda gerçekleşen altın işlemleri ele alınacaktır.

4.2.1. Türev Piyasaların Tarihçesi

Araştırmalara göre bilinen ilk vadeli işlem sözleşmesi 2500 yıl önce Milet'te, kış mevsiminde, bahardaki zeytin hasatı için yapılmıştır. 17'nci ve 18'inci yüzyılda Japonya'da pirinç, Hollanda'da tahıl üzerine vadeli işlemler piyasalarının kurulduğu bilinmektedir. Görüldüğü gibi ilk vadeli işlemlerin tarihi binlerce yıl geriye gitmekle birlikte, modern anlamda organize vadeli işlem piyasalarının ilk ortaya çıkışı, 19. yüzyılın ortalarına dayanmaktadır.

O dönemlerde tarımsal ürünlerin arz ve talebindeki dalgalanmalar sonucu fiyatlar yılın belli dönemlerinde çok düşük olurken diğer dönemlerde aşırı yükseliyordu. Arzın, talebin çok üzerinde olduğu dönemlerde üreticiler zarar ediyorlar, aksi durumda ise aranan mal piyasada bulunamıyordu. Bu anlamda ilk vadeli işlem sözleşmelerinin tarımsal ürünlere dayalı olması kendiliğinden gelişen bir süreç olarak ortaya çıkmıştır. Özellikle tarımın doğası gereği sahip olduğu riskler öncelikle çiftçilerde riskten korunma ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bu durum karşısında üretici ve tüccarlar çözüm olarak aralarında geleceğe yönelik ticari sözleşmeler yapmayı tercih etmeye başlamıştır. İlk kayıtlı geleceğe yönelik sözleşme, 13 Mart 1851 yılında 3.000 kile mısır üzerine Haziran ayı Chicago teslimi olarak yapılmıştır.¹¹⁴

Karşılıklı güven esasına dayanan bu işlemler, zamanla zarara uğrayan tarafların yükümlülüklerini yerine getirmemesi nedeniyle kullanılamaz duruma

¹¹³ Güvenç, Murat. **Altın Piyasasında Arz-Talep ve Aktörler**, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:16,2006,s.142

¹¹⁴ VOB, Türev Araçlar Lisanslama Rehberi,2007, s.14

gelmiştir. Bunun üzerine söz konusu işlemlerin güvenli bir ortamda yürütülebilmesi amacıyla 1848 yılında dünyanın ilk organize vadeli işlemler borsası olan Chicago Board of Trade (CBOT) kurulmuştur. Böylelikle vadeli işlemler, belirli kurallar dahilinde ve karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirmeme riski olmaksızın yapılmaya başlanmıştır. İlerleyen dönemlerde vadeli işlem borsalarına yenileri eklenmiş ve sayıları hızla artmıştır.

4.2.2. Günümüzde Türev Piyasalar

Günümüzde vadeli işlem borsaları finans dünyasının en temel kurumları arasında yer almaktadır. Dünya genelinde 60'ın üzerinde vadeli işlem borsası bulunmaktadır. Tablo 14'te 2008 yılı itibariyle dünya genelinde en çok işlem hacmine sahip 30 vadeli işlem borsası yer almaktadır. Söz konusu rakamlar işleme konu olan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin toplamını ifade etmektedir.

Tablo 14 : Dünya Vadeli İşlem Borsaları

Sıralama	Borsa	2008	2007	Değişim(%)
1	CME Grubu (CBOT ve NYMEX)	3.277.645.351	3.158.383.678	3.8%
2	Eurex (ISE dahil)	3.172.704.773	2.704.209.603	17.3%
3	Korea Exchange	2.865.482.319	2.777.416.098	3.2%
4	NYSE Euronext	1.675.791.242	1.525.247.465	9.9%
5	Chicago Board Options Exchange	1.194.516.467	945.608.754	26.3%
6	BM&F Bovespa	741.889.113	794.053.775	-6.6%
7	Nasdaq OMX Grup	722.107.905	551.409.855	31.0%
8	National Stock Exchange of India	590.151.288	379.874.850	55.4%
9	JSE South Africa	513.584.004	329.642.403	55.8%
10	Dalian Commodity Exchange	313.217.957	185.614.913	68.7%
11	Russian Trading Systems Stock Exchange	238.220.708	143.978.211	65.5%
12	IntercontinentalExchange	234.414.538	194.667.719	20.4%
13	Zhengzhou Commodity Exchange	222.557.134	93.052.714	139.2%
14	Boston Options Exchange	178.650.541	129.797.339	37.6%
15	Osaka Securities Exchange	163.689.348	108.916.811	50.3%
16	Shanghai Futures Exchange	140.263.185	85.563.833	63.9%
17	Taiwan Futures Exchange	136.719.777	115.150.624	18.7%
18	Moscow Interbank Currency Exchange	131.905.458	85.386.473	54.5%
19	London Metal Exchange	113.215.299	92.914.728	21.8%
20	Hong Kong Exchanges & Clearing	105.006.736	87.985.686	19.3%
21	Australian Securities Exchange	94.775.920	116.090.973	-18.4%
22	Multi Commodity Exchange of India	94.310.610	68.945.925	36.8%
23	Tel-Aviv Stock Exchange	92.574.042	104.371.763	-11.3%
24	Mercado Español de Opciones y Futuros Financieros	83.416.762	51.859.591	60.9%
25	Mexican Derivatives Exchange	70.143.690	228.972.029	-69.4%
26	Tokyo Financial Exchange	66.927.067	76.195.817	-12.2%
27	Singapore Exchange	61.841.268	44.206.826	39.9%
28	Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş.(VOB)	54.472.835	24.867.033	119.1%
29	Mercado a Termino de Rosario	42.216.661	25.423.950	66.1%
30	Tokyo Commodity Exchange	41.026.955	47.070.169	-12.8%

Kaynak: Burghardt G. and W. Acworth. "2008 Annual Volume Survey A Wild Ride", Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>)

Vadeli işlem borsalarının oldukça yüksek işlem hacimlerine sahip olduğu görülmektedir. 2007 yılında işlem gören toplam türev sözleşme sayısı 15,5 milyar adet olarak gerçekleşmiştir. Bu miktar 2008 yılında %13,7'lik bir artış göstererek 17,6 milyar adet düzeyine yükselmiştir. 2008 yılında işleme konu olan toplam sözleşme miktarının %68'lik bir oranla dünyanın en büyük beş borsasında yoğunlaştığı görülmektedir.

Tablo 15 : İşlem Gören Türev Ürünlerin Bölgesel Dağılımı

Bölge	2008	2007	Değişim (%)
Asya-Pasifik	4.974.727.462	4.289.600.329	16.0 %
Avrupa	4.167.116.664	3.592.095.161	16.0 %
Kuzey Amerika	6.995.493.016	6.137.204.923	14.0 %
Latin Amerika	854.405.219	1.048.627.318	-18.5 %
Diğer*	660.961.260	459.104.373	44.0 %
Genel Toplam	17.652.703.621	15.526.632.104	13.7 %

Kaynak: Burghardt G. and W. Acworth. “2008 Annual Volume Survey A Wild Ride”, Futures Industry, Mart 2009.(<http://www.futuresindustry.org>)

* Güney Afrika, Türkiye, İsrail ve Dubai'deki borsalardan oluşmaktadır.

Dünya genelinde işleme konu olan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin bölgesel olarak dağılımına bakıldığında ise Kuzey Amerika, Asya-Pasifik ve Avrupa bölgelerinin öne çıktığı görülmektedir. 2008 yılında bu üç bölgede işlem gören sözleşme sayısı 16,1 milyar adet olarak gerçekleşmiştir. Bu anlamda dünya işlem hacminin yaklaşık %91'lik bölümünün bu bölgelerde gerçekleştiği görülmektedir.

Dünyanın en yoğun işlem hacimlerinin 6,9 milyar adet sözleşmeyle Kuzey Amerika'da gerçekleştiği görülmekte olup, Kuzey Amerika'yı sırasıyla 4,9 milyar adet sözleşme ile Asya-Pasifik bölgesi ve 4,1 milyar adet sözleşmeyle Avrupa bölgesi takip etmektedir. Bununla birlikte dünyanın birçok farklı bölgesinde daha küçük hacimli vadeli işlem borsaları bulunmaktadır.¹¹⁵

4.2.3. Türev Piyasaların Özellikleri

Dünyada vadeli işlem borsalarına bakıldığında işlemlerin iki farklı platformda yapıldığı görülmektedir. Bu platformlardan ilki vadeli işlem borsalarının kuruluşundan beri uygulanan sesli müzayede sistemi, diğeri ise teknolojik gelişmeler sonucu uygulamaya konulan elektronik alım-satım sistemidir. Borsa üyelerinin alım satımlarını korbey ya da pit olarak adlandırılan fiziki bir mekanda belirli bir terminoloji dahilinde, yüz yüze sesli olarak yapmaları sesli müzayede sistemi olarak tanımlanmaktadır. Elektronik işlem sisteminde ise emirlerin girilmesi, eşleştirilmesi ve ilgili kayıtlara

¹¹⁵ G. Burghardt. and W. Acworth. “2008 Annual Volume Survey A Wild Ride”, Futures Industry, Mart 2009.(<http://www.futuresindustry.org>), (25.05.2009)

yansıtılması bilgisayar ortamında gerçek zamanlı olarak yapılmaktadır. Elektronik işlem sisteminin en olumlu yanlarından biri de uzaktan erişim imkanının bulunmasıdır. Borsalar arasında gelişen genel trende bakıldığında birçok borsanın elektronik sistemi kullandığı dikkat çekmektedir. Son yıllarda daha önce sesli müzayede sistemini kullanan borsaların da elektronik sisteme geçiş yaptığı görülmektedir.¹¹⁶

Vadeli işlem borsalarını, sahiplik yapıları açısından kooperatif borsalar ve özel borsalar olarak iki gruba ayırmak mümkündür. Kooperatif borsalar üyeler tarafından kurulmakta ve işletilmektedir. Bu şekilde yapılan borsalar genel olarak kar amacı gütmeyenler. Belirlenen ücretler maliyetlerin karşılanması ve yatırımların gerçekleştirilmesini sağlayacak düzeyde tespit edilir. Bununla birlikte özel borsalar ise kar amacı taşıyan yapılanmalardır. Her iki tür yapılanmada da borsalar bağlı oldukları düzenleyici kurumların kurallarına tabi bulunmaktadır.

Bilindiği gibi vadeli işlem borsalarının temel fonksiyonu, işlemlerin güven ve rekabet ortamı içerisinde yürütülmesini sağlamaktır. Bu nedenle üyelerce gerçekleştirilen işlemler takas kurumlarının garantisi kapsamındadır. Gerçekleştirilen vadeli işlemlerde takas kurumu alıcı ve satıcı tarafları karşı karşıya getirmeyiz. Borsalarda gerçekleşen her türlü işlemde karşı taraf takas kurumudur. Dünya genelindeki vadeli işlem borsalarına bakıldığında takas kurumlarının borsa bünyesinde olduğu gibi, borsadan bağımsız ayrı bir yapı olarak da bulunabildiği görülmektedir.

Son on yılda dünya borsalarında görülen en önemli trendlerden biri de borsalar arasında yaşanan birleşme, devir alma veya işbirliklerinin hızla gelişmesidir. Bu durumun temelinde maliyetlerin düşürülmesi, büyüme ve verimlilik artışı gibi nedenler bulunmaktadır. Önceleri ülkelerin yerel sınırları içinde başlayan bu süreç son dönemlerde ise uluslararası boyutlara ulaşmıştır. Satın alma ve birleşmelerin yanında stratejik ortaklıklar da önemli bir yere sahiptir. Örneğin dünyanın en büyük borsa kuruluşu olan CME grup, CBOT, CME ve NYMEX gibi üç büyük borsayı bünyesinde barındırmaktadır.¹¹⁷

¹¹⁶ VOB, Türev Araçlar Lisanslama Rehberi,2007, s.31

¹¹⁷ Ralf Arditti, **Açıl Ufkum Açıl**,İstanbul:Alfa Yayınları,2004.s.89

4.2.4. Türev Piyasalarda Gerçekleşen İşlemler

Türev ürünlerin en önemli fonksiyonlarından biri, gelecekte meydana gelebilecek aleyhte fiyat değişimleri karşısında riskten korunma imkanı vermesi, diğer bir yandan da geleceğe yönelik fiyat keşfine imkan tanımasıdır. Söz konusu işlevleri yerine getirebilmek amacıyla borsalarda işlem gören iki temel türev ürün bulunmaktadır. Bunlar vadeli işlem sözleşmeleri ile opsiyonlardır.

Vadeli işlem sözleşmeleri, ileri bir tarihte, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergeyi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni veya dövizli alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmedir. Opsiyonlar ise belli bir vadeye kadar, opsiyona dayanak oluşturan varlığı belli bir fiyattan alma ya da satma hakkını veren ürünlerdir. Opsiyonların, vadeli işlem sözleşmelerinden en temel farkı opsiyon sahibinin bir yükümlülük altında bulunmamasıdır. Opsiyon sahibi ödemiş olduğu opsiyon primi karşılığında, alım ya da satım hakkını elinde bulundurmaktadır. Opsiyon sahibi için bu hakkın kullanılması bir yükümlülük değil, tercihtir.¹¹⁸

Tablo 16 : İşlem Gören Türev Ürün Çeşitleri

Ürün	2008	2007	Değişim(%)
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	8.291.625.474	7.217.729.477	14,90%
Opsiyonlar	9.361.078.147	8.308.902.627	12,70%
Toplam	17.652.703.621	15.526.632.104	13,70%

Kaynak: Burghardt G. and W. Acworth. "2008 Annual Volume Survey A Wild Ride", Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>)

Tablo 16’da 2007 ve 2008 yıllarında dünya genelinde işlem gören türev ürünlerin vadeli işlem sözleşmesi ve opsiyon bazında dağılımı yer almaktadır. Buna göre türev ürünlerin dengeli bir dağılım gösterdiği görülmekle beraber, opsiyonların her iki dönemde de ağırlıklı olarak tercih edildiği dikkat çekmektedir. 2007 yılında dünya genelinde 7,2 milyar adet vadeli işlem sözleşmesi işlem görmüştür. Bu rakam 2008 yılına gelindiğinde %14,90 oranındaki bir artışla 8,2 milyar adet seviyesine yükselmiştir. Bununla birlikte 2007 yılında işlem 8,3 milyar adet opsiyon işleme konu

¹¹⁸ VOB, Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2007, s.221

olmuştur. 2008 yılında işlem gören opsiyon sayısı %12,70'lik bir artışla 9,3 milyar adet düzeyine ulaşmıştır.¹¹⁹

4.2.5. Türev Piyasalarda İşleme Konu Olan Ürünler

Herhangi bir varlık üzerine türev ürün oluşturulabilmesi için birkaç farklı koşulun bir arada bulunması gerekmektedir. Bunlardan ilki, sözleşmeye konu varlığın arz ve talebinin süreklilik arz etmesi gerekliliğidir. İkinci bir koşul ise dayanak varlığın fiyatının serbestçe belirlenmesi ve fiyat hareketlerinin değişken olmasıdır. Söz konusu şartları taşıyan her türlü varlık üzerine türev ürün geliştirilebilmesi mümkündür. Bu anlamda günümüzde buğdaydan faiz oranlarına, petrolden borsa endekslerine kadar birçok farklı varlık üzerine dizayn edilmiş türev ürünler bulunmaktadır. Aşağıda yer alan Tablo 17'de türev ürünlerin temel dayanak varlık grupları bazında dağılımı gösterilmektedir. Buna göre dünyada en çok işleme konu olan türev ürünler, borsa endeksleridir. 2007 yılında borsa endeksi üzerine dizayn edilmiş toplam 5,4 milyar ürün işleme konu olurken, bu rakam 2008 yılında 6,4 milyar adete yükselmiştir.

Borsa endeks ürünlerini sırasıyla hisse senetleri ve faiz oranlarına dayalı ürünler takip etmektedir. 2008 yılında hisse senetlerine dayalı toplam 5,5 milyar adet türev ürün işleme konu olmuştur. İşlem gören faiz oranlarına dayalı türev ürün sayısı ise 3,2 milyar adet olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi en çok işlem gören üç türev ürünün tamamı da finansal varlıklara dayalıdır. Finansal varlıklar dışındaki en büyük hacim tarımsal ürünlere ve başta petrol olmak üzere enerji ürünlerine ilişkindir. Bununla birlikte çeşitli dövizlere dayalı ürünler de yoğun işlem gören diğer bir ürün olarak dikkat çekmektedir.

¹¹⁹ G. Burghardt. and W. Acworth. "2008 Annual Volume Survey A Wild Ride", Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>), (25.05.2009)

Tablo 17 : Vadeli İşlemlere Konu Olan Dayanak Varlık Grupları

Dayanak Varlık	2008	2007	Değişim (%)
Endeks	6.488.620.434	5.499.833.555	18,00%
Hisse Senedi	5.511.194.380	4.400.437.854	25,20%
Faiz Oranları	3.204.838.617	3.745.176.350	-14,40%
Tarım ürünleri	888.828.194	640.683.907	38,70%
Enerji ürünleri	580.404.789	496.770.566	16,80%
Döviz	577.156.982	459.752.816	25,50%
Kıymetli Madenler	180.370.074	150.976.113	19,50%
Metaller	175.788.341	106.859.969	64,50%
Diğer Ürünler	45.501.810	26.140.974	74,10%
Toplam	17.652.703.621	15.526.632.104	13,70%

Kaynak: Burghardt G. and W. Acworth. “2008 Annual Volume Survey A Wild Ride”, Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>)

2007 yılında aralarında altın, gümüş, platin ve paladyum gibi ürünlerin bulunduğu kıymetli madenlere dayalı 150 milyon türev ürün işleme konu olmuştur. Söz konusu miktar 2008 yılında %19,5’lik bir artış göstererek 180 milyon adet seviyesine ulaşmıştır. Bu anlamda kıymetli madenler 2007 ve 2008 yıllarında tüm varlık grupları arasında en çok işlem gören 7.dayanak varlık grubu konumundadır.

4.2.6. Türev Piyasalarda İşlem Gören Altına Dayalı Ürünler

Türev ürünlerin varlığının temel koşulu, daha önce de değinildiği gibi piyasada işlem gören finansal varlık ya da mal fiyatlarının bir risk transferi gerektirecek kadar değişken olmasıdır. Ekonomik değeri olan tüm varlıklarda olduğu gibi altının fiyatında da zaman içerisinde dalgalanmalar meydana gelmektedir. Bu fiyat değişimleri altın sektöründe faaliyet gösteren kuruluşlar ve altını elinde bulunduran bireyler ile altına endeksli borç yükümlülüğü olanlar açısından risk teşkil etmektedir. Bu riske çözüm olması amacıyla geliştirilen ilk altın vadeli işleme sözleşmesi 1972 yılında Kanada’da bulunan Winnipeg Commodity Exchange tarafından düzenlenmiştir. Fakat bu sözleşme yeterli talebi görmemesi nedeniyle 1980 yılında işleme kapatılmıştır. Amerika’da ise 1974 yılında yapılan yasal düzenlemenin ardından NYMEX borsasının bir bölümü olan COMEX tarafından altına dayalı vadeli işlem sözleşmesi işleme açılmıştır.¹²⁰

¹²⁰ Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası. “Vobjektif”, Sayı:8, Ağustos 2006,İzmir, s.20

Aşağıdaki tabloda dünya genelindeki 69 vadeli işlemler borsasında 2007 ve 2008 yıllarında en çok işlem görmüş metallere dayalı türev ürünler yer almaktadır. Söz konusu listede altına dayalı 7 adet türev ürün yer almaktadır.

Tablo 18 : 2008 Yılında En Çok İşlem Gören Metale Dayalı 20 Türev Ürün

Sıralama	Ürün	2008	2007	Değişim
1	High Grade Primary Aluminum Futures, LME	48.307.389	40.229.693	20.1%
2	Gold Futures, Nymex	38.377.367	25.060.440	53.1%
3	Copper Futures, LME	26.507.242	21.420.450	23.7%
4	Zinc Futures, SHFE	23.538.897	10.215.449	130.4%
5	Copper Futures, SHFE	20.773.258	16.328.011	27.2%
6	Special High Grade Zinc Futures, LME	16.120.770	12.556.285	28.4%
7	Gold Futures, Tocom	15.163.975	18.203.194	-16.7%
8	Aluminum Futures, SHFE	14.788.920	4.823.552	206.6%
9	Copper Futures, MCX	14.277.796	15.375.506	-7.1%
10	Gold Futures, MCX	14.024.217	7.604.891	84.4%
11	Silver M Futures, MCX	12.913.443	6.258.376	106.3%
12	Silver Futures, MCX	10.972.676	9.183.273	19.5%
13	Gold M Futures, MCX	10.027.147	2.735.595	266.5%
14	Silver Futures, Nymex	8.917.183	6.817.137	30.8%
15	SPDR Gold Shares ETF Options	8.602.428	-	-
16	Platinum Futures, Tocom	6.940.348	9.169.890	-24.3%
17	Standard Lead Futures, LME	6.188.753	4.697.862	31.7%
18	Gold Mini Futures, Tocom	5.736.883	455.212	1160.3%
19	NT Dollar Gold Futures, Taifex	5.314.069	-	-
20	Primary Nickel Futures, LME	5.202.609	3.792.788	37.2%

Kaynak: Burghardt G. and W. Acworth. "2008 Annual Volume Survey A Wild Ride", Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>)

Dünyada en çok işlem gören altına dayalı türev ürün Amerika'nın NYMEX borsasında işlem gören vadeli altın işlem sözleşmeleridir. 2007 yılında işleme konu olan sözleşme sayısı 25.060.440 adet olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında ise işlem gören sözleşme sayısı %53,1 gibi çok önemli bir büyüme göstererek 38.377.367 adete ulaşmıştır. Bu rakam aynı zamanda NYMEX vadeli altın sözleşmelerinin, tüm metal türev ürünleri içinde en çok işlem gören ikinci ürün olmasını sağlamıştır. Altına dayalı türev ürünler arasında en çok işlem gören ikinci ürün ise TOCOM borsasında işlem gören vadeli işlem sözleşmeleridir. 2007 yılında 18.203.194 adet sözleşme işlem görmüştür. Bu rakam 2008 yılına gelindiğinde %16'lık bir azalma göstererek 15.163.975 adete gerilemiştir. Bununla birlikte TOCOM borsasında işlem gören bir diğer vadeli işlem sözleşmesi olan Gold Mini sözleşmeleri ise yeni geliştirilen bir ürün

olmasına rağmen 1,5 senelik bir sürede 5.736.883 sayısına ulaşmayı başarmıştır. Bu sözleşmeler tüm altın türev ürünleri arasında en çok işlem gören 6. sözleşme olmuştur.¹²¹

4.2.7. Altına Dayalı Ürünlerin İşlem Gördüğü Türev Piyasalar

Günümüzde altın işlemlerinin önemli bir kısmı türev piyasalarda gerçekleştirilmektedir. Bu anlamda dünya genelinde altına dayalı türev ürünlerin işlem gördüğü birçok borsa bulunmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde dünyanın önde gelen türev piyasaları incelenecektir.

4.2.7.1. Chicago Mercantile Exchange Grup

ABD’de vadeli işlem piyasalarının kurulması 19.yüzyılın ortalarına kadar uzanmaktadır. Chicago’da zaman içinde bazı tarım ürünleri üzerinden başlayan vadeli işlemler zamanla çeşitlenmiştir. 1848’de ise Chicago Board of Trade’in kurulmasıyla birlikte dünyadaki ilk organize vadeli işlemler borsası oluşturulmuştur. Altına dayalı vadeli işlemlerin başlaması ise sonraki dönemlerde gerçekleşmiştir.

1970’lerin başlarında altına dayalı uluslararası para sisteminin sarsılması ile oluşan istikrarsızlık ve enflasyonist beklentiler, değerli madenlerle ilgili spekülasyon eğilimleri arttırmış, böylece altın için vadeli alım satım talebi oluşmuştur. 1944’te benimsenen Bretton Woods Sistemi’nin 1973’de yıkılması ile altının önündeki ekonomik ve yasal engeller de kalkmıştır. ABD’de 1933’te getirilen altın ihracatı ve stokçuluğu ile ilgili yasaklar 1974’te kaldırılmış, böylece altın ticareti serbest bırakılmıştır. Altın ticareti ile ilgili liberal gelişmeler sonucunda ABD’de vadeli altın alım satımı başlamıştır.¹²²

ABD’de türev ürünler alanında faaliyet gösteren iki borsa Chicago Board of Trade (CBOT) ve Chicago Mercantile Exchange (CME) 9 Temmuz 2007 tarihinde “CME Group” adı altında birleşmiştir. 1848 yılında kurularak ilk türev araçlar borsası

¹²¹ G. Burghardt. and W. Acworth. “2008 Annual Volume Survey A Wild Ride”, Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>) (25.05.2009)

¹²² Sinan Aslan, *Altın ve Altına Dayalı İşlemler Muhasebesi*; İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:3,1999,s.226

olma özelliği taşıyan CBOT, 11,3 milyar USD karşılığında CME bünyesine katılmıştır. Böylelikle 2 rakip borsanın güçleri bir araya gelmiştir. CME Group, Mart 2008’de, enerji ve değerli metal alanında opsiyon ve vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü, dünyanın en büyük fiziksel emtia borsası olan New York Ticaret Borsası’nı (New York Mercantile Exchange) da satın almıştır. Yaklaşık 9,4 milyar ABD Doları karşılığında gerçekleştirilen satış işlemi, dünyanın en büyük türev piyasasını ortaya çıkarmıştır. Tablo 19’da CME Grup bünyesinde yer alan borsalarda 2008 ve 2007 yıllarında işleme konu olan sözleşme sayıları ile sözleşme sayısında meydana gelen değişiklikler görülmektedir.

Tablo 19 : CME Group Bünyesinde Yer Alan Borsalar

Borsa	2008	2007	Değişim (%)
Chicago Mercantile Exchange	1.893.402.536	1.775.429.438	6,60%
Chicago Board of Trade	960.777.756	1.029.568.803	-6,70%
New York Mercantile Exchange	423.465.059	353.385.437	19,80%
CME Grup Toplam	3.277.645.351	3.158.383.678	3,80%

Kaynak: Burghardt G. and W. Acworth. “2008 Annual Volume Survey A Wild Ride”, Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>)

Tablo 19’den de görüleceği üzere 2007 yılında toplamda 3,1 milyar adet vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi işlem görmüştür. Bu rakam 2008 yılına gelindiğinde % 3,8’lik küçük bir artışla 3,2 milyar adete ulaşmıştır. Yukarıda da değinildiği gibi CME Grup, 2008 yılında işlem gören sözleşme sayısına göre dünyanın en büyük türev araçlar borsasıdır.¹²³

CME Group bünyesindeki altında dayalı vadeli işlem ürünleri, NYMEX borsasının COMEX bölümünde işleme konu olmaktadır. Borsada altına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, opsiyonlar ve altın fonları bulunmaktadır. Vadeli işlem sözleşmeleri 100 troy ons büyüklüğünde olup, 995 saflığındaki altına dayalıdır. Söz konusu sözleşmeler hem sesli müzayede hem de elektronik sistem dahilinde işleme konu edilmekte olup, fiyat kotasyonları ABD Doları/ troy ons cinsinden ifade edilmektedir. 2007 yılında işleme konu olan 100 ons büyüklüğündeki vadeli altın sözleşme sayısı 25 milyon adet olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılına gelindiğinde ise %53 oranındaki bir

¹²³ G. Burghardt. and W. Acworth. “2008 Annual Volume Survey A Wild Ride”, Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>), (25.05.2009)

artış sonucunda işlem gören sözleşme sayısı 38 milyon adet olmuştur. Bu anlamda söz konusu sözleşmeler her iki yılda da dünyanın en çok işlem gören vadeli altın sözleşmesi konumundadır. Borsa bünyesinde 100 troy ons vadeli altın işlem sözleşmesi dışında 33 troy ons ve 50 troy ons büyüklüğünde iki farklı vadeli altın sözleşmesi daha bulunmaktadır.¹²⁴

Piyasada vadeli işlem sözleşmelerinin yanı sıra opsiyonlar da işlem görmektedir. Söz konusu opsiyonlar 100 troy ons büyüklüğündeki vadeli altın sözleşmesine dayalıdır. Opsiyonlar, Amerikan tipi olarak geliştirilmiş olup vade tarihine kadar herhangi bir günde kullanılabilme özelliğine sahiptir. Piyasada kısa pozisyonda olanlar teminat yatırma yükümlülüğündedir. Bununla birlikte altına dayalı yeni bir yatırım aracı olarak yaygınlaşan altın fonları da borsa bünyesinde işleme konu olmaktadır.¹²⁵

4.2.7.2. Multi Commodity Exchange

2003 yılının Kasım ayında faaliyete geçen “Multi Commodity Exchange” Hindistan’ın Mumbai şehrinde faaliyet göstermektedir. Hindistan vadeli işlemler piyasasında gerçekleşen tüm işlemlerin %72’lik kısmı borsa bünyesinde gerçekleşmektedir. Günlük ortalama işlem hacmi yaklaşık olarak 2,15 milyar USD düzeyindedir. 31 Ocak 2009 tarihi itibarıyla borsada toplam 59 farklı ürün vadeli işleme konu olmaktadır. Tarımsal ürünler, kıymetli madenler, enerji ürünleri ve metaller başta olmak üzere çok geniş bir ürün yelpazesine sahiptir. 2007 yılında işlem gören toplam sözleşme sayısı 68.945.925 adettir. 2008 yılında işlem gören sözleşme sayısı %36,8 oranında bir yükseliş göstermiştir. Buna göre 2008 yılından işlem gören toplam 94.310.610 adet sözleşmeyle, dünyanın en büyük 22. vadeli işlem borsası olmuştur.¹²⁶

Multi Commodity Exchange, kıymetli madenler ve altın işlemleri alanında dünyanın en önemli borsaları arasında yer almaktadır. Piyasada altına dayalı işlem gören 5 farklı vadeli işlem sözleşmesi bulunmaktadır. Özellikle piyasada işlem

¹²⁴ New York Mercantile Exchange, **Exchange Overview**, New York, 2008 <http://www.nymex.com> (25.04.2009)

¹²⁵ New York Mercantile Exchange, **A Guide to Metals Hedging**, New York, 2008, <http://www.nymex.com> (25.04.2009)

¹²⁶ G. Burghardt and W. Acworth. “2008 Annual Volume Survey A Wild Ride”, Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>) (30.04.2009)

görmekte olan “Gold” ve “Gold M” sözleşmeleri, kıymetli maden ürünleri arasında dünyada en çok işleme konu olan ürünler arasında yer almaktadır. Piyasada işlemler, hafta içi günleri yerel saat ile sabah 10:00 ve akşam 23:30 arasında, Cumartesi günleri ise sabah 10:00 ile 14:00 saatleri arasında gerçekleşmektedir. Piyasada pozisyon almak için gerekli asgari başlangıç teminatı tutarı, toplam sözleşme bedelinin %4’ü olarak belirlenmiştir. Piyasadaki koşullara bağlı olarak ek teminatlar da talep edilebilmektedir. Sözleşmelerin sonlandırılması aşamasında fiziki teslimat mümkün olmaktadır. Sözleşmelere konu olan dayanak altının en az %99,5 saflıkta olması gerekmektedir.¹²⁷

Piyasada işlem gören “Gold” sözleşmelerinin büyüklüğü 1 kilogram, “Gold M” sözleşmelerinin büyüklüğü ise 100 gramdır. 2007 yılında işleme konu olan toplam “Gold” sözleşmeleri 7.604.891 adettir. 2008 yılında işlem gören sözleşme sayısında %84,4 oranında bir artış yaşanmış ve toplam 14.024.217 adet olarak gerçekleşmiştir. Bu anlamda “Gold” sözleşmeleri 2008 yılı itibariyle en çok işlem gören kıymetli maden türev ürünleri arasında onuncu, altın türev ürünleri içinde ise NYMEX ve TOCOM borsalarında işlem gören sözleşmelerden sonra üçüncü sırada yer almıştır.

Piyasada işlem gören bir diğer vadeli işlem sözleşmesi olan “Gold M” sözleşmeleri de altına dayalı işlemlerde sıklıkla kullanılan diğer bir ürün olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu anlamda 2007 yılında işlem gören toplam sözleşme sayısı 2.735.595 adet, 2008 yılında ise 10.027.147 adettir. İki dönem arasında çok önemli bir yükseliş yaşanmıştır. “Gold M” sözleşmeleri 2008 yılı itibariyle en çok işlem gören kıymetli maden türev ürünleri arasında on üçüncü, altın türev ürünleri içinde ise dördüncü sırada yer almaktadır.

4.2.7.3. National Commodity & Derivatives Exchange

“National Commodity & Derivatives Exchange”, Hindistan piyasasında faaliyet gösteren bir diğer organize vadeli işlem borsasıdır. 15 Aralık 2003 tarihinde faaliyete geçen piyasanın merkezi Mumbai şehrinde yer almaktadır. Piyasada tarımsal ürünler, enerji ürünleri ve metaller kategorisinde toplam 57 farklı ürün işleme konu olmaktadır. Piyasada gerçekleşen tüm işlem hacminin %80’ine yakın bir bölümü tarım

¹²⁷ Multi Commodity Exchange, <http://www.mcxindia.com/> (06.05.2009)

ürünlerinden oluşmaktadır. Piyasada işlem gören toplam sözleşme sayısı 2007 yılında 34.947.872 adettir. 2008 yılına gelindiğinde toplam işlem hacminde %29,5 oranında bir azalma görülmüş ve işlem gören toplam sözleşme sayısı 24.639.710 adete gerilemiştir. Bu anlamda 2008 yılı itibariyle dünyadaki tüm vadeli işlem piyasaları arasında 34. sıradadır.¹²⁸

Piyasada işlemler, hafta içi günleri yerel saat ile sabah 10:00 ve akşam 23:30 arasında, Cumartesi günleri ise sabah 10:00 ile 14:00 saatleri arasında gerçekleşmektedir. Piyasada altına dayalı üç farklı vadeli işlem sözleşmesi işlem görmektedir. “Gold International” sözleşmesi 1 kilogram ağırlığındaki %99,99 saflığındaki altına dayalıdır. Sözleşmenin sonlandırılması aşamasında fiziki teslimat mümkün olabilmektedir. Sözleşmeye ilişkin fiyat kotasyonları gram başına Rupî cinsinden ifade edilmektedir. 2008 yılında işlem gören sözleşme sayısı 236 adet olarak gerçekleşmiştir.

Piyasada işlem gören diğer sözleşmeler ise 100 gram ve 1 kilogram ağırlığında %99,5 saflıktaki altına dayalıdır. Fiyat kotasyonları gram başına Rupî cinsinden ifade edilmektedir. 2008 yılında işleme konu olan 1 kilogram büyüğündeki sözleşmelerin sayısı 233.401 adet olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte 100 gramlık sözleşmeler işleme konu olmamıştır.¹²⁹

4.2.7.4. Tokyo Commodity Exchange

Japonya’nın Tokyo şehrinde bulunan TOCOM Borsası, kıymetli madenler vadeli işlemleri alanında dünyanın en önemli birkaç borsası arasında yer almaktadır. 1 Kasım 1984 tarihinde Japonya’da faaliyet gösteren üç borsanın (Tokyo Gold Exchange, Tokyo Rubber Exchange ve Tokyo Textile Commodity Exchange) birleşmesi ile kurulan TOCOM’da altına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonlar işlem görmektedir. 2007 yılında tüm Japon emtia borsalarında gerçekleşen işlemlerin %64,1’i TOCOM bünyesinde gerçekleşmiştir. 2006 yılı Haziran ayı verilerine göre borsada

¹²⁸ G. Burghardt. and W. Acworth, “2008 Annual Volume Survey A Wild Ride”, Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>), (25.05.2009)

¹²⁹ National Commodity Exchange, <http://www.ncdex.com/Aboutus/index.aspx> (12.05.2009)

işlem gören vadeli işlem sözleşmelerinin %34'ünü altına dayalı olan sözleşmeler oluşturmaktadır. 2008 yılı itibariyle dünyada en çok türev ürünün işlem gördüğü 30.borsası konumundadır.¹³⁰

Borsada altına dayalı “standart” ve “mini” olarak nitelendirilen iki tür vadeli işlem sözleşmesi ile bir adet opsiyon sözleşmesi işlem görmektedir. Standart vadeli altın sözleşmesi borsa bünyesinde 23 Mart 1982 tarihinden itibaren işlem görmeye başlamıştır. Bu anlamda altın vadeli işlem sözleşmelerinin dünyadaki ilk örneklerinden birini teşkil etmektedir. 17 Temmuz 2007 tarihinde ise “mini” altın sözleşmeleri borsanın işleme açtığı bir diğer altın sözleşmesi olmuştur. “Standart” altın sözleşmesine göre daha küçük boyutlu olan bu sözleşme, küçük yatırımcıların da piyasaya çekilmesi amacını taşımaktadır. TOCOM’da işlem gören altın opsiyonları ise 17 Mayıs 2004 tarihinden itibaren piyasa katılımcılarının hizmetine sunulmuştur. Borsada işlem gören her iki sözleşmeye de dayanak olan altının en az % 99,99 saflıkta olması gerekmektedir. Standart altın sözleşmeleri 1 kilogram, mini altın sözleşmeleri ise 100 gram altına dayalıdır.

Piyasada fiyat kotasyonları gram başına Japon Yeni olarak ifade edilir. Standart altın sözleşmeleri, içinde bulunulan ayı takip eden bir yıllık dönemde çift aylarda işlem görmektedir. Buna göre standart altın sözleşmeleri için 6 vade dönemi söz konusudur. Mini altın sözleşmeleri ise içinde bulunulan ayı takip eden 6 aylık dönemin çift aylarında işlem görmektedir. Dolayısıyla mini altın sözleşmelerine ilişkin 3 vade dönemi bulunmaktadır. Söz konusu sözleşmelere ilişkin bir diğer fark ise sözleşmelerin kapatılması esnasında ortaya çıkmaktadır. Bilindiği gibi vadeli işlem piyasalarında sözleşmelerin kapatılmasında, nakdi uzlaşma ve fiziki teslimat olmak üzere iki yöntem bulunmaktadır. TOCOM’da işlem gören standart altın sözleşmelerinde fiziki teslimat söz konusudur. Mini altın sözleşmelerinde ise nakdi uzlaşma esastır. Piyasada işlem gören opsiyon sözleşmeleri ise 1 adet standart altın sözleşmesine dayalı olup, opsiyon sözleşmeleri için üç farklı vade dönemi bulunmaktadır.¹³¹

¹³⁰ Tokyo Commodity Exchange, TOCOM Fact Sheet,2006, <http://www.tocom.or.jp> (17.05.2009)

¹³¹ Tokyo Commodity Exchange, TOCOM Contract Specifications, <http://www.tocom.or.jp> (17.05.2009)

Futures Industry Association tarafından yayınlanan 2008 yılı vadeli işlem piyasaları verilerine göre, 2008 yılında dünyada en çok işlem görmüş 20 kıymetli maden sözleşmesi arasında TOCOM standart altın sözleşmeleri 7.sırada, TOCOM mini altın sözleşmeleri ise 18.sırada yer almıştır. Söz konusu liste sadece altına dayalı sözleşmelerden oluşmamakta; aynı zamanda gümüş, alüminyum, bakır gibi diğer metalleri de kapsamaktadır. Sadece altına dayalı sözleşmeler açısından bakıldığında TOCOM standart altın sözleşmeleri 2008 yılında sayısal anlamda en çok işlem gören 2.sözleşme, TOCOM mini altın sözleşmeleri ise 6.sözleşme olmuştur. Yine aynı araştırmada yer alan verilere göre 2008 yılında toplam 15,1 milyon adet TOCOM standart altın sözleşmesi işlem görmüştür. Bu rakam 2007 yılında 18,2 milyon adet olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında işlem gören sözleşme sayısında, 2007 yılına göre %16,7 oranında bir azalma yaşanmış olmasına rağmen yukarıda da değinildiği gibi 2008 yılı itibariyle dünyada en çok işlem gören ikinci altın sözleşmesi konumundadır. 2008 yılında işlem gören TOCOM mini altın sözleşmelerinin toplam sayısı ise 5,7 milyon adeti bulmuştur. 2007 yılının ikinci yarısında yatırımcılara sunulan mini altın sözleşmeleri, 6 aylık dönemde 455.212 düzeyine ulaşmıştır. İşlem gören mini altın sözleşmelerinin sayısında 2007 yılı ve 2008 yılı arasında yaşanan yükseliş oransal olarak % 1.160,3'ü bulmuştur. Görüldüğü gibi bu sözleşmeler yeni geliştirilen sözleşmeler olmasına rağmen yatırımcıların ilgisini çekmeyi başarmış ve 2008 yılında en önemli yükselişi gösteren vadeli altın sözleşmesi olmuştur.

Borsada işlemler, haftanın 5 günü çift seans şeklinde yürütülmektedir. Vadeli işlem sözleşmeleri için ilk seans yerel saat ile 9:00 - 11:00 arası, ikinci seans ise 12:30 - 17:30 saatleri arasında gerçekleştirilmektedir. Opsiyon sözleşmeleri seansları ise vadeli işlem sözleşmesi işlemlerine göre 15 dakika gecikmeli olarak başlamaktadır. Buna göre opsiyon sözleşmeleri için birinci seans 9:15 - 11:00, ikinci seans ise 12:45 - 17:30 saatleri arasında gerçekleştirilmektedir. 7 Ocak 2008 tarihine kadar son işlem saatinin yerel saat ile 15:30 olduğu piyasa, bu tarihten itibaren işlem süresini 2 saat uzatarak 17:30'a çekmiştir. Borsada işlemler 1991 yılından itibaren elektronik platformda

gerçekleştirilmektedir. Özellikle uluslararası yatırımcıların katılımını sağlamak ve işlem kolaylığı yaratmak amacıyla elektronik sistem sürekli geliştirilmektedir.¹³²

4.2.7.5. Dubai Gold&Commodities Exchange

2005 yılının Kasım ayında faaliyete geçen Dubai Gold & Commodities Exchange (Dubai Altın ve Mal Borsası), başta altın olmak üzere gümüş ve petrol gibi diğer emtialar ile bazı para birimleri üzerine yapılan vadeli işlem sözleşmeleri ile opsiyon sözleşmelerinin işlem görmekte olduğu organize bir vadeli işlemler borsasıdır. Dünya genelinde bakıldığında çok önemli işlem hacimlerine sahip olmasa da, özellikle Ortadoğu'da vadeli altın işlemlerinin gerçekleştiği önemli vadeli işlem borsalarından biri olarak sayılmaktadır.¹³³

Dubai, tarihsel olarak fiziksel altın ve diğer emtiaların ticareti konusunda önemli merkezlerden biri olmuştur. Dubai'nin bir vergi cenneti olması ve altın talep eden bölge ülkelerine coğrafi yakınlığı en büyük avantajı olmuştur. Hindistan, Dubai için en önemli pazar durumundadır. Hindistan'a yasal altın ithalatının başladığı 1992 yılında Dubai'nin altın ithalatında büyük bir sıçrama kaydedilmiş, bu tarihe kadar 150 ton seviyesinde olan yıllık ithalat, 1992 yılında 275 tona yükselmiştir.¹³⁴

Günümüzde Dubai fiziki altın ticaretinin en önemli merkezlerinden biri konumundadır. Dünya genelinde gerçekleşen tüm fiziki altın işlemlerinin %20'ye yakın bölümünün Dubai'de gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Dubai Altın ve Mal Borsası'nda işlemler, haftanın beş günü, yerel saat ile gündüz 08:30 ve akşam 11.30 arasında tek seans halinde gerçekleştirilmektedir. Borsada, biri vadeli işlem sözleşmesi diğeri de opsiyon olmak üzere altına dayalı iki tip ürün bulunmaktadır. Fiyat kotasyonları ABD Doları/ troy ons cinsinden ifade edilmektedir. Altına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin büyüklüğü 32 troy onstur. Bu miktar yaklaşık olarak 1 kilograma denk gelmektedir. Sözleşmenin bağlı olduğu dayanak altının %99,5 saflıkta olması gerekir. Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık olmak üzere 6 farklı vade dönemi bulunmaktadır. Altın vadeli işlem sözleşmelerinde pozisyon alınması için

¹³² Tokyo Commodity Exchange, TOCOM Pamphlet, <http://www.tocom.or.jp> (17.05.2009)

¹³³ Dubai Gold & Commodities Exchange, Handbook, <http://www.dgcx.ae> (21.05.2009)

¹³⁴ İstanbul Altın Borsası, **Dünyada ve Türkiye'de Altın, Gümüş, Platin ve Paladyum**, İstanbul Altın Borsası Yayınları No:7, İstanbul, s.72

gerekli olan başlangıç teminatı yaklaşık 1.500 USD seviyesinde olup, piyasa koşullarına bağlı olarak bu tutarda farklılıklar gözlenebilmektedir. Özellikle piyasadaki dalgalanmaların yükseldiği dönemlerde yatırımcılardan ek teminatlar talep edilebilmektedir. Piyasada işleme konu olan opsiyonlar, bir adet altın vadeli işlem sözleşmesine dayalı olarak geliştirilmiştir. Buna göre 32 troy ons miktarındaki altın üzerinde alma ya da satma hakkı verirler. Opsiyonlar, Amerikan tipi olup vadeye kadar olan süre içinde istenildiği zaman kullanılabilir.¹³⁵

4.2.7.6. Taiwan Futures Exchange

Tayvan Vadeli İşlemler Borsası TAIFEX 1998 yılında faaliyete geçmiş bir borsadır. Çok köklü bir geçmişe sahip olmamasına rağmen, arada geçen süre içerisinde uluslararası finans piyasalarında önemli bir konuma gelmiştir. Futures Industry Association tarafından yayınlanan verilere göre 2008 yılı itibariyle, dünya genelinde en çok türev ürünün işlem gördüğü 17.borsadır. 2007 yılında borsada işlem gören toplam sözleşme sayısı 115.150.624'tür. 2008 yılında işlem sayısında %18,7'lik bir artış gözlenmiş ve toplam sözleşme sayısı 136.719.777 adet olarak gerçekleşmiştir. Piyasada hisse senedi endeksleri, hisse senetleri, devlet tahvilleri, faiz oranları ile çeşitli emtialar üzerine yazılmış vadeli işlem sözleşmeleri ile opsiyonlar işleme konu olmaktadır. Altına dayalı 3 farklı türev ürün bulunmaktadır. Bunlardan ilki "NT Dollar Gold" adı verilen vadeli işlem sözleşmesidir. Sözleşmenin dayalı olduğunu altının %99,99 saflıkta olması beklenir. Sözleşme büyüklüğü 375 grama karşılık gelen 10 Tayvan taelidir. Sözleşme vadeleri senenin çift aylarıdır. Sözleşmenin kapatılması nakdi mutabakla mümkün olup, fiziki teslimat mümkün değildir. Söz konusu sözleşme borsa bünyesinde Ocak 2008 tarihi itibariyle işlem görmeye başlamıştır. Buna rağmen piyasaya sürüldüğü ilk yıl 5.314.069 adet sözleşme işleme konu olmuştur. Bu anlamda altına dayalı türev araçlar içinde en çok işlem gören 7. ürün olmayı başarmıştır.¹³⁶

TAIFEX borsasında, "NT Dollar Gold" sözleşmesinin yanında işleme konu olan ikinci bir vadeli işlem sözleşmesi daha bulunmaktadır. Söz konusu sözleşmenin büyüklüğü 100 troy ons olup, dayanak altının saflık oranı %99,5 olarak belirlenmiştir.

¹³⁵ Dubai Gold & Commodities Exchange, Contract Specifications, <http://www.dgcx.ae> (21.05.2009)

¹³⁶ G. Burghardt. and W. Acworth. "2008 Annual Volume Survey A Wild Ride", Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>), (25.05.2009)

Sözleşme vadeleri senenin çift aylarıdır. Sözleşmenin sonlandırılması nakdi mutabakatla gerçekleşmektedir. “NT Dolar Gold” sözleşmeleri kadar yoğun talep görmemekle birlikte, 2008 yılında 40.174 adet sözleşme işleme konu olmuştur. Borsada yer alan üçüncü ve son altına dayalı türev ürün ise 5 Tayvan taeli(187,5 gram) miktarında, %99,99 saflıktaki altın üzerine yazılmış olan opsiyonlardır. Söz konusu opsiyonlar, vadeli işlem sözleşmelerinde olduğu gibi senenin çift aylarında olmak üzere 6 farklı vadedir. Opsiyonlar, Avrupa tipi olarak nitelendirilen opsiyon sınıfındadır. Buna göre opsiyon sahibi alma ya da satma hakkını ancak vade sonunda kullanabilmektedir. TAIFEX borsasının verilerine göre altına dayalı opsiyonlar 2008 yılında herhangi bir işleme konu olmamıştır.¹³⁷

4.2.7.7. Eurex

Dünyanın en önemli vadeli işlem borsaları arasında gösterilen Eurex, Alman Borsası “Deutsche Börse AG” ve İsviçre Borsası “SIX Swiss Exchange” ortaklığında faaliyet gösteren bir piyasa konumundadır. Özellikle son yıllarda dünya borsaları arasında artan bir şekilde görülen birleşmeler furçasına Eurex de katılmıştır. Bu amaçla 20 Aralık 2007 tarihinde Amerika’da faaliyette bulunan “International Securities Exchange(ISE)” borsasını da bünyesine katarak daha geniş bir yapıya kavumuştur. Bu satın alma, Alman ve İsviçreli gruplar tarafından sırasıyla %85 ve %15 oranında finanse edilmiştir.

Tablo 20 : Eurex Borsası Bünyesinde Yer Alan Borsalar

Borsa	2008	2007	Değişim (%)
Eurex	2.165.043.183	1.899.861.926	14.0%
International Securities Exchange	1.007.661.590	804.347.677	25.3%
Eurex Toplamı	3.172.704.773	2.704.209.603	17.3%

Kaynak: Burghardt G. and W. Acworth. “2008 Annual Volume Survey A Wild Ride”, Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>)

2008 yılı verilerine göre dünyada en çok türev ürünün işlem gördüğü ikinci piyasa konumundadır. 2008 yılında işleme konu olan sözleşme sayısı 3,1 milyar adet

¹³⁷ Taiwan Futures Exchange, http://www.taifex.com.tw/eng/eng_home.htm (22.05.2009)

olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılında 2,7 milyar adet olan bu rakam, 2008 yılına gelindiğinde % 17.3 oranında bir artış göstermiştir.¹³⁸

Eurex, çok geniş bir ürün yelpazesine sahiptir. Özellikle hisse senedi ve hisse senedi endeksleri alanında dünyanın en önemli birkaç borsası arasında yer almaktadır. Bununla birlikte Eurex, altına dayalı türev ürünlerin işlem görmesi açısından oldukça yeni bir piyasadır. Eurex'te altına dayalı türev işlemler 2 Şubat 2009 tarihinde işlem görmeye başlamıştır. Piyasada biri vadeli işlem sözleşmesi diğeri de opsiyon olmak üzere altına dayalı 2 adet türev bulunmaktadır.

Eurex borsasında vadeli altın ürünlerinin fiyat kotasyonu USD/troy ons cinsinden ifade edilmektedir. Piyasada işleme konu olan her iki türev ürün de 100 troy ons altına dayalıdır. Vadeli işlem sözleşmelerinde takip eden 36 aya ilişkin 14 farklı vade döneminde işlem yapılması mümkündür. Buna göre işlem tarihine en yakın üç ay ile Mart-Haziran-Eylül-Aralık döngüsünde yer alan ilk 11 aya ilişkin pozisyon alınması mümkündür. Opsiyonlar için ise takip eden 60 aya ilişkin 18 farklı vade dönemi bulunmaktadır. Vadeli işlem sözleşmeleri yerel saat ile 08:00-22:00 arasında işlem görürken, opsiyon sözleşmeleri de aynı saatler arasında işleme konu olmaktadır. Borsada işlemler nakdi mutabakatla kapatılmakta, fiziki teslimat söz konusu olmamaktadır. Uzlaşma fiyatı, son vade günü itibariyle Londra altın piyasası sabah seansında belirlenen altın fiyatıdır. Borsada işleme konu olan opsiyon, Avrupa tipi bir opsiyon olup, sadece vade tarihinde kullanılabilmektedir.¹³⁹

4.3. Organize Spot Piyasalar

Dünya geneline bakıldığında spot altın işlemlerinin büyük ölçüde tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirildiği görülmektedir. Bununla birlikte sayıları sınırlı olmakla birlikte spot altın işlemlerinin organize bir piyasa ortamında yapıldığı borsalar da bulunmaktadır. Ülkemizde faaliyet gösteren İstanbul Altın Borsası da bu anlamda dünyadaki sayılı borsalardan biri konumundadır.

¹³⁸ G. Burghardt and W. Acworth. "2008 Annual Volume Survey A Wild Ride", Futures Industry, Mart 2009. (<http://www.futuresindustry.org>) (30.04.2009)

¹³⁹ Eurex, Trading-Products, http://www.eurexchange.com/about_en.html (20.05.2009)

4.3.1. Hong Kong

Resmi adıyla “The Chinese Gold & Silver Society” borsasının geçmişini 1910 yılına kadar götürmek mümkündür. O tarihte Gold and Silver Exchange Company adıyla faaliyete geçen borsa, bugünkü ismini 1918 yılında almıştır. Borsa, faaliyetlerini bu dönemden itibaren 1941 ve 1945 arası dönemdeki savaş yılları dışında aralıksız olarak sürdürmektedir. Hong Kong piyasası, New York piyasasının kapalı olduğu ve Londra piyasasının henüz açılmadığı zaman diliminde açık olduğu için, uluslararası alanda önemli bir piyasadır. Bu zaman diliminde uluslararası piyasaya fiyat bilgisi sağlar.

Piyasada altına dayalı 4, gümüşe dayalı ise 2 farklı işlem tipi bulunmaktadır. “99 Tael” altın işlemlerinde, işleme konu olacak dayanak altının %99 saflıkta olması gerekmektedir. Fiyat kotasyonları Hong Kong Doları/Tael cinsinden tespit edilirken, işleme konu olacak altın sözleşmesinin büyüklüğü 100 Tael olarak belirlenmiştir. 2002 yılında geliştirilen “9999 Kilo Gold” sözleşmeleri ise 999.9 saflıkta, 5 kilogram miktarında altına dayalı olarak gerçekleşmektedir. Fiyat kotasyonu ise Hong Kong Doları/gram cinsinden ifade edilmektedir. Her iki sözleşme için de hafta içi günler yerel zaman ile 11:30 ve 16:30 saatlerinde günde iki kez fiyat sabitleme işlemi yapılmaktadır.

Piyasada işlem gören “100oz” ve “10oz” Loco London Gold sözleşmeleri saf altın üzerine yapılmaktadır. Bu sözleşmelerde fiyat kotasyonları ABD Doları/ ons cinsinden ifade edilmekte olup, işlem saatleri yerel zaman ile 08:00 ile 03:30 arasındır. Bu anlamda söz konusu sözleşmeler gün içinde sadece 4,5 saat süreyle işleme konu olmamaktadır.

Hong Kong fiziksel altın alım-satımının gerçekleştiği önemli bir borsadır. Piyasanın kendine özgü bir işleyiş tarzı bulunmakta olup, gerçekleşen işlemlerin teslimatında herhangi bir zaman sınırlaması söz konusu değildir. Buna göre teslimatın ve ödemenin gecikmesi durumunda, bu gecikmenin karşılığında karşı tarafa bir prim ödenmesi zorunludur.¹⁴⁰ Söz konusu prim borsanın belirlemiş olduğu faiz oranları

¹⁴⁰ Serdar Çıtak. *Altın(24 Ayar’ın Hikayesi)*, 2. Baskı, İstanbul: Düşüldüzyı Yayınları, 2006, s. 134

üzerinden tespit edilmektedir. Söz konusu sistem piyasada spot işlemlerin yanında bir anlamda vadeli işlemlerin yapılmasına da olanak sağlamaktadır.

Piyasada sesli müzayede sistemi ile elektronik sistem bir arada kullanılmaktadır. Buna göre “99 Tael Gold” ve “Kilo Gold” sözleşmeleri sesli müzayede sisteminde işleme konu olurken, daha çok uluslararası yatırımcıların ihtiyacını karşılamak amacıyla oluşturulan “100 oz” ve “10 oz” Loco London Gold sözleşmeleri elektronik platformda işlem görmektedir. Fiziki teslimat aşamasında borsanın herhangi bir rolü bulunmamakta olup, şartlar taraflarca belirlenmektedir. Bununla birlikte teslimata konu olan külçe altınların, borsa tarafından tanınmış bir rafinerinin onayına sahip olması zorunludur.¹⁴¹

4.3.2. Shanghai Altın Borsası

30 Ekim 2002 tarihinde faaliyete geçen Shanghai Altın Borsası, altının borsa ortamında işlem gördüğü spot bir piyasa konumundadır. Açıldığı ilk yıl olan 2002 yılında toplam 108 üyenin katılımıyla 21.016 kilogram altın ticarete konu olmuştur. Piyasadaki en büyük 10 alıcı firma 16.713 kilogram altın satışı gerçekleştirmişlerdir. Bu rakam piyasada gerçekleşen toplam satış miktarının %79,52’sini oluşturmaktadır. Piyasanın en büyük satıcısı konumundaki “China Gold” firması tek başına 3.507 kilogram altın satışı gerçekleştirmiştir. Aralarında “Bank of China’nın”da bulunduğu piyasanın en büyük 10 alıcısı ise toplam 12.986 kilogram altın alımı gerçekleştirmişlerdir. Bu miktar tüm alım miktarının %61,79’unu meydana getirmiştir. Piyasanın en büyük alıcısı konumundaki “Bank of China” tek başına 3.256 kilogram altın alımı gerçekleştirmiştir.

Açıldığı günden bu yana yabancı katılımcıların erişimine kapalı olan piyasa, 2007 yılının ortalarında yabancı bankalara üyelik konusunda bazı esneklikler tanımıştır. Bununla birlikte tüm üye kuruluşların Çin Devleti’nde tescilli kuruluşlar olması zorunluluğu devam etmektedir. Bu anlamda yabancı katılımcıların erişimi sınırlıdır. Piyasada işlemler yerel saat ile 10:00 -11.30 ve 13.30- 15:30 saatleri arasında çift seans olarak yapılmaktadır. Alış ve satış emirleri, elektronik ortamda fiyat ve zaman

¹⁴¹ The Chinese Gold & Silver Society , <http://www.cgse.com.hk/index.php> (22.05.2009)

önceliğine göre eşleştirilmektedir. Piyasada %99,5 ve %99,9 saflıktaki altının işlem görmesi mümkündür. İşleme konu olabilecek 4 farklı büyüklükteki altın para ve külçe bulunmaktadır. Buna göre 50gram, 100gram, 1 kilogram ve 3 kilogram büyüklüğündeki tutarlar ticaret konu olmaktadır. Fiyat kotasyonları Yen/Gram olarak tespit edilmektedir. Fiziki teslimat borsanın tespit etmiş olduğu 34 farklı şehirdeki 41 farklı merkezden yapılabilmektedir. İşlemlerin güvenliği borsa takas kurumunun garantisi altındadır.¹⁴²

4.3.3. Ncdex Spot

“NCDEX Spot”, Hindistan’da faaliyet gösteren organize bir spot piyasadır. 18 Ekim 2006 tarihinde kurulmuş olan piyasa, yine Hindistan’da faaliyet gösteren NCDEX vadeli işlemler borsasının yan kuruluşudur. Katılımcılara elektronik ortamda spot alım-satım işlemleri yapma imkanı sunmaktadır. Piyasada altın ve gümüşün yanı sıra çelik, şeker, biber ile Hindistan’a özel bazı tarım ürünleri üzerine işlemler yapılmaktadır. Piyasanın temel katılımcıları arasında üreticiler, yatırımcılar ve piyasada işlem gören ürünleri ara mal olarak kullanan firmalar bulunmaktadır.

Piyasada altına ve gümüşe dayalı 4 farklı işlem tipi bulunmaktadır. Söz konusu işlem tipleri teslimat merkezleri ve teslimat süreleri bakımından farklılıklar göstermektedir. Buna göre piyasada Mumbai, Mumbai T+1, Ahmedabad, Ahmedabad T+1 işlem tipleri bulunmaktadır. Altın işlemleri 1 kilogramlık sözleşmeler üzerinden haftanın altı günü boyunca yapılmaktadır. Hafta içi günlerde işlemler yerel saat ile 10:00 ile 21:00 arasında, cumartesi günleri ise 10:00 ve 14:00 arasında yapılmaktadır. İşleme konu olan altının en az %99,5 saflıkta olması gerekir. Üye başına pozisyon limiti 6.000 kilogram ile sınırlandırılmıştır. Piyasadaki işlemlerin güvenliğini borsa bünyesinde yer alan takas kurumu sağlamaktadır. Bu amaçla üyelerden %5 ile %7 oranında değişen pozisyon teminatları talep etmektedir. Fiyat kotasyonları Hindistan para birimi Rupî cinsinden ilan edilmektedir. Piyasada işlem gören gümüş işlemleri ise 30 kilogram büyüklüğündeki %99,9 saflıktaki sözleşmeler üzerine gerçekleştirilmektedir.

¹⁴² Shanghai Gold Exchange, <http://www.sge.sh/redirect.asp?locale=1033> (30.03.2009)

Çok köklü bir geçmişı bulunmayan piyasadaki kıymetli madenler işlemleri de oldukça yenidir. Altın ve gümüşe dayalı işlemlerin borsa bünyesinde işlem görmeye başlaması Şubat 2009 tarihinde yapılan düzenlemelerle gerçekleştirilmiştir.¹⁴³

¹⁴³ www.ncdexspot.com (30.04.2009)

5. TÜRKİYE’DE ALTIN PİYASALARI VE ALTIN FİYATLARININ OLUŞUMUNDAKİ ETKENLERİN ANALİZİ

5.1. Türk Altın Piyasasının Yıllar İtibariyle Gelişimi

Altın ticareti, Türkiye’de farklı aşamalardan geçerek liberal bir yapı kazanmıştır. Türkiye ekonomisinin her alanında serbest piyasaya geçiş politikalarının uygulanması ile alınan yapısal değişiklik kararları, altın sektörünün gelişimi açısından da önemli bir rol oynamıştır. Türkiye’deki altın piyasasının gelişimini farklı dönemler altında incelemek mümkündür. 1980 öncesi altın ithalinin tamamen yasak olduğu dönem, 1980 ile 1988 yılları arasında altın ticaretinin göreceli olarak serbestleşmeye başladığı dönem ile 1989 sonrasında günümüze kadar olan altın ticaretinin tamamen serbestleştirildiği dönem.¹⁴⁴

5.1.1. 1980 Öncesi Dönem

Cumhuriyet’in kuruluşuyla birlikte Türkiye, dışa kapalı ve korumacı bir ekonomik sistemi benimsemiştir. 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında çıkarılan kanunla vatandaşların yurt çapında döviz bulundurması yasaklanmıştır. Elinde bulunan dövizleri Merkez Bankası’nda Türk Lirası’na çevirmeyenler hakkında ise hapis yolu açılmıştır. İthalat ve yurtdışı seyahatleri konusunda katı uygulamalar devreye sokulmuş, Türk vatandaşlarının yurt dışında yatırım yapmaları yasaklanmıştır. Bu dönemde yurda gelen turistler yanlarında getirdikleri dövizini deklare etmek ve harcamalarını belgelemek zorundaydılar.

Cumhuriyetin kurulmasından 1960 yılına kadar, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası için altın rezervinin birikiminin sağlanması önemli bir hedef olmuştur. 1960-1980 döneminde ise, dikkatler iç ve dış altın akımları üzerinde yoğunlaşmış, altın kaçakçılığını kontrol etmeye yönelik çabalar arttırılmıştır.

¹⁴⁴ Türkiye Ekonomi Bankası, *Gold in Turkey The Jeweller’s Trade*, s.32

Buna rağmen tüm bu süreç boyunca, devletin altın kaçakçılığını önleme yolunda uygulamaya koyduğu bütün tedbirler yetersiz kalmıştır. Ülkeye yasal olarak altın girişi yapılmamasına rağmen, diğer ülkelerin dış ticaret verilerinden elde edilen bilgilere göre Türkiye'nin 1950 ile 1980 yılları arasında net altın ithalatçısı bir ülke konumunda olduğu görülmektedir. Bu dönem boyunca altın ve döviz ticaretinin özellikle İstanbul'da oluşan karaborsa piyasalarda yürütüldüğü görülmektedir. Yine bu dönemde ülkeye yasal olmayan yollardan girişi yapılan altın miktarının yıllık 80 ton düzeyinde olduğu tahmin edilmektedir.

1980 öncesi dönemde altın sıklıkla dış ticaretin finansmanında da kullanılmıştır. 1970'lerin sonunda döviz krizinin önemli boyutlara ulaştığı ve hammadde ithalatı için döviz transferinin yapılamadığı dönemde, ödemeler için gerekli transferler Tahtakale'den gerçekleştirilmiş, ülkeden önemli miktarda altın çıkışı olmuştur.¹⁴⁵ Resmi olmayan piyasa sayesinde Türkiye o tarihlerdeki gelişimini sürdürebilmiştir.

Bu dönemde altın ithalatının ve ihracatının yasak olması, altın kaçakçılığının çok yüksek karlarla yapılması sonucunu doğurmuştur. Uluslararası altın fiyatları ile ülke içinde geçerli olan fiyatlar arasında çok yüksek düzeyde farklılıklar oluşmuştur. Söz konusu durum özellikle altını girdi olarak kullanan kuyumculuk sektörünün gelişimini olumsuz yönde etkilemiştir.

5.1.2. 1980-1988 Arası Dönem

1980 ile 1988 yıllarını kapsayan dönemi altının ticaretinin tamamen yasak olduğu dönemden, tamamen serbestleştiği döneme bir geçiş süreci olarak değerlendirmek mümkündür. Devletin altın piyasası üzerindeki sıkı kontrolünün daha fazla sürdürülemeyeceğinin anlaşılmasıyla birlikte altın ticaretinin serbestleştirilmesi yolunda bazı önemli adımların atılması bu döneme rastlamıştır. 1979-1980 Süleyman Demirel hükümeti döneminde ekonomide köklü bir değişim ve dönüşüm sağlamayı amaçlayan ve literatüre 24 Ocak Kararları olarak geçen kararlar alınmıştır. Bu politika değişikliğindeki temel amaç piyasalarda liberalizasyonu sağlamak ve buna bağlı olarak

¹⁴⁵ M.Göknil Vural, „Altın Piyasası ve Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörler”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2003, s.62

da kapalı ekonominin dünya piyasaları ile bütünleşmiş global bir ekonomiye dönüşümünün sağlanmasıdır. Ekonominin her alanında serbest piyasaya geçiş programının uygulanması ile alınan yapısal değişiklik kararları , altın sektörünün gelişimi açısından da önemli bir aşama olmuştur.

Programın ilk aşamasını oluşturan döviz kurları liberalizasyonu, altın ticaretinin liberalizasyonunu da gerekli kılmıştır. Dünyanın finans merkezlerinde altın ve dövizlerin değerlerinin aynı anda oluşurken, Türkiye’de döviz kurlarının değerinin altından bağımsız olarak oluşması uygulamada önemli sorunlara yola açabilirdi. 1983 ve 1984 yılında alınan kararlarla altın ithali belirlenen esaslara uymak kaydıyla serbest bırakılmıştır. Yine aynı kararlarda altının ve döviz kurlarının, Türk Lirası karşısındaki değerlerinin tespitinde T.C. Merkez Bankası’na yetki verilmiştir.¹⁴⁶ Bu kararlar doğrultusunda Türkiye’nin ilk organize altın piyasası olarak nitelendirilebilecek Türk Lirası Karşılığı Altın Piyasası 1984 yılında Merkez Bankası nezdinde kurulmuştur. Bu piyasada Merkez Bankası tarafından ithal edilen altınlar yurt içindeki bireylere ve kurumlara Türk Lirası karşılığında satılmıştır. Bununla birlikte 1983 ve 1989 yılları arasında yasal olmayan yollardan altın girişinin devam ettiği de gözlenmektedir. 12 Eylül 1980 askeri darbesiyle, 1982 yılına kadar yavaşlama eğilimi gösteren altın kaçakçılığı , 1983-1988 yılları arasında büyük boyutlara ulaşmıştır.

5.1.2.1. Türk Lirası Karşılığı Altın Piyasası

Altın ithalat ve ihracatının serbestleştirilmesi yönünde alınan kararlar doğrultusunda Merkez Bankası hızla harekete geçmiştir. 1984 yılı sonlarına doğru, Türkiye’de altın ithalini bir sistem içine alan “Türk Lirası Karşılığı Altın Piyasası’nı” kurmuştur. Merkez Bankası, İsviçre bankalarından konsinye bazda altın ithal edip Türkiye’deki kişi ve kurumlara Türk Lirası karşılığında satmaya başlamıştır. 1985 yılının Ocak ayında piyasa bünyesindeki ilk altın satışları gerçekleşmiştir. Altın fiyatlarının tespit edilmesinde yine Merkez Bankası tarafından tespit edilen resmi Dolar/ Türk Lirası kuru kullanılmıştır. Fakat Merkez Bankası’nın bir önceki günün döviz kotasyonlarını kullanması çeşitli sorunlar yaratmıştır. Resmi döviz kurlarıyla serbest

¹⁴⁶ Murat Güvenç. **Altın Piyasasında Arz-Talep ve Aktörler**, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:16,2006, s.89

piyasada oluşan döviz kurları arasında oluşan %1-2 düzeyindeki farklar Merkez Bankası'ndan altın alımı yapanlar için önemli arbitraj imkanları doğurmuştur. Bu tip kolay karların önüne geçebilmek amacıyla Merkez Bankası resmi döviz kurlarını 1986 yılı itibarıyla, serbest piyasada belirlenen kurların üzerinde olacak şekilde tespit etmeye başlamıştır. Bu durum piyasadaki altın ithalatının gerilemesi sonucunu doğurmuştur. Nitekim 1985 yılında 28 ton olarak gerçekleşen resmi altın ithalatı, 1986 yılına gelindiğinde 8 tona gerilemiştir. 1987 ve 1988 yıllarında da resmi ithalat rakamları bu düzeyde seyretmeye devam etmiştir.¹⁴⁷

Türk Lirası Karşılığı Altın Piyasası olumlu bir girişim olmasına rağmen ilerleyen dönemlerde yeterli gelişimi gösterememiştir. Bu durumun en temel nedeni altın fiyatının Türk Lirası cinsinden belirlenmesi olarak gösterilmektedir. Nitekim ilerleyen yıllarda Merkez Bankası bünyesinde “Döviz Karşılığı Altın Piyasası'nın” açılması bu durumun en somut ispatıdır. Bununla birlikte, Merkez Bankası ile piyasa katılımcıları arasında aracılık görevini üstlenecek finansal kuruluşlara sistem içinde yer verilmemesi sistemin bir diğer eksiği olarak gösterilmektedir. Sistemdeki tüm bu aksaklıklara rağmen Merkez Bankası Şubat 1989'a kadar altın satışına devam etmiştir.

5.1.3. 1989 Sonrası Dönem

Bu dönemde Türkiye'deki altın ticaretinin serbestleşmesi yönünde çok önemli adımlar atılmıştır. Merkez Bankası, yoğun bir şekilde devam eden altın kaçakçılığını önlemek amacıyla işlenmemiş altın ticaretinin yapılabileceği yeni bir piyasa kurma yoluna gitmiştir. Döviz karşılığı altın ticaretinin yapıldığı bu piyasa, altın ticaretinin serbestleşmesi yolunda atılan en önemli adımlardan biri olarak nitelendirilmektedir. Piyasanın faaliyete geçmesiyle birlikte altın ithalatı hızla artmış olmasına rağmen, Körfez Savaşı gibi dış etmenler nedeniyle dalgalanmaların yaşandığı da gözlenmiştir. 3 Mart 1993'te Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ile ilgili 32 Sayılı Karar'da değişiklik yapılarak İstanbul Altın Borsası'nın kurulmasının yolu açılmıştır. Bu değişiklik ile altın ithali ve ihracı üzerindeki Merkez Bankası egemenliği kaldırılmıştır. Böylece altın fiyatının Merkez Bankası'nca belirlenmesi yerine serbestçe

¹⁴⁷ Türkiye Ekonomi Bankası, *Gold in Turkey The Jeweller's Trade*, s.34

belirlenmesine izin verilmiştir. Merkez Bankası'na ve yetkili bankalara işlenmemiş altın ithali için izin verilirken, bir yandan da geçici altın ithali ile ilgili düzenlemeler kolaylaştırılmıştır. Alınan bu kararlar İstanbul Altın Borsası'nın kurulmasına bir hazırlık niteliği taşımaktadır. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz altın ticaretini sekteye uğratmış, altın ithalatını önemli ölçüde düşürmüştür. 1995 yılından itibaren tekrar toparlanma sürecine giren altın, 26 Temmuz 1995 tarihinde İstanbul Altın Borsası'nın faaliyete geçmesiyle birlikte Merkez Bankası tekelinin bulunmadığı organize bir piyasa ortamına kavuşmuştur.¹⁴⁸

5.1.3.1. Döviz Karşılığı Altın Piyasası

Döviz Karşılığı Altın Piyasası, Türk Lirası Karşılığı Altın Piyasası'nda yapılan hatalar göz önüne alınarak yapılandırmaya çalışmıştır. Merkez Bankası, işlenmemiş altın ithalindeki tek yetkili kuruluş olma özelliğini koruyarak 29 Şubat 1989 tarihinde "Döviz Karşılığı Altın Piyasası'nı" kurmuştur. Bankalar, özel finans kurumları ile yetkili müesseseler, döviz karşılığı altın ticareti yapmaya yetkili kılınmışlardır.¹⁴⁹ Özel finans kurumlarından kasıt, İslami kurallar çerçevesinde faaliyet gösteren finans kurumlarıdır. Yetkili müesseseler ise altın işlemleri yapmak üzere yeni oluşturulan kuruluşlardır. Bu tür kurumlar genellikle önceki dönemlerde gayri resmi altın piyasasında işlem yapan kişilerce kurulmuştur. Bu piyasanın kurulması, Türkiye altın piyasasının serbestleştirilmesinde çok önemli bir gelişme olarak gösterilmektedir. Bu dönemde altın ithalatının toplam ithalat içindeki payı binde 8'den yüzde 6'ya yükselmiştir.¹⁵⁰ Yeni kurulan piyasa bir öncekinin aksine daha etkin bir şekilde işlemiştir. İşlemler döviz ve efektif karşılığı yapıldığından bu piyasadaki döviz kuru riski ortadan kaldırılmıştır. Ancak, sistem içindeki kurumların halka Türk lirası karşılığında altın satması zorunluluğu getirilmiştir. Yeni kurulan bu altın piyasası dünya altın piyasalarıyla bağlantılı olarak çalışmıştır. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın konumu piyasadaki alım ve satımları birbirine eşleştiren bir aracı şeklinde olmuştur. Merkez Bankası piyasa işlemleriyle ilgili altın pozisyonunu tutmamıştır. Bu

¹⁴⁸ Türkiye Ekonomi Bankası, *Gold in Turkey The Jeweller's Trade*, s.35

¹⁴⁹ Sinan Aslan, *Altın ve Altına Dayalı İşlemler Muhasebesi*, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:3,1999,s.39

¹⁵⁰ Murat Güvenç, *Altın Piyasasında Arz-Talep ve Aktörler*, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:16,2006,s.89

olumlu gelişmeler ortamında altın tacirlerinin ve imalatçılarının en önemli sorunu Merkez Bankası'nın monopol konumunda bulunmuş olmasıdır. Buna rağmen tüm yönleriyle değerlendirildiğinde Döviz Karşılığı Altın Piyasası'nın önemli bir gelişme olduğu yadsınamaz.

5.2. İstanbul Altın Borsası

Altın ve altın dışındaki kıymetli metallerle her türlü dövizin ithal ve ihracının 1930'lu yıllardan itibaren Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu ile yasaklanması, bu ticaretin devletin bilgisi dışında yasadışı yollardan yapılmasına neden olmuştur. Bu düzenleme 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı'ndan Türkiye'yi korumuş olmasına rağmen, sonraki yıllarda etkinliğini kaybetmeye başlamıştır. 1989 yılında Merkez Bankası'nın altın ithalatını serbest bırakmasıyla Türkiye'de altın kaçakçılığına son verilmiş ve altın ithal ve ihracı yasal yollardan yapılmaya başlanmıştır.¹⁵¹ 1993 yılında Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar'da yapılan değişikliklerle altının fiyatının belirlenmesi ile ithalatı ve ihracatı serbestleştirilmiştir. Altının liberalleştirilmesi yönünde alınan kararlarla ithal ve ihraç aşamasında kolaylıklar getirilmiştir. Altın konusundaki bu gelişmeler sonucu sektörde yaşanan hızlı büyüme ekonomik açıdan büyük potansiyel taşıyan altın konusunda yeni kararlar alınmasını hızlandırmıştır. Alınan yeni kararlarla altın sektörünün yeniden yapılandırılması amaçlanmıştır.

Yeniden yapılanma sürecinde en önemli gelişme İstanbul Altın Borsası'nın kurulmasıyla altının organize bir piyasada işlem görmesidir. İstanbul Altın Borsası, altının finansal sisteme kazandırılmasında, altına dayalı yatırım araçlarının geliştirilmesinde ve uluslararası boyut kazanmasında önemli bir aşama olmuştur. İstanbul Altın Borsası ile birlikte altın fiyatları dünya fiyatlarına paralellik kazanmış, ithal edilen altınların genel kabul gören saflık ve standartta olması zorunluluğu getirilmiş ve altının kayıt altına alınmasıyla sistemin şeffaf bir yapı kazanması sağlanmıştır.¹⁵²

¹⁵¹ İstanbul Altın Borsası Başkanlığı, İstanbul Altın Borsası ve Kıymetli Madenler Sektörü, s.4

¹⁵² İstanbul Altın Borsası, İAB Hakkında, <http://www.iab.gov.tr/borsa.asp> (22.04.2009)

Kısa sürede yakaladığı işlem hacmiyle Türk finans sisteminde yerini alan İstanbul Altın Borsası, 15 Ağustos 1997 tarihinde Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nı açarak altına dayalı vadeli işlem piyasasını yatırımcıların kullanımına sunmuş ve altın piyasasındaki ürün çeşitliğini arttırmıştır. Bununla birlikte 1 Ekim 1999 tarihinde Standart dışı altın işlemlerine başlanması suretiyle altın piyasasının kullanımının yaygınlaştırılması hedeflenmiştir. 24 Mart 2000 tarihi ise İstanbul Altın Borsası için bir diğer dönüm noktası olmuştur. Bu tarihte borsa bünyesinde Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası da devreye sokulmuştur. Faaliyete geçtiği dönemde sadece altının işlem görmesi mümkünken, yapılan düzenlemeler sonucunda 9 Temmuz 1999 tarihinden itibaren borsada işlem gören kıymetli madenlerin sayısı gümüş ve platinin de eklenmesiyle üçe yükselmiştir.¹⁵³

5.2.1. İstanbul Altın Borsası'nın Hukuki Alt Yapısı

Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır. Bunun sonucu olarak, mali sistemin önemli bir parçası olan altın konusunda da gerekli düzenlemelerin yapılması zorunluluğu ortaya çıkmıştır. 32 Sayılı Karar'da 1993 yılında yapılan değişikliklerle, altın fiyatının dünya fiyatlarına paralel olarak belirlenmesi ile ithalatı ve ihracatı serbest bırakılmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda 1992 yılında yapılan değişiklik neticesinde "Kambiyo ve Kıymetli Madenler Borsası" başlıklı 40/A maddesi ile "Kambiyo ve kıymetli madenlerle ilgili borsaları kurmaya, bu borsaların çalışma esaslarını tespiti, bu borsalarda faaliyet gösterecek araçlarla ilgili esasları belirlemeye, bu borsaların ve araçların izleme ve denetimi ile ilgili düzenlemeleri yapmaya ilgili bakanlık yetkilidir" hükmü getirilmiştir. Belirtilen yasal çerçeve içinde 1993 yılında "Kıymetli Madenler Borsalarının Kurulu ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik" yürürlüğe girmiştir. Bu yönetmeliği sırasıyla "Kıymetli Madenler Borsası Üyelik Belgesi Verilme Esasları ile Kuruluş ve Faaliyet Şartlarına İlişkin Yönetmelik", "Kıymetli Madenler Borsalarında İşlem Görecekt Altın Standartları ve Rafinerileri Tebliği" ve "İstanbul Altın Borsası" yönetmeliği izlemiştir. Son olarak da Devlet Bakanlığı onayı ile İstanbul Altın

¹⁵³ İstanbul Altın Borsası, Kronoloji, <http://www.iab.gov.tr/krono.asp> (22.04.2009)

Borsası'nın kuruluş işlemleri tamamlanmış ve İstanbul Altın Borsası 26 Temmuz 1995 tarihinde resmen faaliyete geçmiştir.¹⁵⁴

5.2.2. İstanbul Altın Borsası'nda Piyasalar

İstanbul Altın Borsası bünyesinde faal durumda bulunan iki piyasa bulunmaktadır. Bunlar “Kıymetli Madenler Piyasası” ile “Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası”dır. Bununla birlikte 1997 yılında açılan ve Türkiye’de bir ilk teşkil eden Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası’nın faaliyetine 2006 yılında son verilmiştir. Bu bölümde borsa bünyesinde bulunan piyasalara değinilecektir. İzmir’de açılan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’nın temelini oluşturması nedeniyle “Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası” da bu kapsam dahilinde ele alınmıştır.

5.2.2.1. Kıymetli Madenler Piyasası

İstanbul Altın Borsası’nın spot işlemlerin yapıldığı temel piyasasıdır. 26 Temmuz 1995 tarihinde borsanın açılmasıyla birlikte faaliyete geçmiştir. Üye kuruluşlar tarafından yurtdışından ithal edilen altının tam rekabet şartlarında alım satımının yapıldığı organize bir piyasa konumundadır. İlk açıldığı dönemde sadece altına dayalı işlemler gerçekleşmesine rağmen ilerleyen dönemde işlem gören kıymetli madenlere yenileri eklenmiştir. Yapılan yasal düzenlemeler sonucu gümüş ve platinin 9 Temmuz 1999 tarihinden itibaren borsa bünyesinde işlem görmeye başlamasıyla altın piyasası, fiili olarak kıymetli madenlerin işlem gördüğü bir piyasa konumuna gelmiştir.

Kıymetli Madenler Piyasası'nda işlemler, üye işlem temsilcileri tarafından seans salonunda bulunan işlem terminalleri veya uzaktan erişim ile iletilen emirlerin, otomatik eşleşme kuralına göre en iyi alım ve en iyi satım emirlerinin birbirini karşılaması suretiyle gerçekleşmektedir. Fiyat ve zaman önceliği kurallarına uygun olarak çoklu fiyat yöntemi esastır. İşlemler, seans ve internet seansı olmak üzere 2 seansta gerçekleşmektedir. Seans 09:45 - 17:30 arasında gerçekleştirilir. İnternet seansı ise hafta sonu ve resmi tatiller de dahil olmak üzere akşam 17:45'den ertesi sabah saat 09:40'a kadar yapılmaktadır. Kıymetli Madenler Piyasası'nda takas işlemleri, Takas

¹⁵⁴ Serdar Çıtak. *Altın(24 Ayar'ın Hikayesi)*, 2. Baskı, İstanbul: Düşüldüzyı Yayınları, 2006, s. 82

Merkezi ve Borsa'nın anlaştığı takas bankası aracılığıyla yürütülür. Borsa Takas Merkezi alıcı için satıcı, satıcı için alıcı rolünü üstlenerek altın ve nakit alacaklarını, tarafları fiziken karşılaştırmadan yerine getirir. Takas Merkezi üstlendiği bu konumu gereği yükümlülüklerin yerine getirilmemesi riskini de üstlenmiş olur. Üstlenilen bu risk nedeniyle borsa tarafından üyelerden yapacakları işlemler karşılığında teminat tesis etmeleri istenir. Piyasada temel olarak iki teminat türü bulunmaktadır. Bunlardan ilki üyelerin işlemleri dolayısıyla diğer üyelere ve borsaya karşı yükümlülüklerini yerine getirmemelerine karşı yatırmak zorunda oldukları üyelik teminatıdır. Diğerisi ise üyelerin işlem yapabilmeleri için gerekli olan işlem teminatıdır. Söz konusu teminatların farklı şekilde yatırılması mümkündür. Borsa tarafından teminat olarak kabul edilen değerler şu şekildedir.¹⁵⁵

-Türk Lirası

-Yönetim Kurulu'nca cinsleri belirlenen efektif ve dövizler

-Banka teminat mektupları

-Her türlü Devlet Tahvili ve Hazine Bonoları.

-Borsa Takas Merkez'ine teslim edilen kıymetli madenler

Bir üyenin yapabileceği işlem miktarı, T+0 dan T+5 e kadar olan vadelerde toplam işlem teminatının ve kasasında bulundurduğu kıymetli maden toplamının 25 katı, T+6'dan T+9'a kadar olan vadelerde ise 15 katıdır. Kıymetli Madenler Piyasası'nda gerçekleşen işlemlerden alıcıdan ve satıcıdan 0,00015 (onbinde bir buçuk) olmak üzere toplam 0,0003 (onbinde üç) komisyon alınmaktadır. Piyasa'da işlemler TL/kg, ABD Doları/ons ve Euro/ons üzerinden gerçekleşir. TL/kg ve USD/ons işlemlerinin valörü aynı günden (T+0) başlamak üzere dokuz iş gününe (T+9) ve öğleden sonra 16:00'ya kadardır. Euro/ons işlemlerinin valörü ise aynı gün (T+0) veya ertesi iş günüdür (T+1). Sabah seansında gerçekleşen (T+0) valörlü işlemleri takası aynı gün yapılır.Valörlü

¹⁵⁵ İstanbul Altın Borsası, Piyasa İşlem Kuralları, <http://www.iab.gov.tr/pik.asp> (21.04.2009)

işlemlerin takası ise vade tarihinde 1.seansın takas işlemleri ile gerçekleştirilir. Piyasada üç farklı işlem tipi bulunmaktadır.

-Standart Kıymetli Madenler İşlemleri

-Standart Dışı Kıymetli Madenler İşlemleri

-Cevherden Üretim Kıymetli Madenler İşlemleri

Standart kıymetli maden işlemleri daha önce de değinildiği gibi altın, gümüş ve platinden oluşan üç tür kıymetli maden türü üzerinden gerçekleşmektedir. Standart altın işlemlerinde minimum emir miktarı 100 gram olup bu miktarın üzerindeki emirler 100 gram ve katları olarak artar. Her bir altın külçe alım satım emri aynı külçe tipi ile eşleşmekte ve takası bu külçeler bazında yapılmaktadır. 1 kg'lık şekillendirilmiş standart altın külçe dışındaki külçelerin alım satımına ilişkin emirlerde külçe tipi belirtilir. Standart gümüş ve platin işlemlerinde minimum emir miktarı 5 kg olup bu miktarın üzerindeki emirler 1 kg ve katları olarak artar. İşlem görecektir standart kıymetli madenlerin saflık ayarının, altın için en az 995/1000, gümüş için en az 99.9/100, platin için en az 99.95/100 olması zorunludur.

İstanbul Altın Borsası'nın zaman içinde getirmiş olduğu yeniliklerden bir diğeri de standart dışı kıymetli madenlerin işleme konu olmaya başlamasıdır. Halkın elindeki atıl kıymetli madenlerin daha iyi değerlendirilmesi ve ülke ekonomisine kazandırılması amacıyla borsa bünyesinde, kıymetli madenler piyasalarında hurda altın olarak tanımlanmakta olan standart dışı kıymetli madenlerin işlem görmesine 1 Ekim 1999 tarihinde başlanmıştır.¹⁵⁶

Standart dışı kıymetli maden işlemlerinde, standart kıymetli madenler işlemlerinde geçerli olan piyasa kuralları geçerli değildir. Saflık dereceleri 585/1000 ve 995/1000 arasında olan altın, 90.0/100 ve 99.9/100 arasında olan gümüş ve 90.0/100 ve 99.95/100 arasında olan platin külçe, bar, dore bar ve granüller standart dışı kıymetli

¹⁵⁶ Murat Güvenç, **Altın Piyasasında Arz-Talep ve Aktörler**, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:16,2006,s.99

maden olarak işlem görür. Bu tip işlemlerde en düşük emir miktarı bulunmamaktadır. Söz konusu kıymetli madenlerin kilogram ve gram katlarıyla işlem görmesi esastır.

Kıymetli madenler piyasasında gerçekleşen üçüncü işlem türü ise cevherden üretilen kıymetli madenlerin alım satım işlemine konu olmasıdır. Bu işlemler, yurt içinde cevherden üretilen dore bar, granül ve diğer şekillerdeki kıymetli madenlerin, Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü veya bu kurumun belirleyeceği kuruluşlarca düzenlenecek ayar raporunda yer alan miktarlarına göre ayrı ayrı işlem yapılmak suretiyle alınıp satılmasını kapsar. En düşük emir miktarı standart dışı kıymetli madenler işlemlerinde olduğu gibi bulunmamaktadır.¹⁵⁷

5.2.2.2. Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası

Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası, altın arz ve talep eden kuruluşların organize bir piyasa ortamında karşılaşması, kuyumculuk kesiminin üretim finansmanının daha düşük maliyetle temin edilmesi ve finansal piyasalarda altının işlem görerek menkul kıymetleştirilmesi amacıyla İstanbul Altın Borsası bünyesinde 24 Mart 2000 tarihinde faaliyete geçmiştir. Kıymetli Madenler Ödünç Piyasasında iki çeşit işlem gerçekleştirilir:

- Kıymetli maden ödünç almak veya ödünç vermek üzere gerçekleştirilen ödünç işlemleri
- Gerçekleşen ödünç işlemlerini ifade eden sertifikaların alım satımı yoluyla gerçekleştirilen sertifika işlemleri

Piyasada işlemler, üyelerin, temsilcileri vasıtasıyla emirlerini yazılı olarak Borsa eksperlerine iletmesi, bu emirlerin eksperler tarafından bilgisayar sistemine girilerek fiyat ve zaman önceliği kuralına göre otomatik olarak eşleşmeleri yoluyla gerçekleşir. Ödünç işlemlerinde verilen alım emirlerinde en yüksek faiz oranlı, satım emirlerinde en düşük faiz oranlı emirler en iyi emir olarak kabul edilir. Sertifika işlemlerinde ise alımda en düşük faiz oranlı, satımda en yüksek faiz oranlı emirler en iyi emir olarak kabul edilir. Piyasa'da gerçekleşen işlemlerde işlem birimi kg'dır. İşlemlerde

¹⁵⁷ İstanbul Altın Borsası, Kıymetli Madenler Piyasası, <http://www.iab.gov.tr/kmp.asp> (11.04.2009)

alt limit en az 5 kg olmak zorundadır. İşlem emirlerinin miktarı 1 kg ve katları olarak artar. Bir aya kadar her iş günü, bir aydan sonra ise 30 gün aralıklarla 360 güne kadar vadelerle işlem yapmak mümkündür. Gerçekleşen ödünç işlemlerinin teslimatı fiziki teslimat veya nakit uzlaşma olarak gerçekleşme şansı vardır. Ödünç işlemleri, altında 1000/1000, gümüş ve platinde ise 100/100 saflık dereceleri esas alınarak yapılır.

Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası'nda seanslar, iş günlerinde 11:00-16:30 saatleri arasında olmak koşuluyla tek seans olarak gerçekleştirilir. Piyasada gerçekleşen ödünç işlemleri; aynı gün (T+0) valörlüdür. Sertifika işlemlerinin valörü ise bir gündür (T+1). Kıymetli Madenler Piyasası'nda olduğu gibi takas merkezi, tarafların birbirlerine karşı olan takas ve teslimat yükümlülüklerinin yerine getirilmesini sağlayarak takas ve teslimat işlemlerinde üyeler için karşı tarafı temsil eder. Takas kurumunun bu güvenceyi verebilmesi Kıymetli Madenler Piyasası'nda geçerli olan teminat sisteminin varlığı ödünç piyasası için de zorunludur.¹⁵⁸

Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası'nın varlığı ülke ekonomisinde atıl durumda bulunan altının sermaye piyasalarına kazandırılması yolunda atılan en önemli adımlardan biridir. Özellikle ülkemiz kuyumculuk sektörünün gelişimi için en temel şart olan, fon fazlası olan kesimden fon ihtiyacı olan sektör firmalarına transferin kolayca sağlanabileceği bir piyasanın varlığı son derece önemlidir. Bu sayede altın talep eden kesim düşük maliyetle ve ihtiyaç duyulan vadelerde finansman sağlarken, elinde uzun ve kısa vadeli fon fazlası bulunan kesimin de fon fazlasını değerlendirerek getiri elde etmesi amaçlanmaktadır. Bu şekilde hammadde temini açısından yurtdışına bağlı olan ve kısıtlı imkanlarla kaynak yaratmaya çalışan kuyumculuk sektörünün gelişimine katkıda bulunulacağı düşünülmektedir.¹⁵⁹

5.2.2.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası

İstanbul Altın Borsası bünyesinde günümüzde faaliyet göstermemekle birlikte, 1997 yılından 2006 yılına kadar faaliyette kalmış vadeli işlemler piyasasına da değinilecektir. Bu piyasanın yeterince etkin çalıştırılmadığı görülse de 2005 yılında

¹⁵⁸ İstanbul Altın Borsası, Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası, <http://www.iab.gov.tr/kmop.asp> (09.04.2009)

¹⁵⁹ Serdar Çıtak, **Altın(24 Ayar'ın Hikayesi)**, 2. Baskı, İstanbul: Düşüldüzi Yayınları, 2006, s. 86.

İzmir’de faaliyete geçmiş olan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’nın bir benzeri olması açısından incelenmesi önem taşımaktadır.

İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler Piyasası 15 Ağustos 1997 tarihinde faaliyete geçmiştir. Piyasa bu dönemde aralarında banka, aracı kurum ve diğer yetkili müesseselerin de bulunduğu toplam 31 üye ile faaliyete başlamıştır. Spot altın piyasasının yanı sıra vadeli altın işlemlerinin organize bir piyasada yapılabilmesi açısından Türkiye’de bir ilki teşkil etmektedir.

Piyananın ilk açıldığı dönemde işleme konu olan sözleşmeler 3 kg tutarında ve 995/1000 ayardaki altın için düzenlenmekteydi. Bu uygulama 2002 yılının Mayıs ayı itibariyle değiştirilmiştir. Buna göre eski düzenlemede 3 kilogram büyüklüğünde olan kontrat 1 kilogram ve 100 ons olarak yeniden belirlenmiştir. Buna göre piyasada Türk Lirası ve Amerikan Doları üzerinden işlem yapmak mümkündür. Türk Lirası işlemleri, içinde bulunulan ay dahil olmak üzere sonraki altı ay için her vadede gerçekleştirilmekteydi. Amerikan Doları üzerinden yapılan işlemlerin ise içinde bulunulan ay dahil, on iki aya kadar her vadede yapılması mümkündür. 2000 yılında yapılan düzenleme kapsamında TL işlemlerinde de vade süresi 12 aya çıkarılmıştır. Söz konusu sözleşmelere ilişkin detaylar aşağıdaki Tablo 21’de yer almaktadır.

Tablo 21 : İAB Vadeli İşlemler Piyasası Sözleşme Özellikleri

	Sözleşme 1	Sözleşme 2
Dayanak Varlık	995/1000 saflılıkta külçe altın	995/1000 saflılıkta külçe altın
Sözleşme Büyüklüğü	100 ons	1 Kg.
Minumum Fiyat Adımı	5 cent	1 Yeni Kuruş
Vade Ayları	Her ay	Her ay
Son İşlem Günü	İlgili ayın sondan üçüncü iş günü	İlgili ayın sondan üçüncü iş günü
Uzlaşma Şekli	Fiziki teslimat veya nakdi uzlaşma	Fiziki teslimat veya nakdi uzlaşma

Kaynak : İstanbul Altın Borsası, **İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler Rehberi**, İstanbul Altın Borsası Yayınları No:4, İstanbul

Vadeli işlemler piyasasında seans, spot piyasanın açık bulunduğu iş günlerinde 11:00 ile 16:00 saatleri arasında gerçekleştirilmekteydi. Her organize vadeli işlem piyasasının temel kurumlarından olan takas kurumu ve buna bağlı olarak uygulanan teminat sistemi İstanbul Altın Borsası için de geçerliydi. Takas kurumu alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konumunda bulunup taraflar arasındaki kredi riskini ortada

kaldırmaktaydı. Bu garantörlük görevini yukarıda da belirtildiği gibi teminat sistemi aracılığıyla gerçekleştirmekteydi. Piyasada esas olarak iki teminat türü bulunmaktaydı. Bunlardan ilki olan başlangıç teminatı, günlük fiyat hareketlerindeki dalgalanmalara karşı üyelerin yapacakları her işlem için hesaplarında bulundurmaları gereken asgari teminat tutarıdır. Bu tutar borsa tarafından sözleşme başına 500 ABD Doları olarak tespit edilmiştir. Bununla birlikte vadeli işlemler piyasasında işlem yapmak için üyenin hesabında bulundurulması gereken asgari başlangıç teminatı tutarı 200 sözleşmeyi temsil eden 100.000 ABD Doları olarak belirlenmiştir. İkinci teminat türü olan sürdürme teminatı ise başlangıç teminatından bağımsız olarak üyelerin gün sonundaki açık pozisyon sayısına göre belirlenirdi. Bu tutar borsa tarafından günlük açık pozisyon sayısının %5'i olarak tespit edilmişti.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda iki tür teslimat şekli de uygulanmaktaydı. Fiziki teslimat esas olmakla birlikte, üyelerin nakdi uzlaşmaya karar vermeleri halinde teslimat, nakdi uzlaşma şeklinde de yapılabilirdi. Nakdi uzlaşma için borsaya yazılı bildirimde bulunulması zorunluydu.¹⁶⁰

5.2.2.3.1. Vadeli İşlem Piyasasının Gelişmemesinin Nedenleri

Vadeli İşlemler Piyasası Türk finans sektörüne ilk kez sunulan bir yatırım aracının işlem gördüğü bir piyasa olarak faaliyete geçmiştir. Fakat beklenenin aksine Vadeli İşlemler Piyasası'nda yeterince işlem gerçekleşmemiş, bunun sonucu olarak da derinlik ve likiditeden yoksun bir piyasa ortamı, performansın düşük kalmasına sebep olmuştur. Vadeli İşlemler Piyasası'nda; açıldığı 15 Ağustos 1997 tarihinden 17 Ağustos 2000 tarihine kadar geçen üç senelik dönemde Dolar bazında 619 sözleşme işlem görmüş, TL bazında işlem gören sözleşmeler ise 70 adetle sınırlı kalmıştır.¹⁶¹

¹⁶⁰ İstanbul Altın Borsası, **İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler Rehberi**, İstanbul Altın Borsası Yayınları No:4, İstanbul, s.32

¹⁶¹ Türk Mücevhercileri Birliği, Vadeli İşlemler Piyasası, <http://www.taj.org.tr/arsiv.asp> (20.04.2009)

Tablo 22 : İAB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem Hacimleri

Yıl	Vade	Sözleşme Sayısı	İşlem Sayısı	Toplam İşlem Değeri(USD-TL)
1997	USD/ons	445,00	61,00	13.511.486,15
	TL/gr	0,00	0,00	0,00
1998	USD/ons	30,00	3,00	833.433,70
	TL/gr	0,00	0,00	0,00
1999	USD/ons	47,00	10,00	1.197.131,30
	TL/gr	0,00	0,00	0,00
2000	USD/ons	97,00	12,00	1.188.477,59
	TL/gr	70,00	5,00	774.198.332,00
2001	USD/ons	50,00	4,00	971.071,66
	TL/gr	0,00	0,00	0,00
2002	USD/ons	0,00	0,00	0,00
	TL/gr	0,00	0,00	0,00
2003	USD/ons	0,00	0,00	0,00
	TL/gr	0,00	0,00	0,00
2004	USD/ons	0,00	0,00	0,00
	TL/gr	0,00	0,00	0,00

Kaynak: Türk Mücevhercileri Birliği, Arşiv, <http://www.jtr.org.tr/Tr/> (10.01.2009)

İlerleyen dönemlerde piyasa performansın düşük olması da üyelerin daha az işlem yapmalarına sebep olmuş, böylece zincirleme bir sürecin sonunda piyasa etkin bir konuma gelememiştir. Bu durumun nedenlerini şu şekilde özetlemek mümkündür:

Tanıtım ve Eğitim Eksikliği: Vadeli işlem piyasaları gelişmiş ülkelerde yüz yılı aşkın bir süredir faaliyet göstermekle birlikte, dönem itibariyle finansal piyasalardaki gelişimini yeterli düzeyde sağlayamamış Türkiye için oldukça yeni bir kavram olmuştur. Özellikle vadeli işlem piyasalarının en önemli fonksiyonlarından biri olan risk yönetimi kavramının da ülkemiz genelinde yeterince gelişmediği görülmektedir. Bununla birlikte spot altın piyasasındaki derinliğin de çok üst düzeyde olmaması vadeli işlemlerin gelişmesini olumsuz yönde etkilemiştir. Karşılaşılan diğer bir zorluk ise piyasada verilecek kotasyonlarda fiyatlamanın nasıl yapılacağı konusunda üyelerin yeterli bilgi birikiminin olmaması olarak karşımıza çıkmaktadır.

Mevzuattaki Eksikler ve Hukuki Boşluklar: İşlem yapan üyelerin karşılaştıkları çeşitli zorluklar da işlem yapma isteğini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu zorlukların

başında uluslararası piyasalarda da tam olarak açıklığa kavuşmamış bir konu olan vadeli işlemlerin muhasebeleştirilmesi sorunu gelmektedir.

Uluslar arası Rekabet: Global bir nitelik taşıyan dünya finans piyasalarındaki yatırımcılar yeni kurulan ve henüz yeterli derinliği olmayan borsalar yerine 24 saat işlem yapabildikleri likit ve etkin borsaları tercih etmektedirler. Dünyada altına dayalı vadeli işlemlerin yoğunlaştığı belli başlı piyasalar bulunmaktadır. Bu piyasalar likit ve derinliği olan piyasalar olmaları sebebiyle yatırımcıların ihtiyaçlarına göre herhangi bir piyasada her an istedikleri fiyattan ve istedikleri vadede işlem yapmalarına olanak sağlamaktadırlar.¹⁶²

5.2.3. İstanbul Altın Borsası'nda Üyelik

İstanbul Altın Borsası piyasalarında işlemler borsa üyeleri tarafından gerçekleştirilmektedir. İstanbul Altın Borsası'na bankalar, yetkili müesseseler, kıymetli maden aracı kurumları, kıymetli maden üretimi veya ticareti ile iştigal eden anonim şirketler ile yurtdışında yerleşik şirketlerin Türkiye'deki şubeleri üye olabilir. İstanbul Altın Borsası üyeliği kazanan kuruluşlar, kendi mevzuatları ile verilen yetkiler saklı kalmak üzere aracılık faaliyetleri kapsamında:

1-Standartları ve saflık dereceleri Müsteşarlıkça belirlenen kıymetli madenler üzerinden ilgili yönetmeliklerde belirlenen esaslar çerçevesinde; kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına aracılık amacıyla;

-Kıymetli maden alımı ve satımı işlemlerini,

-Kıymetli maden ödünç alınması ve ödünç verilmesi işlemlerini,

-Kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemleri,

2-İşlenmemiş kıymetli madenler ile işlenmiş veya işlenmemiş kıymetli taşların ve bunlardan mamul kıymetli eşyaların ithalat rejimi çerçevesinde ithalini, işlenmiş ve işlenmemiş kıymetli maden ve taşlar ile bunlardan mamul eşyaların yapımında

¹⁶² Türk Mücevhercileri Birliği, <http://www.jtr.org.tr/Tr/> (10.01.2009)

kullanılmak üzere kıymetli maden ve taşların geçici ithalini ve işlendikten sonra mamul ve yarı mamul kıymetli eşya ve taş olarak ihracını yapmaya yetkilidirler.

İstanbul Altın Borsası bünyesinde yer alan piyasalar için üyelik işlemleri ayrı ayrı gerçekleştirilmektedir. Buna göre 30 Mart 2009 tarihi itibarıyla Kıymet Madenler Piyasası'nda 62, Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası'nda ise toplam 9 üye bulunmaktadır. Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası'nda yer alan üyelerin tümü aynı zamanda Kıymetli Madenler Piyasası'nın da üyesidir. Söz konusu üyelerin kuruluş bazında dağılımları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.¹⁶³

Tablo 23 : İAB Üye Kuruluşlar

	Kıymetli Madenler Piyasası Üyeleri	Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası Üyeleri
Bankalar	20	7
Yetkili Müesseseler	22	1
Kıymetli Maden Aracı Kurumları	15	1
Kıymetli Maden Üretimi veya Ticareti ile İştigal Eden Anonim Şirketler	5	0
TOPLAM	62	9

Kaynak : www.iab.gov.tr (30.03.2009)

5.2.4. İstanbul Altın Borsası'nda İşlem Hacmi Ve Yıllar İçinde Gelişimi

Aşağıdaki tabloda İstanbul Altın Borsası'nın kuruluşundan bu yana gerçekleşen işlem sayıları yıllar itibarıyla gösterilmektedir. Söz konusu işlemlerin sınıflandırılmasında işlem birimleri ayrımına gidilmiştir. Buna göre piyasanın kurulduğu günden bu yana TL, USD, Euro ve Alman Markı cinsinden işlemler gerçekleştirilmiştir.

¹⁶³ İstanbul Altın Borsası, Borsa Üyeleri, <http://www.iab.gov.tr/uyeler.asp> (10.05.2009)

Tablo 24 : İAB 1995-2008 Dönemi Altın İşlemleri

YIL	İşlem Sayıları (Adet)				İşlem Miktarı (Kilogram)			
	TL	USD	Euro	Mark	TL	USD	Euro	Mark
1995	1.469,00	614,00	0,00	0,00	60.828,00	18.453,00	-	-
1996	7.308,00	3.236,00	0,00	0,00	102.831,00	71.129,00	-	-
1997	11.171,00	2.597,00	0,00	0,00	178.121,00	113.367,00	-	-
1998	9.539,00	1.373,00	0,00	0,00	265.532,00	173.748,00	-	-
1999	4.844,00	1.088,00	0,00	0,00	277.734,00	213.740,00	-	-
2000	6.784,00	469,00	0,00	0,00	299.740,00	129.430,00	-	-
2001	1.380,00	1.440,00	0,00	83,00	57.888,00	83.884,00	-	2.970,00
2002	714,00	893,00	1,00	3,00	47.835,00	95.149,00	10,00	65,00
2003	888,00	1.876,00	195,00	0,00	77.643,00	155.016,00	4.715,00	-
2004	1.040,00	4.621,00	22,00	0,00	58.839,00	221.425,00	550,00	-
2005	595,00	6.814,00	3,00	0,00	19.907,00	306.145,10	2.700,00	-
2006	524,00	6.351,00	0,00	0,00	8.126,00	239.359,29	-	-
2007	1.221,00	8.407,00	0,00	0,00	36.301,00	293.912,56	-	-
2008	407,00	15.655,00	0,00	0,00	4.567,00	332.462,69	-	-
Toplam	47.884,00	55.434,00	221,00	86,00	1.495.892,00	2.447.220,64	7.975,00	3.035,00

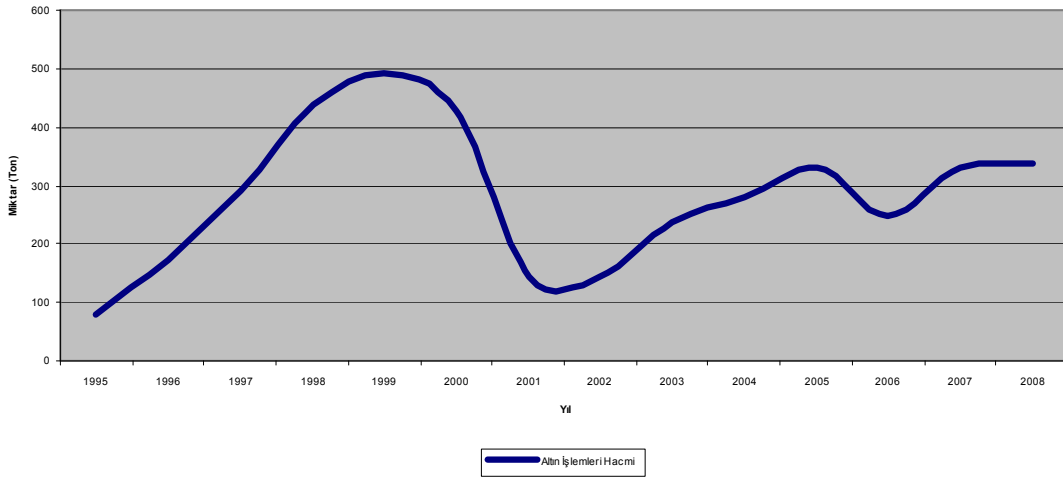
Kaynak : İstanbul Altın Borsası, Veriler, www.iab.gov.tr/Veriler/data/kmp.pdf (22.05.2009)

İşlemlerin en önemli kısmını USD bazında gerçekleştirilen işlemler oluşturmaktadır. USD bazında gerçekleştirilen toplam işlem sayısı 55.434'tür. Bununla birlikte TL bazında gerçekleştirilen işlemlerin sayısı 47.884 düzeyinde kalmıştır. 221 kez gerçekleştirilen Euro bazlı işlemler ile 86 kez gerçekleştirilen Alman Markı bazlı işlemler genel toplam içinde çok düşük bir oranda kalmıştır. Bu kapsamda piyasada 2005, 2006 ve 2007 yıllarında gerçekleştirilen YTL işlemlerinin de TL başlığı altında değerlendirildiği belirtilmelidir. İşlem sayılarında dikkat çeken bir nokta 2000 yılına kadar gerçekleşen işlemlerin TL ağırlıklı olarak gerçekleşmesidir. 2001 yılından itibaren piyasadaki işlem ağırlığı USD bazlı işlemler yönünde değişiklik göstermiştir. Bu durumun temelinde 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin etkisi olduğu görülmektedir. Bu döneme kadar sürünen bant sistemine göre ayarlanan kur sistemini kullanılırken, 22 Şubat 2001'de söz konusu sistem kaldırılarak dalgalı kur sistemine geçilmiştir.¹⁶⁴

¹⁶⁴ İsmail Yanık, *Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi*, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.71.

Gerçekleşen işlemlere miktar açısından bakıldığında, borsanın kuruluşundan bu yana geçen dönemde 3.954 tonluk altın işlemi gerçekleştiği görülmektedir. Yine aynı dönemde gerçekleşen ithalat miktarı ise 2.400 ton düzeyindedir. 1995 yılında kurulan borsa 2000 yılına kadar hızlı bir yükseliş gerçekleştirmiştir. 1999 yılında gerçekleşen işlem miktarı 491 ton olmuştur. Özellikle 1998 ve 2001 yılları arasında gözlenen yüksek işlem hacimlerinin bankalararası döviz işlemlerinde zorunlu olan kambiyo gider vergisinden kaçınma güdüsünden kaynaklandığı görülmektedir. Kambiyo gider vergisinden kaçınmak isteyen kurumlar önce TL ile altın alımı yapmakta, daha sonra ise söz konusu altınları döviz karşılığında satmaktaydı. Bu şekilde dolaylı yoldan döviz alımı gerçekleştirilmekte ve kambiyo vergisinden kaçınılmaktaydı. Bu dönemde aylık 15-20 ton düzeyinde olan ithalat rakamlarına karşılık, 40-50 tona varan işlem miktarları gerçekleşmiştir.¹⁶⁵

2002 yılına gelindiğinde toplam işlem miktarı 143 ton seviyesine gerilemiştir. Bu dönemden sonra göreceli olarak tekrar bir yükseliş dönemine girilmiştir. 2005 yılında 328 ton, 2008 yılında ise 337 tonluk işlem miktarlarına ulaşılmıştır.



Grafik 13 : İAB 1995-2008 Dönemi İşlem Hacimleri

Kaynak : İstanbul Altın Borsası, Veriler, www.iab.gov.tr/Veriler/data/kmp.pdf (22.05.2009)

İstanbul Altın Borsası'nda gerçekleşen işlem miktarları ile ithalat miktarlarının çok yakın bir şekilde seyrettiği görülmektedir. Bununla birlikte son yıllarda piyasa

¹⁶⁵ Yanık, İsmail. Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.69.

derinliğinin arttığı dikkat çekmektedir. Gerçekleşen işlem miktarları ile gerçekleşen ithalat miktarları arasındaki fark son yıllarda artış göstermektedir. 2006 yılında borsa bünyesinde gerçekleşen ithalat miktarı 192 ton, işlem miktarı ise 247 ton olmuştur. Bu anlamda işlem miktarı ile ithalat miktarı arasında bulunan olumlu fark yaklaşık olarak 55 ton düzeyinde gerçekleşmiştir. 2007 yılına gelindiğinde işlem miktarı ithalat miktarından 99 ton, 2008 yılında ise 171 ton yüksek olarak gerçekleşmiştir.

Piyasada standart külçe altın işlemlerinin dışında 1 Ekim 1999 tarihi itibarıyla standart dışı altın işlemleri de gerçekleştirilmektedir. Halkın elinde atıl olarak duran altık stokunun sermaye piyasalarına kazandırılmasını amaçlayan bu uygulama sonucunda borsa bünyesinde gerçekleşen standart dışı altın işlem hacmi toplamı 13,8 ton düzeyinde olmuştur. Bu miktarın 12 tonu 2007 yılında gerçekleşen işlemlere ilişkindir. Bu anlamda diğer yıllarda standart dışı altın işlemlerinin çok düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir. Standart dışı altın işlemleri borsa bünyesinde ilk kez 2002 yılında gerçekleşmiş, bu yılda 36 kg. gibi düşük bir işlem hacmi oluşmuştur. 2003 yılına gelindiğinde 3,81 kg'a düşen standart dışı altın işlemleri 2004, 2005 ve 2006 yıllarında sırasıyla 303; 35,1 ve 1.358,2 kg olarak gerçekleşmiştir.

5.2.5. İstanbul Altın Borsası'nda Gümüş Ve Platin İşlemleri

İstanbul Altın Borsası, temelinde altına dayalı işlemlerin gerçekleştirilmesi amacıyla kurulmuş bir borsadır. Bununla birlikte ilerleyen dönemlerde diğer kıymetli madenlere ilişkin işlemlerin gerçekleştirilmesine de olanak sağlanmıştır. Bu anlamda 9 Temmuz 1999 tarihi itibarıyla gümüş ve platin de borsa kapsamında işlem görmeye başlamıştır. Bununla birlikte aradan geçen on yıllık dönemde söz konusu işlemlerin boyutları düşük seviyelerde kalmıştır. Tablo 25'te borsa bünyesinde gerçekleşen gümüş işlemlerinin sayısı ile işlem miktarları TL ve USD bazlı olarak gösterilmektedir.

Tablo 25 : İAB 1999-2008 Dönemi Gümüş İşlemleri

YIL	İşlem Sayıları(Adet)		İşlem Miktarı (Kilogram)	
	TL	USD	TL	USD
1999	76,00	14,00	58.566,00	10.660,00
2000	120,00	65,00	126.210,00	60.900,00
2001	152,00	23,00	144.510,00	15.740,00
2002	102,00	84,00	119.430,00	97.309,00
2003	132,00	64,00	163.730,00	108.500,00
2004	84,00	89,00	128.800,00	189.200,00
2005	113,00	230,00	102.440,00	260.380,00
2006	241,00	257,00	131.400,00	146.016,00
2007	170,00	446,00	199.800,00	121.086,75
2008	272,00	1.635,00	287.790,00	96.430,41
Toplam	1.462,00	2.907,00	1.462.676,00	1.106.222,16

Kaynak : İstanbul Altın Borsası, Veriler, www.iab.gov.tr/Veriler/data/kmp.pdf (22.05.2009)

Buna göre 1999-2008 döneminde toplam gerçekleşen TL bazlı gümüş işlemlerinin sayısı 1.462 olmuştur. Aynı dönemde gerçekleşen USD bazlı işlemlerin sayısı ise 2.907 seviyesindedir. İşlem miktarları açısından bakıldığında TL bazında gerçekleşen gümüş işlemleri toplamı 1.462.676,00 kilogram, diğer bir ifadeyle 1.462 tondur. USD bazında gerçekleşen gümüş işlemleri toplamı ise 1.106 ton seviyesindedir. Bununla birlikte borsa bünyesinde işlem gören bir diğer kıymetli maden olan platin, söz konusu dönem boyunca sadece iki kez işleme konu olmuştur. Bu anlamda platinin borsa kapsamında neredeyse hiç işlem görmediğini söylemek mümkündür.¹⁶⁶

5.2.6. Altın Piyasası Endeksi

Borsada oluşan altın fiyatlarının seyrinin gerek piyasa katılımcıları gerekse de kamuoyu tarafından daha kolay izlenebilmesi amacıyla Borsa Yönetim Kurulu'nun 21 Ekim 1998 günü yapılan 101 sayılı toplantısında Altın Endeksi'nin yayınlanması karara bağlanmıştır. Yaklaşık iki ay boyunca muhtelif endeksler test edilmek suretiyle, Borsa Altın Piyasası'nda oluşan fiyatların trendini en iyi şekilde temsil edecek endeks hesaplama yöntemine ulaşılmıştır. Altın Piyasası Endeksi, 2 Kasım 1998 tarihinden yayınlanmaya başlamıştır. Altın Piyasası Endeksi, belli bir zaman dilimi içinde gerçekleşen Altın Piyasası işlemlerinin bir göstergesi olup seans boyunca gerçek

¹⁶⁶ İstanbul Altın Borsası, Veriler, <http://www.iab.gov.tr/Veriler/data/kmp.pdf> (26.05.2009)

zamanlı olarak hesaplandığı gibi seans sonunda da ilgili günün tüm işlemlerini kapsayacak şekilde hesaplanmaktadır. Altın Piyasası Endeksi'nin hesaplanmasında Merkez Bankası döviz sepeti kullanıldığı için endeks piyasadaki reel performansın bir göstergesi işlevini görmektedir. Döviz sepeti, 1 ABD Doları ve 1.5 Alman Markı'nın döviz satış kurlarından oluşan bir portföyden oluşturulmuştur. Bu sepetin baz değeri 31 Ağustos 1998 tarihi olarak kabul edilmiştir. Bununla birlikte endeksin hesaplanmasında 1 Eylül 1998 günü TL/gr cinsinden gerçekleşen işlemlerin ağırlıklı ortalama fiyatı baz alınmıştır.¹⁶⁷

Değişen piyasa koşulları nedeniyle ilerleyen dönemlerde Altın Endeksi'nin hesaplanmasında çeşitli değişikliklere gidilmiştir. 1 Mart 2002 tarihinden itibaren endeks hesaplama yönteminde Alman Markı paritesi yerine Euro paritesi kullanılmaya başlanmıştır. Hesaplama yönteminde gerçekleştirilen bir diğer değişiklik ise ağırlıklı ortalama fiyatlar yerine gün sonu kapanış fiyatlarının kullanılmaya başlanmasıdır. Söz konusu değişiklik 7 Ağustos 2006 tarihinden itibaren hesaplanan endeksler için geçerli olmuştur.

Borsa bünyesinde Altın Piyasası Endeksinin yanı sıra, gümüş ve platin fiyatlarının da kullanılmasıyla hesaplanan ve piyasada gerçekleşen fiyat hareketliliğinin anlık olarak izlenebileceği bir endeks olan Kıymetli Madenler Piyasası Endeksinin yayınlanmasına da 8 Eylül 2008 tarihi itibarıyla başlanmıştır.¹⁶⁸

5.3. Vadeli İşlemler Ve Opsiyon Borsası

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Türkiye'nin ilk özel borsa kuruluşudur. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17/8/2001 tarihli ve 9/1101 sayılı kararına dayanılarak, Devlet Bakanlığı'nın 3/9/2001 tarihli ve 2381 sayılı yazısı üzerine 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulmuştur. Kamuoyunda kısaca VOB olarak bilinen borsa, 4 Temmuz 2002 tarihinde Ticaret Sicili'ne tescil edilmiş, 5 Mart 2004 tarihi itibarıyla de Sermaye Piyasası Kurulu'ndan faaliyet iznini almıştır. Borsanın faaliyete geçmesi ise 4 Şubat 2005 tarihinde gerçekleşmiştir. Borsanın merkezi İzmir'dedir. Ödenmiş

¹⁶⁷ İstanbul Altın Borsası, Genel Mektup:23,İstanbul,1998

¹⁶⁸ İstanbul Altın Borsası,Kronoloji, <http://www.iab.gov.tr/krono.asp> (22.04.2009)

sermayesi 9 milyon TL olan borsa, daha önce de belirtildiği gibi anonim şirket şeklinde yapılandırılmış olup ortaklık yapısı şu şekildedir:

Tablo 26 : VOB Ortaklık Yapısı

Hissedarın Adı	Payı
Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB)	25%
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)	18%
İzmir Ticaret Borsası (İTB)	17%
Yapı ve Kredi Bankası A. Ş	6%
Akbank T.A.Ş	6%
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	6%
Türkiye Garanti Bankası A.Ş	6%
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş	6%
Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği	6%
İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş	3%
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş	1%

Kaynak: VOB,Hakkımızda, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=50> (01.06.2009)

5.3.1. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nın Özellikleri

Türkiye'nin ilk özel borsa kuruluşu olmanın yanı sıra, ülkemizdeki ilk organize vadeli işlemler borsası olma özelliğini de taşıyan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş'nin temel özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür:

a)İşlem Gören Ürünler: Ürün çeşitliliği açısından bakıldığında işleme konu olan ürün sayısı gelişmiş vadeli işlem borsalarına oranla oldukça düşük seviyede kalmaktadır. Bununla birlikte yeni ürünlerin geliştirilmesi ve işleme açılması konusundaki çalışmalar devam etmektedir. Piyasada 2009 yılı itibariyle sadece 10 adet vadeli işlem sözleşmesi işlem görmekte, vadeli işlem piyasalarının önemli araçlarından biri olan opsiyonlar işleme konu olmamaktadır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda işlem gören ürünleri temel olarak dört ana grup altında toplamak mümkündür. Bunlar döviz ürünleri, faiz ürünleri, endeks ürünleri ve emtia ürünleridir. Tablo 27'de piyasada işleme konu olan ürünler ve bu ürünlere ilişkin temel özellikler yer almaktadır.

Tablo 27 : VOB’da İşlem Gören Sözleşmeler

Sözleşme	Açıklaması
VOB - İMKB 30	İMKB 30 Endeksine dayalı VİS
VOB - İMKB 100	İMKB 100 Endeksine dayalı VİS
VOB - DİBS 91	91 günlük Hazine Bonosu fiyatına dayalı VİS
VOB - DİBS 365	365 günlük Hazine Bonosu fiyatına dayalı VİS
VOB - G- DİBS	Gösterge DİBS'lerin fiyatına dayalı VİS
VOB – TLDolar	USD/TL paritesine dayalı VİS
VOB – TLEuro	EUR/TL paritesine dayalı VİS
VOB – Anadolu Kırmızı Buğday	Anadolu kırmızı sert baz kalite buğdayın fiyatına dayalı VİS
VOB - Egepamuk	Ege Standart 1 baz kalite pamuğun fiyatına dayalı VİS
VOB – Altın	995/1000 saflıkta rafine edilmiş külçe altının fiyatına dayalı VİS

Kaynak: VOB, Ürünler, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=337> (01.06.2009)

b) Teminat Sistemi: VOB bünyesinde gerçekleştirilen işlemlerin garantisi borsa tarafından belirlenmiş bir takas kurumu tarafından sağlanmaktadır. Borsa tarafından yetkilendirilen takas kurumu İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.’dir. Söz konusu takas kurumu, her iki taraftan yeterli teminatı almak ve garanti fonu oluşturmak suretiyle tarafların sözleşmeden doğan yükümlülüklerini yerine getirmesini garanti altına alır. Organize vadeli işlem borsalarının en önemli özelliklerinden biri olan karşı taraf riskinin bulunmaması, söz konusu teminat sistemi sayesinde mümkün olabilmektedir.¹⁶⁹

Herhangi bir vadeli işlem sözleşmesinde pozisyon alabilmek için ilgili sözleşmede öngörülen miktar veya oranda teminat yatırılması gereklidir. Bu şekilde yatırılan ilk tutara başlangıç teminatı adı verilmektedir. Yatırılması gereken başlangıç teminatı tutarı, miktar veya oran olarak sözleşme bazında belirlenir. Başlangıç teminatı nakit yatırılabilirdiği gibi, döviz, hazine bonosu, devlet tahvili gibi nakde kolayca çevrilebilir değerler şeklinde de yatırılabilir. Nakit olarak yatırılan değerler piyasa şartlarında nemalandırılır. Fakat her gün sonunda oluşan kar zararların ilgili hesaplara aktarılması gerektiği için başlangıç teminatının asgari bir oranı nakit olarak yatırılmak

¹⁶⁹ VOB,Piyasa-İşlem Teminatları, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=284> (02.06.2009)

zorundadır. Her işlem günü sonu yapılan bu kar zarar değerlemesine güncelleştirme adı verilmektedir. Güncelleştirme piyasada işlem yapan tarafların sahip oldukları pozisyonların her gün sonunda belirlenen uzlaşma fiyatı esas alınarak yeniden değerlendirilmesidir.¹⁷⁰ Yeniden değerlendirme sonucu kar-zarar durumu hesaplanarak ilgili hesaplara yansıtılır. Söz konusu güncelleme sonucunda yatırımcının hesabında bulunan teminat tutarları kar durumunda artar, zarar durumunda ise azalır. Teminat sistemindeki en önemli nokta burada ortaya çıkmaktadır. Zarar eden pozisyonlara ilişkin yatırılmış olan başlangıç teminatlarının azalmasına belli bir noktaya kadar izin verilir. Belirlenen bu alt sınıra sürdürme teminatı adı verilir. Sürdürme teminatı seviyesi başlangıç teminatı seviyesinin %75'i olarak belirlenmiştir. Oluşan pozisyon zararı nedeniyle yatırılan başlangıç teminatı, sürdürme teminatı seviyesinin altına inerse takas kurumu tarafından teminat tamamlama çağrısı yapılır. Azalan teminat tutarının, başlangıç teminatı seviyesine yükseltilmesi istenir. Görüldüğü gibi teminat sistemi sayesinde hesaplardaki kar-zarar durumu günlük olarak güncellenebilmekte, bu sayede uzun vadede doğabilecek büyük zararların önlenmesi mümkün olmaktadır.

c) Vade Sonu Uzlaşma: Sözleşmenin vadesinde açık pozisyon sahibi olan tarafların yükümlülüklerini nasıl yerine getirecekleri sözleşmenin uzlaşma şekline bağlıdır. İki tür uzlaşma şekli vardır: Fiziki teslimat ve nakdi mutabakat. Fiziki teslimat yönteminde vade sonunda alım satıma konu ürünün anlaşılan fiyatla teslim edilmesi veya teslim alınması söz konusudur. Nakdi mutabakat yönteminde ise sözleşmede alınmış olan pozisyon Borsa tarafından vade sonu uzlaşma fiyatı üzerinden ters işlemle kapatılır. Aradaki fark kar veya zarar olarak yatırımcının hesabına aktarılır. Mevcut durumda, VOB'da işlem gören sözleşmeler nakdi uzlaşma yöntemiyle sonlandırılmaktadır. Diğer bir ifadeyle borsa kapsamında işleme konu olan dayanak varlıklara ilişkin fiziki teslimat söz konusu olmamaktadır.¹⁷¹

d) İşlem Sistemi: Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nın idari merkezi İzmir'dedir. Bununla birlikte elektronik sistem kullanılması nedeniyle aracı kurum temsilcileri müşterilerinin emirlerini VOB'a ofislerindeki bilgisayarlar yoluyla

¹⁷⁰ VOB, Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2006, s.41

¹⁷¹ VOB, Yatırımcı Rehberi, http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/yatirimci_rehberi.pdf (01.06.2009)

iletmektedirler. Bu yüzden idari merkezin İzmir’de olmasına karşın Türkiye’nin hatta dünyanın herhangi bir yerindeki bir yatırımcı VOB’da işlem yapabilir.

5.3.2. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’nın Gelişimi

4 Şubat 2005 tarihinde faaliyete geçmiş olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.’de (VOB) sadece vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmekte olup, opsiyon sözleşmeleri henüz işleme konu olmamaktadır. Vadeli işlemler, Türk finans piyasaları açısından çok yeni bir konu olmasına rağmen Borsa, kısa sürede yüksek büyüme oranları yakalamıştır. 2005-2007 yılları arasında 40 katına çıkan işlem hacmi, 2008 yılında %76 artmıştır. 2008 yılında büyüme oranları düşmüş olmakla birlikte, büyüme trendi devam etmiştir.

Tablo 28 : VOB’un Yıllar İtibariyle Gelişimi

	2005	2006	2007	2008	2007-2008 Değişim(%)
İşlem Hacmi(Milyar TL)	3	17	118	208	76%
Sözleşme Adedi(Milyon)	2	7	25	54	119%
Açık Pozisyon Sayısı(Bin Adet)	140	198	235	209	-11%

Kaynak: VOB, Yıllık Bülten, 2008, www.vob.org.tr (03.06.2009)

2008 sonu itibariyle, VOB’da toplam 10 farklı vadeli işlem sözleşmesi işlem görmektedir. Endeks ve döviz sözleşmeleri 2008 yılında işlem hacminin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. 2008 yılında VOB’da gerçekleştirilen işlem hacminin 91’ini endeks sözleşmeleri oluşturmaktadır. Endeks sözleşmelerine ilişkin işlem hacmi bir önceki yıla göre %75’lik büyüme göstermiştir. 2008 yılına gelindiğinde endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin toplam hacmi 188 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Döviz dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, %9 ile toplam işlem hacminde ikinci sırada yer almaktadır. Döviz sözleşmelerinin işlem hacmi 2007 yılına göre %88 artarak 20 milyar TL’ye ulaşmıştır. Faize dayalı sözleşmeler ise VOB kapsamında sınırlı düzeyde işleme konu olmaktadır. Söz konusu sözleşmelerin işlem hacmi, genel toplam içinde %1’in altında kalmıştır. Emtia sözleşmelerine bakıldığında ise 2007 yılında

300.000 TL düzeyinde gerçekleşen işlem hacmi, 2008’de 327 katlık bir artışla 100 milyon TL seviyesine yaklaşmıştır.¹⁷²

Vadeli işlem piyasalarındaki diğer bir önemli gösterge olan sözleşme sayıları Tablo 29’da yer almaktadır. Buna göre borsada işlem gören sözleşme sayısı 2007 yılında 24,8 milyon adet olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam 2008 yılına gelindiğinde %119’luk bir büyümeye göstererek 54,4 milyon düzeyine ulaşmıştır.

Tablo 29 : VOB’da İşlem Gören Sözleşmelerin Dağılımı

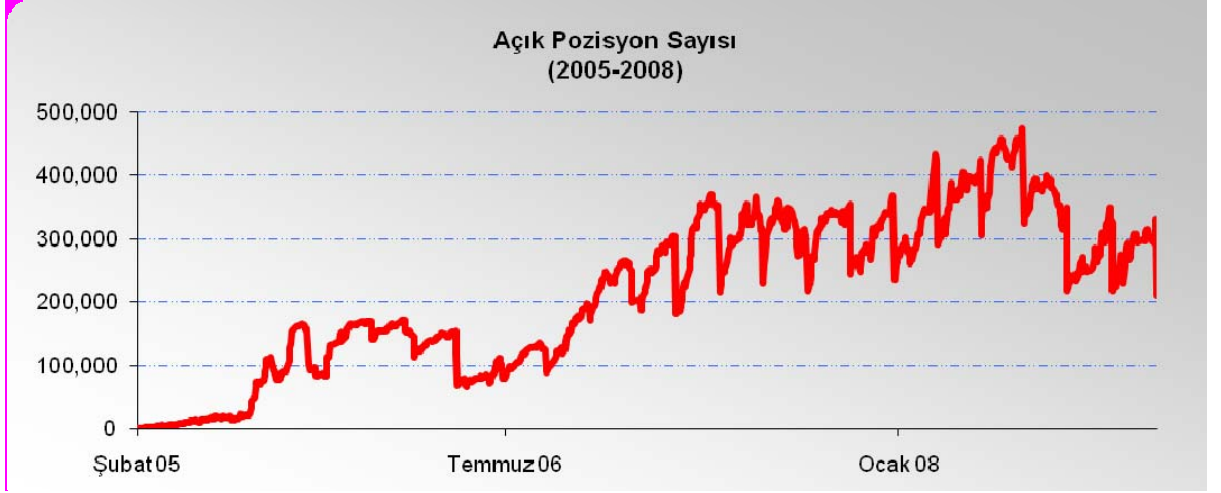
Sözleşme Sayısı (1.000 adet)	2007	2008	Değişim
Endeks VİS	17.016,90	40.335,00	137%
Döviz VİS	7.849,60	14.110,30	80%
Emtia VİS	0,10	27,20	24.586%
Faiz VİS	0,40	0,40	5%
Toplam	24.867,00	54.472,80	119%

Kaynak: VOB, Yıllık Bülten, 2008, www.vob.org.tr (03.06.2009)

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası, işlem gören sözleşme sayısı esas alındığında 2008 yılı itibariyle dünyanın en büyük 28. vadeli işlem borsası konumundadır. Piyasada işlem gören sözleşmelerin dağılımına bakıldığında endeks ve döviz sözleşmelerinin yoğunluğu dikkat çekmektedir. 2007 yılında işlem gören endeks sözleşmeleri 17 milyon adettir. 2008 yılında bu rakam %137 oranında bir artış göstererek 40,3 milyon düzeyine ulaşmıştır. Bu anlamda işlem gören toplam sözleşmeler içinde, endeks sözleşmelerinin oranı 2008 yılı itibariyle % 74 düzeyindedir. Diğer bir deyişle piyasada işlem gören her 4 sözleşmeden 3’ü endeks sözleşmesidir. 2007 yılında 7,8 milyon adet döviz sözleşmesi işlem görmüştür. 2008 yılına gelindiğinde bu rakam %80 düzeyinde artmış ve 14,1 milyon seviyesine ulaşmıştır. Döviz sözleşmelerinin, toplam sözleşmeler içindeki payı 2008 yılında %25,9 olmuştur. 2007 yılında işleme konu olan 100 adet emtia sözleşmesi, 2008 yılında 27.200 düzeyine ulaşarak çok önemli bir yükseliş yakalamıştır. Buna rağmen 2008 yılı itibariyle emtia sözleşmelerinin toplam sözleşmeler içindeki payı %1’lik bir orana dahi ulaşamamıştır.

¹⁷² Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **Türkiye Sermaye Piyasası**, İstanbul, 2008, s.67.

İşlem gören faiz sözleşmeleri ise 2007 ve 2008 yıllarında 500 adet sayısına ulaşamamıştır.¹⁷³



Grafik 14 : VOB’da Yıllar İtibariyle Açık Pozisyon Sayısı

Kaynak: VOB, Yıllık Bülten, 2008, www.vob.org.tr (03.06.2009)

Vadeli işlemler piyasalarının işlem büyüklüklerine ilişkin bir diğer gösterge ise açık pozisyon sayısıdır. Bilindiği gibi vadeli işlem piyasalarında uzun ve kısa pozisyon alınabilmektedir. Yatırımcılar piyasada sahip oldukları pozisyonun aksi yönde işlem yaparak, diğer bir deyişle ters işlemle pozisyonlarını kapatmaktadırlar. Vadeli işlem sözleşmelerinde belli bir anda, uzun veya kısa pozisyon tutan yatırımcılar açık pozisyonudur. Açık pozisyon sayısının yüksek olması, yatırımcıların vadeli işlemlere yöneldiğini ve piyasadaki likiditenin arttığını göstermektedir. 2008 yılında açık pozisyon sayısı dalgalı bir seyir izlemiştir. Açık pozisyon sayısı Mayıs ayında yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Söz konusu ayda açık pozisyon sayısı 448.000 adet olarak gerçekleşmiştir. Ağustos ayından sonra açık pozisyon sayısı 200.000-300.000 aralığında seyretmiştir. Sene sonu itibariyle ise toplam açık pozisyon sayısı 209.000 adet ile yılın en düşük seviyesine gerilemiştir.¹⁷⁴

¹⁷³ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **Türkiye Sermaye Piyasası**, İstanbul, 2008, s.68

¹⁷⁴ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **Türkiye Sermaye Piyasası**, İstanbul, 2008, s.69

5.3.3. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nda Altına Dayalı İşlemler

VOB kapsamında emtiaya dayalı olarak Ege pamuk, Anadolu kırmızı buğday ve altın vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir. Emtia sözleşmelerinin toplam işlemler içindeki payı oldukça düşük düzeyde seyretmektedir. 2007 yılında işlem gören emtia sözleşmelerinin toplam hacmi 300.000 TL düzeyindedir. Söz konusu işlem hacminin 238.000 TL'lik kısmı altın sözleşmesi, gerisi ise pamuk sözleşmesinden oluşmaktadır. 2008 yılına gelindiğinde emtia sözleşmelerinin işlem hacmi 327 katlık bir artış göstererek 100 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. Gerçekleşen işlemlerin yaklaşık olarak %86'sı altına %14'ü ise Anadolu kırmızı buğdaya ilişkindir. Ege pamuğuna dayalı sözleşmelerin işlem hacmi ise çok kısıtlı kalmıştır. 2008 yılında yaşanan bu yükselişte altına dayalı sözleşmelerin önemli bir etkisi bulunmaktadır. Özellikle Ekim ayından sonra altın fiyatlarında yaşanan hızlı yükseliş, altına dayalı vadeli işlem sözleşmelerine olan talebi arttırmıştır.

2008 yılında 21.641 adet altına dayalı vadeli işlem sözleşmesi işleme konu olmuştur. Bu anlamda VOB kapsamında işlem gören tüm sözleşmeler için de altın sözleşmelerinin payı yaklaşık olarak %0,04(on binde dört)'tür. Söz konusu sözleşmelerin işlem hacmi ise 84.926.183 TL olarak gerçekleşmiştir. İşlem hacmi açısından bakıldığında da altın sözleşmelerinin toplam işlem hacmi içindeki payı benzer bir şekilde %0,04(on binde dört) olarak gerçekleşmiştir.

2007 yılında işleme konu olan tüm emtia ürünlerine ilişkin sözleşme sayısı ise 100 adet gibi oldukça düşük bir seviyede kalmıştır. Bu anlamda vadeli altın sözleşmelerinin 2007 yılında neredeyse işlem görmemiş olduğunu söylemek mümkündür. 2008 yılında altın fiyatlarında yaşanan yükselişe paralel olarak işlem gören vadeli altın sözleşmelerinde de önemli bir yükseliş gözlenmiştir. Vadeli altın sözleşmeleri, Borsa kapsamında en çok işlem gören emtia sözleşmesi olmasına karşılık tüm borsa işlemlerinin çok düşük bir bölümünü oluşturmaktadır.¹⁷⁵

¹⁷⁵ VOB, Yıllık Bülten, 2008, www.vob.org.tr(03.06.2009)

Dünya genelindeki vadeli işlem sözleşmelerine bakıldığında 2008 yılında en çok işlem gören vadeli altın sözleşmesi 38 milyon adetle “NYMEX Gold Futures” sözleşmeleri olmuştur. TOCOM bünyesinde işleme konu olan iki farklı vadeli altın sözleşmesinin toplamı 20 milyon adet düzeyini aşmıştır. Bununla birlikte TAIFEX borsasında 2008 Haziran tarihi itibarıyla işleme açılan “NT Dollar Gold Futures” kısa bir zaman dilimi içerisinde 5 milyon adet seviyesine ulaşmıştır. VOB kapsamında işlem gören vadeli altın sözleşmeleri ise daha önce de değinildiği gibi 2008 yılı itibarıyla 21.641 adet seviyesinde kalmıştır. Bu miktar Türkiye'nin ne kadar önemli bir altın ülkesi olduğu göz önüne alındığında oldukça düşük bir seviyedir. 1997 yılında İstanbul Altın Borsası kapsamında açılan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası da faaliyette kaldığı 10 yıllık dönem boyunca beklenen gelişmeyi gösterememiştir.

Türkiye'deki vadeli işlemlerin genel seyrine baktığımızda da benzer bir eğilim görülmektedir. Bu piyasaların gelişmesi Türkiye'de bir hayli gecikmiştir. Dünya ölçeğinde çok uzun senelerdir faaliyet gösteren vadeli işlem borsaları ülkemizde 2005 yılında faaliyete geçmiştir. Hatta bankacılığımızın ve borsamızın vardığı seviyeyle kıyaslandığında dahi vadeli işlemler alanında çok geride olduğumuz görülmektedir.¹⁷⁶ Son yıllarda özellikle endeks ve döviz sözleşmelerinde işlem bazında yükseliş gözlenmekle birlikte altın sözleşmelerinin yeterli gelişmeyi gösteremediği görülmektedir.

5.4. Serbest Altın Piyasası

Türkiye'de altın sadece organize piyasalarda işlem görmemekte, aynı zamanda tezgahüstü olarak adlandırılan piyasalarda da işleme konu olmaktadır. Bilindiği gibi tezgahüstü piyasalar belli bir merkez etrafında örgütlenmemiş ve yazılı kuralların bulunmadığı piyasalardır. Organize piyasalar dışında gerçekleştirilen her türlü işlemi tezgahüstü piyasa kapsamında ele almak mümkündür. Bu açıdan bakıldığında bireylerin ve kurumların birbirleriyle ve kendi aralarında yaptıkları tüm işlemler tezgahüstü piyasası işlemleridir. Altına dayalı yapılan tezgahüstü işlemlerinin oluşturduğu piyasa Türkiye'de “Serbest Altın Piyasası” olarak adlandırılmaktadır. Serbest Altın

¹⁷⁶ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar Temel Düzey Eğitim Kılavuzu**, Şubat 2009, s.58.

Piyasası'na ilişkin verilerin tezgahüstü piyasaların tanımı gereği ölçülebilir nitelikte olmaması nedeniyle bu piyasanın büyüklüğü hakkında kesin sonuçlara ulaşmak oldukça zordur. Bununla birlikte ülkemizde altının yaygın kabul gören bir varlık olması nedeniyle Serbest Altın Piyasası'nın da oldukça yaygın kullanılan bir piyasa olduğunu söylemek mümkündür. Bundan sonraki bölümde Serbest Altın Piyasası işlemlerinin gerçekleştiği Türkiye'nin en önemli ticaret merkezlerinden biri olan Kapalıçarşı'ya değinilecektir.

Kapalıçarşı, altın işlemeciliğinde Osmanlılar'ın en gözde ticaret merkezi olmuştur. Bölge geleneksel olarak hem imalatçı hem de ticaret kesimine uzun yıllar ev sahipliği yapmıştır. Kapalıçarşı'daki piyasaların bazıları zaman içinde yeniden yapılırken, bazıları da ticari özelliklerini kaybetmiştir. Cumhuriyet dönemiyle birlikte ülkenin yeni ekonomik yapısı, Kapalıçarşı piyasalarına da yansımış, yapılmakta olan geleneksel ticaret de yön ve biçim değiştirmeye başlamıştır.¹⁷⁷

Açıldığı günden bu yana çok yaygın olarak kullanılan bir ticaret merkezi olan Kapalıçarşı, günümüzde altın ve döviz ticaretinin yapıldığı tezgahüstü bir piyasa konumundadır. 1940'lı yıllara kadar toplam sayıları 60 ile 70 arasında değişen kuyumcu ve sarraflar, 1950'lerden itibaren hızla çoğalarak bugünkü seviyesine ulaşmıştır.

1950'ye kadar Doğubank işhanında yoğunlaşmış olan altın ticareti ve kuyumculuk faaliyetleri, Kilis esnafının Kapalıçarşı'ya yerleşmeleri ile Doğubank'tan Kapalıçarşı'ya kaymış ve bu tarihten itibaren üstünlüğü Kapalıçarşı ele geçirmiştir. Piyasada bulunan kuyumculuk sektörünün gereksinimi olan kıymetli madenlerin dövizle tedarik edilmesi, zamanla döviz ticaretinin de önünü açmış, piyasa zamanla döviz ticaretinin en önemli merkezlerinden biri haline gelmiştir. Altın ve döviz piyasalarının birbirleriyle olan bu yakın ilişkisi, her ikisinin birlikte “Kapalıçarşı Piyasası” olarak anılmasına neden olmuştur. Geçmiş dönemlerde kaçak altın ve döviz ticaretinin yürütüldüğü bu piyasa, Türkiye ekonomisinde zaman içinde yaşanan serbestleşme ile resmi bir yapı haline gelmiştir. Konuya altın ticareti açısından

¹⁷⁷ Serdar Çıtak, *Altın(24 Ayar'ın Hikayesi)*, 2. Baskı, İstanbul: Düşüldızı Yayınları, 2006, s.34.

yaklaşacak olursak, 1989 yılına kadar başta İsviçre olmak üzere Suriye ve İran gibi Ortadoğu ülkelerinden getirilen kaçak altınların pazarlandığı bir piyasa konumunda bulunan Kapalıçarşı, bu tarihten sonra Merkez Bankası'nın da altın satışlarına başlaması ile daha yasal bir kimliğe kavuşmuştur.

Piyananın kendine özgü alışveriş yöntemleri ve terimleri bulunmaktadır. Piyasada gerçekleşen işlemler karşılıklı güven esasına dayanmaktadır. Dolayısıyla tezgahüstü piyasaların taşıdığı en önemli risk olan kredi riski söz konusudur. Diğer bir deyişle karşı tarafın yükümlülüklerine yerine getirememesi riski bulunmaktadır. Gerçekleşen alım satım işlemleri için belge niteliğinde herhangi makbuz ya da benzeri bir evrak verilmemektedir. Bu açılardan bakıldığında Kapalıçarşı'nın klasik bir tezgahüstü piyananın tüm özelliklerini taşıdığı görülmektedir.

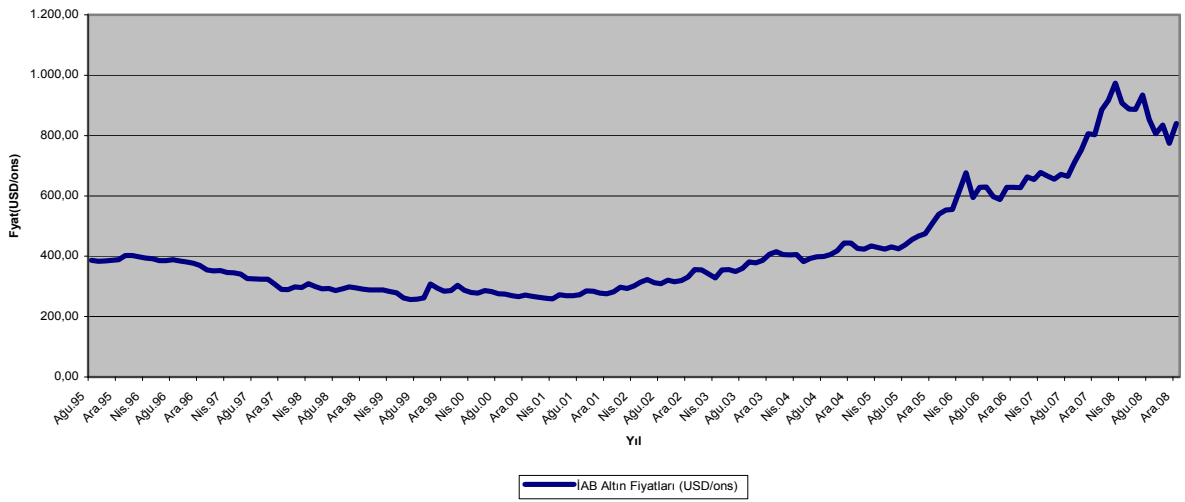
İstanbul Altın Borsası'nın açılmasıyla birlikte Kapalıçarşı piyasası, artık altın fiyatlarında belirleyicilik rolünü kaybetmiştir. Daha çok kuyumcu esnafı ile ilgili alım satım işlemlerine konu olan bir piyasa haline dönüşmüştür. Bununla birlikte İstanbul Altın Borsası'nda en az işlem yapma büyüklüğü olduğundan bu miktarın altında kalan küçük montanlı işlemler için önemli bir alternatif oluşturmaya devam etmektedir. İşlem miktarı mevsimsel etkilerle değişmekte iç ve dış turizmin yoğunlaştığı aylarda artmakta diğer aylarda azalmaktadır.¹⁷⁸

5.5. İstanbul Altın Borsası'nda Fiyatların Gelişimi

Ülkemizdeki altın ticareti Cumhuriyet'in ilk yıllarından başlayarak günümüze kadar geçen dönemde birçok farklı aşamadan geçmiştir. İlk dönemlerde tamamen yasak olan altın ticareti kademeli bir şekilde serbestleşmeye başlamıştır. Türkiye'de altının ticaretinin tamamen yasak olduğu dönemden, tamamen serbestleştiği döneme kadar geçen sürede atılan en önemli adımlardan biri de İstanbul Altın Borsası'nın kurulması olmuştur. Altın ticaretinin önündeki tüm yasal engellerin kaldırılması ve altının bir borsa çatısı altında işlem görmesi fiyatlama konusunda yaşanan sorunları da ortadan kaldırmıştır.

¹⁷⁸ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar Temel Düzey Eğitim Kılavuzu**, Şubat 2009, s.58.

Altın ithalinin yasak olduğu dönemde, uluslararası altın fiyatları ile ülke içinde geçerli olan fiyatlar arasında büyük farklılıklar gözlenmiştir. İlerleyen yıllarda Merkez Bankası bünyesinde gerçekleştirilmeye başlayan altın ithalatı da gerekli sonuçları vermekten uzak kalmıştır. Bu anlamda İstanbul Altın Borsası'nın kuruluşu ülkemizdeki altın fiyatlarının, uluslararası fiyatlarla paralel bir seyir izlemesini sağlayan bir gelişme olmuştur. Ülkemizdeki altın fiyatının, uluslararası fiyatlarla olan paralelliği özellikle son dönemlerde kuyumculuk sektöründe yaşanan hızlı gelişmenin önünü açmıştır.



Grafik 15 : İAB 1995-2008 Dönemi Altın Fiyatları

Kaynak: İstanbul Altın Borsası, Veriler, www.iab.gov.tr/Veriler/data/kmp.pdf (22.05.2009)

İstanbul Altın Borsası'nın faaliyete geçtiği yıl olan 1995 ile 2008 yılları arasında oluşan ağırlıklı ortalama altın fiyatları aylık bazda gösterilmiştir. Borsada gerçekleştirilen işlemlerin USD ağırlıklı olması nedeniyle söz konusu grafiğin oluşturulmasında USD/ons bazlı fiyatlar kullanılmıştır. 1995 ve 1996 yıllarında 400 USD/ons düzeyinde seyreden altın fiyatları, 1997 yılından itibaren düşüş trendine girmiştir. Yaklaşık iki yıl boyunca düşüş eğilimi gösteren fiyatlar bu dönemdeki en düşük seviyesini 1999 yılının Temmuz ayında 256,70 USD/ons ile görmüştür. Bu tarih ile 2001 yılı arasında geçen süre içerisinde çeşitli iniş ve çıkışlar görülmekle birlikte altın fiyatlarının yatay bir grafik çizdiği görülmektedir. Bu dönem içerisinde görülen en yüksek altın fiyatı 307,98 USD/ons ile 1999 yılının Ekim ayında gerçekleşmiştir. 2001 yılının Nisan ayına gelindiğinde ise altın fiyatları 258,67 USD/ons seviyesinde kalmıştır.

Altın fiyatları 2001 yılından itibaren önemli bir yükseliş trendine girmiştir. 2003 yılının Aralık ayına gelindiğinde 406,41 USD/ons seviyesine ulaşan altın fiyatları 2005 yılını 508,75 USD/ons seviyesi ile kapatmıştır. 2006 yılında da güçlü yükselme eğilimi devam etmiştir. Mayıs ayı itibariyle 676,95 USD/ons seviyesine yükselen altın fiyatları, seneyi 628,39 USD/ons seviyelerinden kapatmıştır. 2007 ve 2008 yılları altın fiyatlarının en önemli yükselişi yaşadığı yıllar olmuştur. 2007 yılının Ocak ayında 627,33 USD/ons seviyesinde bulunan altın fiyatları, aynı yılın Aralık ayına gelindiğinde 802,41USD/ons düzeyine ulaşmıştır. 2008 yılı, altın fiyatlarının tarihte gerçekleşen en yüksek seviyesinin görüldüğü yıl olmuştur. 1980’li yıllarda yaşanan siyasi olayların da etkisiyle 850 USD/ons seviyelerine yükselen altın fiyatları 2008 yılının Mart ayında 973,28 USD/ons düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu tarihten sonra altın fiyatları yıl sonuna kadar düşüş eğilimi göstermiş ve 2008 yılını 839,42 USD/ons seviyesinde kapamıştır.

İstanbul Altın Borsası’nın faaliyette bulunduğu 13,5 yıllık dönem boyunca gerçekleşen en düşük ağırlıklı ortalama altın fiyatı 1999 Temmuz ayında 256,70 USD/ons olmuştur. Yine aynı dönem boyunca gerçekleşen en yüksek fiyat ise 2008 yılının Mart ayında gerçekleşen 973,28 USD/ons seviyesi olmuştur.¹⁷⁹

5.6. Literatür Taraması

İstanbul Altın Borsası, Türkiye’deki altın ticaretinin gerçekleştiği resmi bir piyasadır. Bu anlamda Türkiye altın fiyatlarının incelenmesinde İstanbul Altın Borsası’nda oluşan altın fiyatları esas alınacaktır. İstanbul Altın Borsası bünyesinde oluşan Türkiye altın fiyatlarını etkileyen faktörleri iç ve dış faktörler olmak üzere iki gruba ayırmak mümkündür. Türkiye’de oluşan altın fiyatlarını etkileyen en belirleyici faktörün uluslararası piyasalarda oluşan altın fiyatları olduğu düşünülmektedir. Bilindiği gibi uluslararası piyasalarda ticarete konu olan her varlık gibi altın da fiyatlama aşamasında, dünyanın diğer piyasalarıyla etkileşim halindedir. Bu durum küreselleşen finans piyasalarının doğal bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Günümüz iletişim teknolojisi yer ve zaman kısıtlaması olmaksızın finans piyasalarında işlem yapılmasına olanak vermektedir. Bu anlamda uluslararası ticarete konu olan bir varlığın fiyatının

¹⁷⁹ İstanbul Altın Borsası, Veriler, www.iab.gov.tr/Veriler/data/kmp.pdf (22.05.2009)

dünyanın değişik piyasalarında önemli farklılıklar göstermesi beklenemez. Piyasalar arasında oluşabilecek kısa süreli fiyat farklılıkları yatırımcıların gerçekleştireceği arbitraj işlemleriyle ortadan kalkar. Söz konusu arbitraj işlemlerinin devreye girebilmesi için, piyasalarda oluşan fiyat farklılıklarının işlem yapma maliyetinden yüksek olması bir ön koşuldur. Bununla birlikte farklı ülke piyasalarında gerçekleşen farklı altın fiyatları; taşıma, sigorta ve saklama gibi ek maliyetlerin bir sonucu olarak ortaya çıkabilmektedir. Özellikle İstanbul Altın Borsası gibi fiziki altın ticaretine dayalı bir piyasa için bu gibi ek maliyetler altın fiyatlarını farklılaştırıcı bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

İstanbul Altın Borsası bünyesinde Dr.İsmail Yanık tarafından yapılan bir çalışmada İAB altın fiyatları ile uluslararası piyasalarda referans fiyat olarak kabul edilen Londra piyasası altın fiyatlarının karşılaştırması yapılmıştır. 1995 ile 2006 yılları arasındaki dönemi kapsayan bu çalışmada İstanbul Altın Borsası'nda oluşan günlük ağırlıklı ortalama fiyatlar, Londra piyasası sabah fiksinginde oluşan altın fiyatları ile karşılaştırılmıştır. Londra sabah fiksingi yerel saat ile 10:30'da diğer bir ifadeyle Türkiye saati ile 12:30'da yapıldığından Türkiye piyasalarının işlem saatlerine daha uygun olduğu için özellikle tercih edilmiştir. Söz konusu çalışmanın sonucunda her iki piyasa arasındaki fiyat farkının ortalaması 32 sent veya on binde 5 olarak bulunmuştur Buna göre piyasalar arasında görülen fiyat farklarının önemsiz bir boyutta olduğu sonucuna varılmıştır.¹⁸⁰

Uluslararası altın fiyatları, birçok ekonomik ve sosyal faktörü de bünyesinde barındırmaktadır. Buna göre petrol fiyatları, enflasyon oranları, altın çıkarma maliyetleri gibi ekonomik faktörlerle siyasi belirsizlik, savaş gibi sosyal faktörler uluslararası altın fiyatlarının oluşumunda halihazırda belirleyici faktörlerdir. Bu anlamda örnekleri çoğaltılabilecek söz konusu faktörlerin uluslararası altın fiyatları yoluyla Türkiye altın fiyatlarını dolaylı yünden etkilediği görülmektedir. Bununla birlikte uluslararası altın fiyatını etkileyen faktörlerin ülkemizdeki ekonomik büyüklükleri ve bekleyişleri etkilemek yoluyla Türkiye altın fiyatları üzerinde direkt etkisi de söz

¹⁸⁰ Yanık,İsmail.**Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi**, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008,s.86.

konusudur. Buna göre uluslararası altın fiyatlarının oluşumunda belirleyici olan faktörler, uluslararası altın fiyatlarına yansımış olduğu varsayımıyla çalışmaya ayrıca dahil edilmeyecektir.

Ülkemizdeki altın fiyatlarını etkileyen en önemli iç dinamiklerin başında enflasyon oranları ile diğer yatırım araçlarının getirileri gelmektedir. Bilindiği gibi altın, enflasyon karşısında birikimleri koruduğu düşünülen bir yatırım aracı olarak nitelendirilmektedir. Özellikle ülkemizde yaşanan yüksek enflasyon dönemlerinde en çok tercih edilen yatırım araçlarının başında altının geldiği görülmektedir. Bu anlamda enflasyon oranları ile altın fiyatları arasında bir ilişkinin olduğu düşünülmektedir. Bu durum Dünya Altın Konseyi tarafından yapılan bir çalışmada uluslararası altın fiyatları bazında sayısal olarak ortaya koyulmuştur. 1900 yılında 20,67 USD/ons seviyesinde bulunan altın fiyatları 2006 yılı fiyatlarıyla hesaplandığında 503 USD/ons olarak bulunmuştur. 2006 yılı Aralık sonu itibariyle son iki yıl ortalama altın fiyatı ise 524 USD/ons olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuca göre altın fiyatlarının enflasyon ile paralel bir seyir izlediği görülmüştür.

Ülkemizdeki en sık tercih edilen yatırım araçları arasında mevduat, döviz ve borsaya dayalı yatırım araçları gelmektedir. Bu anlamda altının alternatifi olarak değerlendirebilecek söz konusu yatırım araçlarının getirileri, altın yatırımları konusunda belirleyici olmaktadır. Özellikle ülkemizde finans piyasalarının henüz yeterince gelişmediği dönemlerde altın, en önemli yatırım araçlarının başında yer almaktaydı. Türkiye ekonomisinde 1980’li yıllarda uygulanmaya başlayan serbestleşme politikaları finans piyasalarını da olumlu yönde etkilemiş, yatırım araçlarının çeşitliliği önemli bir artış göstermiştir. Bu durum altın yatırımlarına olan ilginin azalmasına neden olmuştur. Bununla birlikte son yıllarda altın fiyatlarında görülen yükseliş trendi altın yatırımlarına olan ilginin artmasını sağlamıştır. Yatırım kararlarının verilmesinin en önemli boyutlarından birini yatırım araçlarının getirileri oluşturmaktadır. Buna göre alternatif yatırım araçlarının getirilerinin yüksek olduğu dönemlerde altın yatırımları daha az tercih edilmektedir. Benzer bir şekilde diğer yatırım araçlarının getirilerinin düşük kaldığı dönemlerde altın yatırımlarına olan ilgi de artmaktadır. Bu anlamda altın fiyatlarının, alternatif yatırım araçlarının getirilerinden negatif yönde etkilendiğini

söylemek mümkündür. Söz konusu durum yine Dünya Altın Konseyi'nin gerçekleştirmiş olduğu bir çalışma çerçevesinde ortaya konmuştur. Buna göre 2003 ve 2007 yıllarını kapsayan 5 yıllık dönem içerisinde Amerika piyasasında gerçekleşen haftalık altın getirileri ile diğer alternatif yatırım araçlarının getirileri karşılaştırılmıştır. Ortaya çıkan sonuçlar altın yatırımlarının birçok diğer alternatif yatırım aracıyla aynı yönde hareket etmediğini ortaya koymuştur. Buna göre dünyanın en önemli borsaları arasında yer alan Dow Jones Endüstriyel endeksi getirilerinin, söz konusu dönem içerisindeki altın getirileriyle -0,03 büyüklüğündeki bir korelasyona sahip olduğu görülmüştür. Bununla birlikte aynı çalışma kapsamında 3 aylık hazine bonoları ile altın getirileri arasındaki korelasyon katsayısı 0,04 olarak tespit edilmiştir. Buradan çıkan sonuç altın fiyatlarının diğer alternatif yatırım araçlarıyla benzer bir eğilime sahip olmadığı yönündedir.¹⁸¹

Benzer bir sonuç Merkez Bankası bünyesinde M.Göknil Vural tarafından yapılan diğer bir çalışmada da ortaya konmuştur. Söz konusu çalışmada uluslararası altın fiyatlarını etkileyen çeşitli faktörler ekonometrik olarak test edilmiştir. Buna göre Londra piyasası sabah fiksinginde tespit edilen altın fiyatları, oluşturulan regresyon modeli kapsamında USD/Euro paritesi, Brent petrol fiyatları, Dow Jones Endeksi, Amerikan Merkez Bankası tarafından belirlenen bankalararası faiz oranları, uluslararası gümüş ve bakır fiyatları ile açıklanmaya çalışılmıştır. Ocak 1990 ile Mart 2003 dönemini kapsayan bu çalışmada altın getirisi ile USD/Euro paritesi, Dow Jones Endeksinin getirileri ve faiz oranları arasında negatif bir ilişki bulunduğu sonucuna varılmıştır.¹⁸²

Yapılan literatür araştırması sonucunda Türkiye'deki altın fiyatlarının açıklanmasında kullanılacak bağımsız değişkenler uluslararası altın fiyatları, enflasyon oranları, faiz oranları, borsa endeks değerleri ile kur değerleri olarak belirlenmiştir. Söz konusu değişkenleri Türkiye ekonomisi kapsamında değerlendirdiğimizde kullanılacak veriler şu şekildedir: İstanbul Altın Borsası ağırlıklı ortalama fiyatları, Londra

¹⁸¹ World Gold Council, **Portfolio Diversification**, http://www.invest.gold.org/sites/en/why_gold/portfolio_diversification/ (20.12.2008)

¹⁸² Vural, M.Göknil. “**Altın Piyasası ve Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörler**”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2003.s.87

piyasasında oluşan altın fiyatları, İMKB-100 endeks değerleri, TÜFE endeks değerleri, bankaların ortalama mevduat faiz oranları ve TL reel kuru.

5.7. Türkiye Altın Fiyatlarının Oluşumundaki Faktörlerin Tespiti

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye'deki altın fiyatlarının oluşumundaki faktörlerin test edilmesi yer almaktadır. Kullanılan verilerin açıklanmasından sonra oluşturulan model ve elde edilen sonuçlar açıklanacaktır.

5.7.1. Veri Seti

Türkiye'de altın fiyatlarını belirleyen kurum olan İstanbul Altın Borsası'nın açılış tarihinin 26 Temmuz 1995 olması sebebiyle, model analizi için Ağustos 1995 – Aralık 2008 tarih aralığındaki 161 aylık veriden oluşan bir örneklem kullanılmıştır. Verilerin aylık bazda kullanılmasının nedeni söz konusu model kapsamında kullanılacak bazı değişkenlerin günlük bazda verilerinin bulunmamasıdır. Örneğin enflasyon oranı ile seçilen kur verilerine ilişkin değerler aylık bazda yayınlanmaktadır. İstanbul Altın Borsası'nda belirlenen altın fiyatlarını etkileyen bağımsız değişkenler yapılan literatür taramasının ardından enflasyon göstergesi olan TÜFE endeksi(1994 bazlı), reel mevduat faiz oranları, piyasa hareketlerinin göstergesi olan İMKB-100 endeks değerleri, 1995 bazlı reel kur endeksi ve Londra altın piyasasında belirlenen altın fiyatları olarak belirlenmiştir. Tüm değişkenlere ait veriler T.C. Merkez Bankası Elektronik Veri Sistemi'nden elde edilmiştir. Modeldeki değişkenler aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:

IAB_t = İstanbul Altın Borsası'nda oluşan 1 ons altının USD cinsinden ağırlıklı ortalama fiyatıdır. Ağırlıklı ortalama fiyatların, piyasa hareketlerini kapanış fiyatlarına oranla daha iyi yansıttığı varsayımı altında söz konusu veri tercih edilmiştir. Kullanılan veriler daha önce de belirtildiği gibi aylık bazdadır.

ENF_t = Enflasyon oranlarının göstergesi olarak 1994 bazlı Tüketici Fiyat Endeks Değerleri kullanılmıştır. 2003 bazlı TÜFE endeks değerleri de bulunmasına karşılık, modelin incelediği dönemin tamamını kapsayan bir gösterge olması anlamında 1994 bazlı endeks değerleri özellikle tercih edilmiştir. Bununla birlikte söz konusu

endeks 2006 Ocak ayından itibaren 2003=100 temel yıllık Tüketici Fiyatları Endeksi aylık değişim oranlarına göre devam ettirilmektedir.

$RFAİZ_t$ = Faiz getirisinin göstergesi olarak, TCMB tarafından yayınlanan aylık ortalama vadeli mevduat faiz oranları kullanılmıştır. Mevduat faiz oranlarında, bankaların vadeler itibariyle ilgili ay içinde uygulayacağını bildirdiği azami faiz oranlarının mevduat tutarları ile gün sayısına göre ağırlıklandırılarak hesaplanmış ortalamaları alınmaktadır. Bununla birlikte söz konusu oranlar, 1994 bazlı Tüketici Fiyat Endeks Değerleri esas alınarak belirlenen aylık enflasyon oranlarından arındırılmak suretiyle reel hale getirilmiştir.

KUR_t = Kur değerlerinin bir göstergesi olarak TCMB tarafından yayınlanan 1995 yılı temelli reel kur endeksi kullanılmıştır. Reel kur endeksi, IMF tanımına göre Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İsviçre, Hollanda, İtalya, İngiltere, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya, Kanada, Kore, Tayvan, İran, Brezilya, Çin ve Yunanistan olmak üzere on dokuz ülkeye göre hesaplanmış reel efektif kur düzeyini ifade etmektedir. Söz konusu endeksin hesaplanmasında 1995 yılı baz yıl(1995=100) olarak kabul edilmiştir. Endeks değerlerinin reel düzeye indirgenmesi aşamasında ise tüketici fiyatları esas alınmıştır. Endekste meydana gelen artış TL'nin reel değer kazancını ifade etmektedir.

$İMKB_t$ = Türkiye'de hisse senetleri işlemlerinin gerçekleştiği tek borsa İMKB'dir. Bu anlamda borsa değerlerinin tespit edilmesinde piyasadaki eğilimleri en geniş şekilde yansıttığı düşünülen İMKB-100 endeksinin aylık kapanış değerleri kullanılmıştır. Söz konusu değerler, diğer verilerle uyumlu olması bakımından aylık bazda alınmıştır.

$LONDRA_t$ = Londra altın piyasasında Türkiye saati ile saat 12:30 tespit edilen 1 ons altının USD cinsinden fiyatıdır. Londra piyasası altın fiksingi olarak adlandırılan bu fiyat, tüm dünya genelinde referans bir fiyat olarak kabul görmektedir. Bilindiği gibi Londra altın piyasasında her işlem gününde iki kez fiksing işlemi yapılmaktadır. Sabat fiksinginin gerçekleştirildiği zaman aralığının Türkiye piyasaları ile daha uyumlu olması önemli bir tercih nedeni olmuştur.

5.7.2. Modelin Oluşturulması

Çalışmanın bu kısmında İstanbul Altın Borsası'na belirlenen fiyatların hangi değişkenlere daha duyarlı olduğunun belirlenmesi ve bu duyarlılığın ölçütünün ekonometrik analizle araştırılması amaçlanmıştır. Modelleme çalışmasına geçmeden önce değişkenlerin grafikleri incelenmiş ve hem varyans stabilizasyonunu sağlamak hem de uç değerlerin etkisini indirmek amacıyla reel faiz oranları hariç tüm değişkenler doğal logaritmik transformasyondan geçirilmiştir. Bu aşamadan sonra bütün analizde serilerin orijinal değerleri yerine doğal logaritmik dönüştürülmüş halleri değişken olarak kullanılmıştır. Zaman serisi ve ekonometrik analizlerden önce Tablo 30'da logaritmik serilerin tanımsal istatistikleri özet olarak sunulmuştur.

Tablo 30 : Zaman Serilerine İlişkin Tanımsal İstatistikler

	<i>lnİAB</i>	<i>lnENF</i>	<i>RFAİZ</i>	<i>lnKUR</i>	<i>lnİMKB</i>	<i>lnLONDRA</i>
Ortalama	5.9817	8.1920	0.4983	4.8970	9.1608	5.9803
Medyan	5.9122	8.7594	0.4000	4.8934	9.3598	5.9116
Maksimum	6.8807	9.5489	2.0700	5.2684	10.9616	6.8659
Minimum	5.5479	5.2606	-0.1800	4.5706	5.9691	5.5483
Std. Sapma	0.3610	1.2708	0.3528	0.1883	1.3398	0.3625
Yatıklık	0.9184	-0.8133	0.8912	0.1546	-0.7710	0.9129
Basıklık	2.7578	2.3407	4.1352	1.9040	2.6748	2.7268
Toplam	963.0490	1318.9100	80.2300	788.4140	1474.882	962.8295

Kaynak: E-views programından elde edilen sonuçlar doğrultusunda oluşturulmuştur

Çalışmanın bu ayağında analize başlamadan önce değişkenlerin zaman serileri özelliklerinin tespiti yapılmalıdır. Zaman serileri kullanılarak yapılan regresyon çalışmalarında yansız, etkin ve tutarlı sonuç alınabilmesi için değişkenlerin en azından zayıf durağan olması şarttır, aksi durumda regresyon analizi sonucunda, değişkenler arasında gerçekte ilişki bulunmamasına rağmen serilerdeki trend sebebiyle “sahte regresyon” olarak adlandırılan durum meydana

gelir, ve yüksek korelasyonlu katsayılar ve anlamlı t - ve F - istatistikleri elde edilir.

Durağanlık, bir zaman serisinin istatistiksel karakteristik özelliklerinin bir başka deyişle ortalama, varyans ve diğer momentlerinin zaman orijininin değişmesiyle değişmemesi, bunların mutlak zamana bağımlı olmaması anlamına gelir. Bu çalışmada yer alan 6 değişkene ait serilerin durağan olup olmadığının tespiti Geliştirilmiş Dickey Fuller(ADF) Birim Kök Testi aracılığıyla yapılmıştır.

Tablo 31 : Logaritmik Serilerin Birim Kök Testleri

Değişken	Gecikme Değeri	ADF	Sonuç
$\ln \dot{I}AB_t$	1	-1.4819*	I(1)
$\ln ENF_t$	1	-1.1815*	I(1)
$RFA\dot{I}Z_t$	3	-2.5178*	I(1)
$\ln KUR_t$	2	-1.5765*	I(1)
$\ln \dot{I}MKB_t$	1	-1.7722*	I(1)
$\ln LONDRA_t$	1	-1.6115*	I(1)

Kaynak: E-views programından elde edilen sonuçlar doğrultusunda oluşturulmuştur

* %1 ve %5 önem derecelerinde MacKinnon(1991) kritik değerlerine göre durağanlığın reddine işaret etmektedir. Gecikme değeri Schwarz Bayez Kriteri'ne ve Breusch-Godfrey Seri Korelasyon Testi'ne göre belirlenmiştir.

Tablo 31'de verilen sonuçlardan da görülebileceği gibi modelimizde yer alan değişkenlere ait zaman serileri durağan değildir. Değişkenlere ait serilerin grafiklerinde de görülen doğrusal ve doğrusal olmayan trendler buna sebebiyet vermektedir. Bu noktada analize çoklu regresyon metotlarıyla devam edebilmek için öncelikle seriler durağan hale getirilmelidir. Bu amaçla özellikle makroekonomik çalışmalarda zaman serilerini trendden arındırmak adına sıklıkla başvuru alan Hodrick-Prescott(HP) Filtreleme Metodu kullanılarak, serilerdeki düzgün uzun dönem trendler belirlenmiş ve bu trendler serilerden arındırılmıştır. Hodrick-Prescott Filtresi en optimal düzgünleştirici parametrenin bulunarak bir zaman serisinin uzun dönem trendinin ve çevriminin yineleme yöntemiyle ayrıştırılması metodudur. Tablo 32'de HP filtrelemesi sonucunda elde edilen ve

“S(.)” sembolüyle tanımlanan trendden arındırılmış serilerin ADF Birim Kök Testi sonucuna göre durağan hale geldiği görülmektedir.

Tablo 32 : Trendden Arındırılmış Logaritmik Serilerin Birim Kök Testleri

Filtrelenmiş Değişken	Gecikme Değeri	ADF	Sonuç
$S(\ln \dot{IAB}_t)$	1	-4.5329**	I(0)
$S(\ln ENF_t)$	1	-4.2902**	I(0)
$S(RFA\dot{I}Z_t)$	1	-8.5193**	I(0)
$S(\ln KUR_t)$	1	-5.8835**	I(0)
$S(\ln \dot{IMKB}_t)$	1	-3.6500**	I(0)
$S(\ln LONDRA_t)$	1	-4.4635**	I(0)

Kaynak: E-views programından elde edilen sonuçlar doğrultusunda oluşturulmuştur

** %1 ve %5 önem derecelerinde MacKinnon(1991) kritik değerlerine göre durağanlığın kabulüne işaret etmektedir. Gecikme değeri Schwarz Bayez Kriteri’ne ve Breusch-Godfrey Seri Korelasyon Testi’ne göre belirlenmiştir.

Sonuç olarak, elimizde durağan serilerin oluşmasıyla İstanbul Altın Borsası’nda belirlenen Türkiye altın fiyatlarını açıklamak üzere oluşturulmuş çoklu regresyon modeli denklem (1.1)’de verilmiştir.

$$S\ln \dot{IAB}_t = \beta_0 + \beta_1 S\ln ENF_t + \beta_2 SRFA\dot{I}Z_t + \beta_3 S\ln KUR_t + \beta_4 S\ln \dot{IMKB}_t + \beta_5 \ln LONDRA_t + \varepsilon_t \quad (1.1)$$

Verilen bu modelin ekonometrik tahmini için eşzamanlı bir çoklu doğrusal regresyon yöntemi uygulanmış ve bilinmeyen parametreler En Küçük Kareler(EKK) tahmin metoduyla tahmin edilmiştir. Bu yöntem bağımlı değişkenle bağımsız açıklayıcı değişkenlerin tahmin ölçümleri arasındaki uzaklığı en küçük yapan katsayıların kestirimi yöntemidir.

Çoklu regresyon modellemelerinde en sık karşılaşılan problemlerden biri de bağımsız değişkenler arasında doğrusal bağlantıların bulunması yani çoklu bağlantı olması durumudur. Bu çalışmadaki model değişkenleri arasında çoklu bağlantı sorunu olup olmadığı Tablo 33’de verilen korelasyon matrisi oluşturularak irdelenmiştir. Bu matris, modelde bulunan bağımlı ve bağımsız tüm değişkenlerin birbirleriyle olan doğrusal ilişkilerinin derecesini gösteren korelasyon

katsayılarını vermektedir. İstatistiksel olarak korelasyon katsayısı -1 ile 1 arasında değişen bir değerdir; negatif değer ters yönlü, pozitif değer ise doğru yönlü bir ilişkiye işaret eder. Ayrıca korelasyon katsayısının mutlak değerce 1'e yakın olması değişkenler arasındaki ilişkinin güçlü olduğunu, 0'a yakın olması ise bu ilişkinin zayıf olduğunu göstermektedir.

Tablo 33 : Korelasyon Matrisi

	<i>SlnİAB</i>	<i>SlnENF</i>	<i>SRFAİZ</i>	<i>SlnKUR</i>	<i>SlnİMKB</i>	<i>SlnLONDRA</i>
<i>SlnİAB</i>	1.0000	0.1186	-0.0934	0.0749	0.1034	0.9779
<i>SlnENF</i>	0.1186	1.0000	0.0122	-0.1218	0.0669	0.0882
<i>SRFAİZ</i>	-0.0934	0.0122	1.0000	-0.0625	-0.5026	-0.1157
<i>SlnKUR</i>	0.0749	-0.1218	-0.0625	1.0000	0.2810	0.0659
<i>SlnİMKB</i>	0.1034	0.0669	-0.5026	0.2810	1.0000	0.1217
<i>SlnLONDRA</i>	0.9779	0.0882	-0.1157	0.0659	0.1217	1.0000

Kaynak: E-views programından elde edilen sonuçlar doğrultusunda oluşturulmuştur

Tablo 33.den görüleceği üzere bağımsız değişkenlerin kendi aralarındaki korelasyonu modeli olumsuz etkileyecek büyüklükte olmadığından modelde çoklu bağlantı problemi bulunmamaktadır.

Bu durumda çoklu regresyon modeli EKK yöntemi ile tahmin edilerek aşağıda Tablo 34.de verilen sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo 34 : Çoklu Regresyon Modeli Katsayı Tahminleri

Değişken	Parametre	Katsayı Tahmini	t-istatistiği	Hipotez Sonucu ($\alpha=0.05$)
	β_0	-3.21×10^{-13}	-3.58×10^{-10}	Anlamsız
SlnENF	β_1	0.063705	2.146611	Anlamlı
SRFAİZ	β_2	0.002616	0.597467	Anlamsız
SlnKUR	β_3	0.016306	1.191479	Anlamsız
SlnİMKB	β_4	-0.004193	-0.899817	Anlamsız
SlnLONDRA	β_5	0.942047	58.56312	Anlamlı

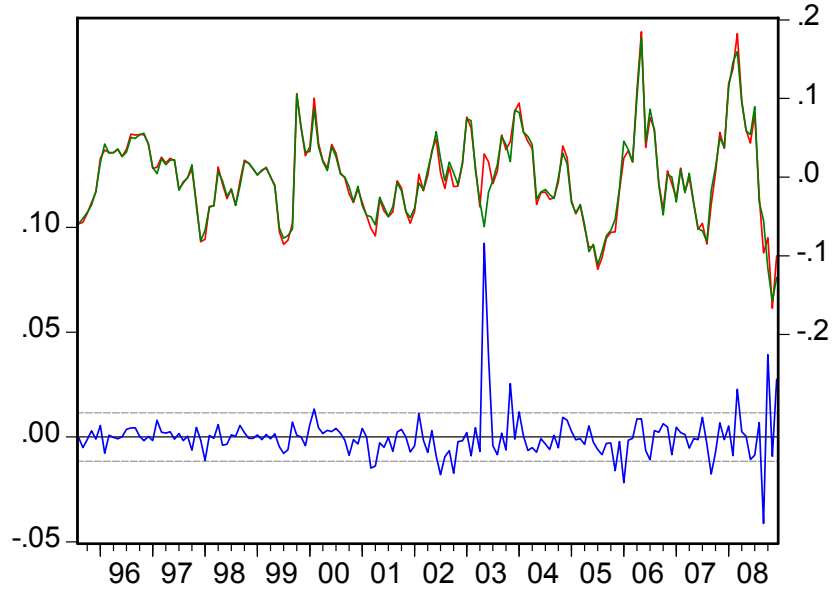
Kaynak: E-views programından elde edilen sonuçlar doğrultusunda oluşturulmuştur

Modelde tahmin edilen parametrelere göre alfa 0.05 anlamlılık düzeyinde kritik t-tablo değeri yaklaşık olarak 1.96 olduğundan Londra’da belirlenen dünya altın fiyatlarındaki değişim ve enflasyon düzeyi haricindeki değişkenlerin hiçbiri İstanbul Altın Borsası’ndaki fiyat değişimini açıklamada anlamlı bulunmamıştır. İstatistiksel olarak anlamsız bulunan değişkenler modelden atıldığında ise enflasyon düzeyi de alfa 0.05 derecesinde anlamlılığını yitirmiş ve sonuç olarak denklem (1.2)’de verilen sonuçlar elde edilmiştir, burada parantez içindeki değer standart hatayı, köşeli parantez içindeki değer t-istatistiğini vermektedir.

$$\ln IAB_t = 0.943032 \ln LONDRA_t + \varepsilon_t \quad (1.2)$$

(0.015953)
[59.11220]

Denklem (1.2)’de görüldüğü üzere alfa 0.05 anlamlılık düzeyinde kritik t-tablo değeri olan 1.96’dan oldukça büyük bir t-istatistiği elde edilmiştir, bu da modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu aşamada, model sonucunu yorumlamadan önce regresyon modelini kurarken hata terimleri üzerinde kullandığımız varsayımları kontrol etmemiz gerekmektedir, bu varsayımlar hata terimlerini temsilen modelin oluşturduğu artık değerler üzerinden yapılır. Grafik 16.4’de bağımlı değişken serisi ile tahmin edilen regresyon modelinden elde edilen kestirimsel seri yer almaktadır. Bununla birlikte grafiğin alt bölümünde yer alan bölüm ise artık değerleri göstermektedir.



Grafik 16 : Artık Değerlerin Analizi

Kaynak: E-views programından elde edilmiştir.

Grafikten de anlaşılacağı üzere tahmin edilen regresyon modeli bağımlı değişken olan ve İstanbul Altın Borsası'nda belirlenen Türkiye'deki fiyat değişimlerini neredeyse birebir ve örtüşük şekilde açıklayabilmiştir, artık değerler grafiği ise bazı noktalarda şoklarla karşılaşıldığını göstermektedir.

Öncelikle hata terimleri arasında seri korelasyon olup olmadığı Durbin-Watson Testi kullanılarak sorgulanmıştır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta modelimizde bir sabit terim olmadığı için klasik Durbin-Watson kritik tablo değerlerinin kullanılamayacak olmasıdır, bu sebeple sabit terim olmaması alternatifine göre Farebrother tarafından düzenlenen Durbin-Watson kritik değerleri alınmalıdır. 161 gözlem sayısı ve 1 bağımsız değişken için alfa 0.05 anlamlılık düzeyinde kritik alt değer $dL=1.598$, kritik üst değer ise $dU=1.706$ dır. Bu durumda modelimizin verdiği Durbin-Watson test değeri olan $d=1.855$, dU ve $4-dU$ değerleri arasına düştüğünden hata terimleri arasında birinci dereceden seri korelasyon olmadığı anlaşılmaktadır. Ayrıca Breusch-Godfrey Seri Korelasyon Testine göre de 0.05 anlamlılık düzeyinde elde edilen $F=1.231638$ değeri kritik tablo değeri olan $F(2,158)=3.0718$ 'den küçük olduğundan hata terimleri arasında daha yüksek dereceden seri korelasyon olmadığı da görülmüştür.

Varsayımlardan bir diğeri hata teriminin homoskedastik yani sabit varyanslı olmasıdır, bu varsayımın kontrolü için White'ın Değişen Varyans(Heteroskedastisite) Testi uygulanmıştır, test sonucuna göre elde edilen $F=2.3699$ değeri yine $\alpha=0.05$ anlamlılık düzeyinde kritik tablo değeri olan $F(2,158)=3.0718$ 'den küçük olduğundan hata terimlerinin sabit varyanslı olduğu varsayımı kabul edilmiştir. Varsayımların kontrolüne hata terimlerinin normalliğinin kontrolü ile devam edilmiştir, Jarque-Bera Normallik Testi sonucunda hata terimlerinin normal dağılım sergilemediği görülmüştür. Bu durumun sebebi yüksek ihtimalle seride yaşanan şoklardan kaynaklanmıştır. Bu durumun düzeltilebilmesi için çoklu regresyon modeline, şokların görüldüğü zaman noktaları olan 2003 yılı Mayıs ve Haziran ayları ve 2008 yılı Eylül ve Ekim aylarında 1, diğer zaman noktalarında 0 değerini alan kukla değişkenler eklenmiştir. Bu şoklar büyük olasılıkla 2003 senesi baharında Irak'ın ABD tarafından işgalinden ve 2008 senesi sonunda patlayan küresel mali krizden kaynaklı olarak piyasaların gerilmesi ve altına olan talebin artışından kaynaklanmaktadır. Grafikten yola çıkarak seçtiğimiz kukla değişkenler şu şekilde tanımlanmıştır:

$$K1_t = \begin{cases} 1, & t = \text{Mayıs2003} \\ 0, & \text{diğer durumlarda} \end{cases}$$

$$K2_t = \begin{cases} 1, & t = \text{Haziran2003} \\ 0, & \text{diğer durumlarda} \end{cases}$$

$$K3_t = \begin{cases} 1, & t = \text{Eylül2008} \\ 0, & \text{diğer durumlarda} \end{cases}$$

$$K4_t = \begin{cases} 1, & t = \text{Ekim2008} \\ 0, & \text{diğer durumlarda} \end{cases}$$

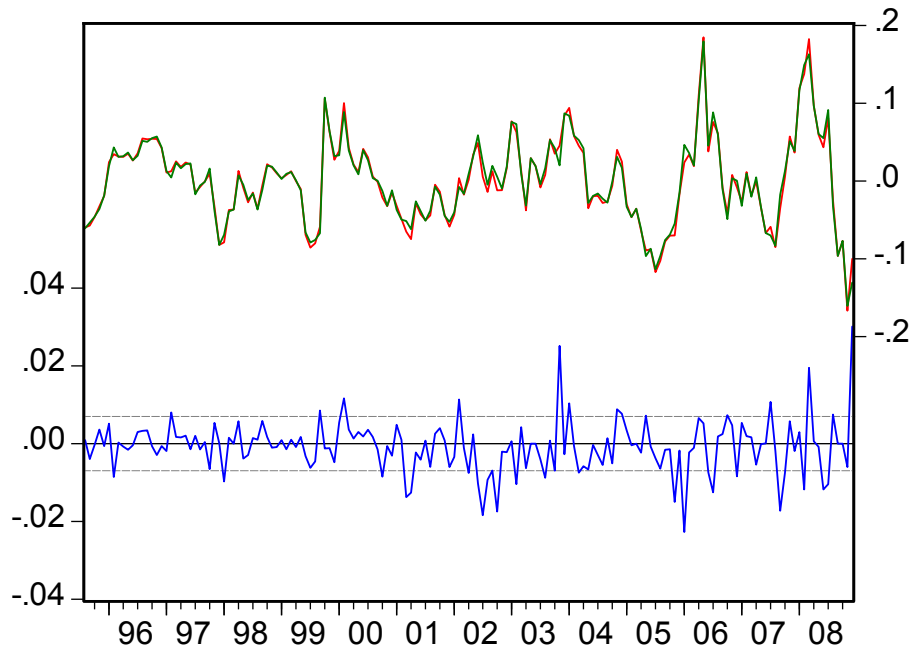
Geliştirilen modelin EKK yöntemiyle tahmin edilerek elde edilen sonuçları (1.3) numaralı denklemde verilmiştir, tüm kukla değişkenler ve yine Londra altın piyasasında belirlenen fiyat değişimleri 0.05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.

$$\ln IAB_t = 0.962 \ln LONDRAt + 0.094 K1_t + 0.039 K2_t - 0.040 K3_t + 0.042 K4_t + \varepsilon_t \quad (1.3)$$

Geliştirilen model sonucu elde ettiğimiz Grafik 17 hem çoklu regresyon modelinin bağımlı değişkeni yüksek oranda birebir ve örtüşen şekilde açıkladığını

hem de artık değerlerden de görüldüğü üzere şokların etkisinin önemli ölçüde düzeltildiğini göstermektedir. Hata terimi üzerindeki varsayımlar yine Durbin-Watson Testi, Breusch-Godfrey Serisel Korelasyon Testi, White Değişen Varyans Testi ve Jarque-Bera Normallik Testiyle sınanmış ve 0.05 anlamlılık düzeyinde hata teriminin sabit varyanslı, otokorelasyonsuz ve normal olduğu görülmüştür.

Ekonometrik analizden çıkarılan sonuçlara göre, İstanbul Altın Borsası'nda belirlenen altın fiyatlarındaki değişim Londra'da belirlenen dünya altın piyasasından istatistiksel olarak anlamlı düzeyde ve oldukça yüksek oranda etkilenmektedir.



Kaynak: E-views programından elde edilmiştir.

Grafik 17 : Kukla Değişkenlerin Eklenmesi Sonucunda Artık Değerlerin Analizi

Londra'da belirlenen dünya altın fiyatlarındaki bir birimlik artış İstanbul Altın Borsası'ndaki yani Türkiye'deki altın fiyatlarını ortalama %96 oranında arttırmaktadır. Ekonomik, finansal ve politik belirsizlikler ya da riskler karşısında

dünya altın piyasası fiyatlarında dalgalanma oldukça bu durum %100'e yakın oranda İstanbul Altın Borsasında oluşan fiyatlarını da etkilemektedir.

5.7.4. Değerlendirme

Türkiye altın fiyatlarının oluşumunda iç ve dış faktörlerin etkisini ölçmek amacıyla kurulan çoklu regresyon modeli kapsamında, beklenildiği gibi uluslararası altın fiyatları en belirleyici faktör olarak tespit edilmiş ve istatistiksel olarak ortaya koyulmuştur. R^2 ve modifiye edilmiş R^2 değerleri göstermektedir ki; oluşturulan model İstanbul Altın Borsası'nda belirlenen fiyatlardaki değişimin %98'ini açıklamaktadır. Neredeyse %100'e yakın olan bu oran tahmin edilen modelin, orijinal veriye mükemmel yakınlıkta olduğunu söylemektedir. Tahmin edilen çoklu regresyon modeline göre “Londra altın fiyatlarının değişimi” bağımsız değişkeninin katsayısı 0,962 olarak bulunmuştur. Buna göre Londra altın fiyatlarında yaşanan bir birimlik değişim, İstanbul Altın Borsası'nda oluşan altın fiyatlarını da aynı yönde %96,2 oranında etkilemektedir.

Bununla birlikte İstanbul Altın Borsası'ndaki fiyatların oluşumunda etkili olduğu düşünülen iç dinamikler istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Diğer bir ifadeyle Türkiye'deki altın fiyatlarının oluşumunda enflasyon oranları, mevduat faiz oranları, IMKB-100 değerleri ile Türk Lirası'nın reel düzeyi gibi bağımsız değişkenlerdeki değişim oranlarının herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Bu anlamda ilk aşamada anlamlı bulunan “enflasyon oranlarındaki değişim” bağımsız değişkeninin, istatistiksel olarak anlamlı bulunmayan diğer bağımsız değişkenlerin modelden çıkartılması sonucunda anlamsız hale geldiği belirtilmelidir.

Regresyon modelinin kurulması aşamasında kullanılan “kukla değişkenler” ise zaman serilerinde bulunan şokların istatistiksel anlamda ortadan kaldırılması amacıyla kullanılmıştır. Söz konusu değişkenler tanımlanan zaman aralıklarında “1” değerini alarak meydana gelen şokların etkisini ortadan kaldırmaktadır. Bu anlamda kukla değişkenler modelin kurulması aşamasında istatistiksel olarak kullanılan değişkenler olup, Türkiye altın fiyatları üzerinde herhangi bir etkiye sahip değildir.

Regresyon modelinden çıkarılan en önemli sonuç, İstanbul Altın Borsası'nın uluslararası fiyatları takip eden bir piyasa konumunda bulunmasıdır. Türkiye altın

fıyatlarındaki yüksek uluslararası etkisi beklenen bir sonuç olmakla birlikte Türkiye’deki iç dinamiklerin istatistiksel olarak etkisiz olması ülkemizdeki yüksek altın potansiyeli göz önüne alındığında dikkat çekici bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır. Bilindiği gibi Türkiye, dünya altın talebi anlamında önde gelen ülkeler arasında yer almaktadır. Özellikle Türk kuyumculuk sektörü dünya ölçeğinde ilk sıralarda yer aldığımız birkaç sektörden biridir. Bu duruma rağmen Türkiye’de oluşan altın fıyatlarının neredeyse tamamen uluslararası fıyatları takip eden bir konumda olduğu görülmektedir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Ülkemizde yeterli altın kaynakları bulunmamasına rağmen, altına olan talebin oldukça yoğun olduğu görülmektedir. Fiziki altın talebi açısından bakıldığında Türkiye, dünyanın en önemli birkaç ülkesi arasında yer almaktadır. Söz konusu yoğun talebin altında yatan farklı güdüler bulunmaktadır. Özellikle ülkemizdeki yatırım tercihlerinin önemli bir bölümünün altın yönünde olduğu bilinmektedir. Bu anlamda Türkiye, dünyanın en çok altın para basan ülkeleri sıralamasında ilk sırada yer almaktadır. Büyük ölçüde yatırım amaçlı kullanılan Cumhuriyet altınları, aynı zamanda ülkemizde yaygın kabul gören bir hediye konumundadır. Düğün ve sünnet gibi özel günlerde toplumun farklı kesimleri arasında sıklıkla tercih edilen en önemli hediyelerden biridir.

Ülkemizdeki yoğun altın talebinin bir diğer boyutunu ise kuyumculuk sektörü oluşturmaktadır. Türk tarihinde ve Anadolu’da tarihin eski dönemlerinden beri yürütülmekte olan maden işleme sanatı, günümüzde Türkiye’nin uluslararası alanda en güçlü olduğu birkaç sektörden biridir. Kuyumculuk sektörü, iç piyasanın talebini karşıladığı gibi ihracata yönelik olarak da oldukça yoğun bir üretim gerçekleştirmektedir. Son senelerde yükselen bir trend izleyen altın mücevherat ihracatı önemli boyutlara ulaşmıştır. Bu anlamda kuyumculuk sektörü ülkemiz için katma değer yaratan sektörlerden biridir.

Altın talebinin, hem yatırım hem de kuyumculuk sektörü kaynaklı olmak üzere oldukça yüksek seyrettiği görülmektedir. Bununla birlikte yurt içinde karşılanamayan altın ihtiyacı ithalat yoluyla temin edilmektedir. Ülkemizdeki altın ithalatı İstanbul Altın Borsası üzerinden gerçekleştirilmektedir. Altın, ülkemizde ekonomik gelişmenin farklı aşamalarında farklı rollere sahip olmuştur. Altın bulundurmanın ve ithalinin yasak olduğu bir dönemden, sadece Merkez Bankası’nın ithal yetkisinin bulunduğu bir döneme geçilmiş, altın ticaretinin serbestleşmesi yönündeki bu gelişim süreci Merkez Bankası’nın altın üzerindeki tekelinin kırılmasıyla son bulmuştur. 26 Temmuz 1995 tarihi Türkiye’deki altın ticareti için gerçek bir dönüm noktası olmuştur. İstanbul Altın Borsası’nın faaliyete geçmesiyle birlikte altın ticareti tamamen serbestleşmiştir.

Borsanın varlığı altın fiyatlarının tamamen piyasa koşullarına bağlı oluşmasını sağlamıştır. Altın fiyatının uluslararası fiyatlara göre oluşmaya başlaması kuyumculuk sektörünün gelişimi yönünde çok önemli bir gelişme olmuş, Türk kuyumculuk sektörünün diğer ülkelerle rekabet gücü artmıştır. Günümüzde Türk kuyumculuk sektörünün bu alanda dünyanın önde gelen ülkeleri arasında bulunmasında borsanın önemli bir katkısı bulunmaktadır. Bununla birlikte altın ithalatının resmileşmesi ve fiyatların uluslararası fiyatlarla paralel hale gelmesi ülkeye yasal olmayan yollardan altın girişinin önünü kesmiştir.

İstanbul Altın Borsası , dünyada altının spot bazda bir borsa çatısı altında işlem gördüğü dört kuruluştan biridir. Diğer spot altın borsaları da Çin ve Hindistan gibi fiziki altın talebinin yüksek olduğu ülkelerde yer almaktadır. Bununla birlikte dünyanın en büyük fiziki piyasaları Londra ve Zürih’te olup herhangi bir borsa çatısı altında örgütlenmemiştir. Diğer bir ifadeyle günümüzde fiziki altın ticaretinin önemli bir kısmı tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirilmektedir. Bu açıdan bakıldığında İstanbul Altın Borsası’nın dünyadaki genel trende göre farklı bir yapılanma içinde olduğu görülmektedir. Bu durum ülkemizin özel koşullarından kaynaklanmaktadır. 1980 sonrası yaşanan serbestleşme sürecinde Merkez Bankası bünyesinde TL ve döviz karşılığı altın piyasaları açılmıştır. Söz konusu piyasaların yeterli gelişmeyi sağlayamaması sonucunda altın ithal etme yetkisi Merkez Bankası tekeline çıkarılarak İstanbul Altın Borsası kapsamındaki üye kuruluşlara da tanınmıştır.

İstanbul Altın Borsası ilerleyen dönemlerde gümüş ve platin işlemlerini de bünyesine katarak sadece bir altın borsası olmanın yanı sıra, bir kıymetli madenler borsası olma yönünde önemli adımlar atmıştır. Fakat borsa kapsamında gerçekleşen altın dışı kıymetli maden işlemlerinin oldukça düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir. Öyle ki platin, borsa bünyesinde neredeyse hiç işleme konu olmamıştır. Bu açıdan bakıldığında İstanbul Altın Borsası’nın diğer kıymetli madenlere ilişkin yeterli gelişmeyi gösteremediği görülmektedir. Benzer bir durum 1999 yılı itibariyle borsa bünyesine dahil olan standart dışı altın işlemleri için de geçerlidir. Halkın elinde atıl duran altın stoklarının sermaye piyasalarına kazandırılmasını ve bu sayede ekonomiye kaynak aktarılmasını hedefleyen bu girişim, aradan geçen süre içerisinde gerçekleşen

işlem hacimlerine bakıldığında yeterli gelişmeyi gösterememiştir. Ülkemizde hurda altın olarak tanımlanan standart dışı nitelikteki altın arzının özellikle ekonomik kriz zamanlarında oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Buna rağmen söz konu miktarlar İstanbul Altın Borsası bünyesinden geçmeden tekrar piyasaya sürülmektedir.

Ülkemizde altın işlemlerinin gerçekleştiği bir diğer platform ise Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'dır. Ülkemizin ilk vadeli işlemler borsası olma özelliği taşıyan piyasa bünyesinde vadeli altın sözleşmeleri işleme konu olmaktadır. 2006 yılında işleme açılan sözleşmeler, işlem hacimleri incelendiğinde oldukça düşük düzeyde seyretmektedir. Vadeli altın sözleşmeleri borsa bünyesindeki tüm işlemlerin %1'ine dahi ulaşamamaktadır. Bu durum özellikle dünya genelinde işleme konu olan diğer altına dayalı türev ürünlerle karşılaştırıldığında daha açık bir biçimde ortaya çıkmaktadır. Dünya genelinde altına dayalı türev ürünlere yoğun bir talep bulunmaktadır. Buna rağmen fiziki altına çok yoğun talep gösteren bir ülke olarak vadeli işlemler alanında oldukça düşük işlem hacimlerine sahip olduğumuz görülmektedir. Bu durumun nedenlerinden biri de türev piyasaların ülkemizdeki gelişiminin oldukça gecikmesidir. Birçok ülkede yüzyılı aşkın bir zamandır faaliyet gösteren türev piyasalar, ülkemizde 2005 yılında faaliyet göstermeye başlamıştır. Benzer bir durum 1997 yılında faaliyete İstanbul Altın Borsası bünyesinde faaliyete geçen Vadeli İşlemler Piyasası'nda da yaşanmıştır. Piyasanın açık bulunduğu yaklaşık 10 yıllık zaman diliminde işlem hacimleri istenilen seviyelere ulaşmamıştır. Bu anlamda ülkemizdeki vadeli altın işlemlerinin oldukça düşük bir seviyede olduğu görülmektedir. Ülkemizin yüksek altın potansiyeli de göz önüne alındığında bu alanda önemli bir potansiyel olduğu düşünülmektedir.

Ülkemizde son zamanlarda yaşanan gelişmelerden bir diğeri de altına dayalı yatırım araçlarının giderek çeşitlenmesidir. Bu anlamda piyasaya sunulan borsa yatırım fonları son dönemde yaşanan en dikkat çekici gelişmelerden biri olmuştur. Dünya ölçeğinde bakıldığı zaman geçmişi çok eskiye dayanmayan bu araçlar, kısa zamanda ülkemize adapte edilmiş ve yatırımcılardan önemli düzeyde talep görmüştür. Diğer bir yandan küçük yatırımcılara hitaben piyasaya sürülen külçe altınlar da kısa sürede önemli bir gelişme göstermiştir. Henüz mevzuat aşamasında bulunmakla birlikte altına

dayalı bonolar ve altın depo hesapları da son dönemlerde atılan önemli adımlardan olmuştur. Bilindiği gibi ülkemizde çok ciddi bir altın stoku olduğu düşünülmektedir. Yapılan tahminler “yastık altı” olarak tabir edilen altın miktarının 5.000-6.000 ton düzeyinde olduğu yönündedir. Bu anlamda atıl olan söz konu altın miktarının en azından bir bölümünün sermaye piyasalarına çekilmesi, ülkemiz ekonomisi açısından önemli bir kaynak sağlayacaktır.

Ülkemizdeki yüksek altın potansiyeli göz önünde bulundurulduğunda İstanbul Altın Borsası’nın sadece uluslararası altın fiyatlarını takip eden bir borsa konumunda olması dikkat çekicidir. 1995-2008 yılları arasını kapsayan dönemde İstanbul Altın Borsası’nda belirlenen altın fiyatlarını etkileyen bağımsız değişkenler yapılan literatür taramasının ardından enflasyon göstergesi olan TÜFE endeksi(1994 bazlı), reel mevduat faiz oranları, piyasa hareketlerinin göstergesi olan İMKB-100 endeks değerleri, 1995 bazlı reel kur endeksi ve Londra altın piyasasında belirlenen altın fiyatları ile regresyon analizine tabi tutulmuştur. Söz konusu ekonometrik analiz sonucunda İstanbul Altın Borsası’ndaki fiyatların oluşumunda etkili olduğu düşünülen enflasyon, kur, faiz oranları ve borsa endeksi gibi iç dinamikler istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Diğer bir deyişle altın fiyatlarının oluşumu neredeyse tamamen dış etkenlere bağlıdır. Londra piyasası altın fiyatlarındaki bir birimlik artış İstanbul Altın Borsası’ndaki altın fiyatlarını ortalama %96 oranında arttırmaktadır. Ülkemiz altın talebinde dünyanın önde gelen bir ülkesi olmamıza rağmen uluslararası altın fiyatlarının oluşumunda herhangi bir etkimiz bulunmamaktadır. Özellikle İsviçre ve Londra gibi dünyanın en önemli piyasalarının bulunduğu ülkelerin de altın üreticisi ülkeler olmadığı düşünüldüğünde, altın fiyatlarının oluşumunda daha etkili bir konumda bulunulması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Bu anlamda İAB kapsamında gerçekleşen işlem hacimlerinin arttırılması diğer bir ifadeyle piyasa derinliğinin sağlanması önem taşımaktadır. Bununla birlikte ülkemizde yaratılan hurda altın arzının uluslararası piyasaya sunulabilmesi için uluslararası piyasalarda kabul görmüş bir rafinerinin gerekliliği de ortaya çıkmaktadır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

Aslan, Sinan. **Altın ve Altına Dayalı İşlemler Muhasebesi**; İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:3,1999

Berk, Niyazi. **Finansal Yönetim**. 8.Baskı,İstanbul,Türkmen Kitabevi,2005

Çıtak,Serdar. **Altın(24 Ayar'ın Hikayesi)**,2.Baskı,İstanbul:Düşüyıldızı Yayınları,2006

Güvenç, Murat. **Altın Piyasasında Arz-Talep ve Aktörler**, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:16,2006

İstanbul Altın Borsası, **Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası**, İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları No:1,İstanbul

İstanbul Altın Borsası, **İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler Rehberi**, İstanbul Altın Borsası Yayınları No:4,İstanbul

İstanbul Altın Borsası, **Türkiye Gümüş Piyasası ve Standart Dışı Altın İşlemleri**, İstanbul Altın Borsası Yayınları No:6,İstanbul

İstanbul Altın Borsası, **Dünyada ve Türkiye’de Altın,Gümüş,Platin ve Paladyum**, İstanbul Altın Borsası Yayınları No:7,İstanbul

İstanbul Altın Borsası, **İstanbul Altın Borsası ve Kıymetli Madenler Mevzuatı**, İstanbul Altın Borsası Yayınları No:8,İstanbul

Karan, Mehmet Baha. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitapevi, 2004

L.Bernstein,Peter. **Altının Gücü Bir Tutkunun Olağanüstü Tarihi**,Levent Konyar(çev).İstanbul:Scala Yayıncılık,2008

Seyidoğlu,Halil. **Uluslararası Finans**. 4.Baskı,İstanbul:Güzem Can Yayınları,2003
VOB, Türev Araçlar Lisanslama Rehberi,2007,

Yanık,İsmail. **Altın Piyasaları Türkiye Ekonomisinde Yatırım Alternatifi Olarak Altın Kullanımı İstanbul Altın Borsası İşlemlerinin Analizi**, İstanbul : İstanbul Altın Borsası Yayınları No:17,2008

Sürekli Yayınlar

Coşkun,İsa. “Altın İç ve Dış Ticareti,Altın Borsası” Vergi Dünyası Sayı:79, Mart 1988,<http://www.yaklasim.com.tr>(17.12.2008)

Gökdemir, Levent ve Suzan Ergün.“Altın Fiyatlarındaki İstikrarsızlığın Altın Ticareti Üzerindeki Etkisi:Türkiye Örneği”,Journal of Yaşar University,2007,ss.461-476

Bordo, Michael D.,Gold Standard,The Concise Encyclopedia of Economics
Greenspan, Alan. “Alan Greenspan on the Gold Standard”.**The Objectivist**.1966

Sertkaya Doğan Ö. Türkiye’de Altın Madenciliği ,İstanbul Üniversitesi Edebiyat Fakültesi Coğrafya Bölümü Coğrafya Dergisi Sayı:13,150-157

Saraç,Osman. “ Altına Dayalı Yatırım Fonlarında Mükerrer Vergileme” **Yaklaşım Dergisi**.Sayı:186,Haziran 2008

Yalçın,Hasan. “Kuyumculuk Sektörünün Vergisel Sorunları ve Potansiyeli” **Yaklaşım Dergisi**.Sayı:163,Temmuz 2006

Alptürk,Ercan. “Finansal ve Vergisel Boyutlarıyla Altın” **E-Yaklaşım Dergisi**.Sayı:12,Temmuz 2004

Karadeniz,Salim. “Kıymetli Madenler Üzerinden Banka Hesabı Açılması ve Kredi Verilmesi” **Yaklaşım Dergisi**.Sayı:187,Temmuz 2008

Raporlar ve Bültenler

Bektaş,Banu. “Altın Mücevherat”, **T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi**,Ankara,2008

Burghardt G. and W. Acworth. “2008 Annual Volume Survey A Wild Ride”, Futures Industry, Mart 2009.(<http://www.futuresindustry.org>)

Dammasch ,Sabine.The System of Bretton Woods A lesson from history

Dubai Gold & Commodities Exchange, **DGCX Handbook**,Dubai,2008

Goldaş Kuyumculuk,2007 Faaliyet Raporu,İstanbul,2008

İstanbul Altın Borsası Başkanlığı,**İstanbul Altın Borsası ve Kıymetli Madenler Sektörü**

Yılmaz,Birsen. “Altın Mücevherat”, **T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi**,Ankara,2006

- New York Mercantile Exchange, **Exchange Overview**, New York, 2008
- New York Mercantile Exchange, **Comex on CME Globex**, New York, 2008
- New York Mercantile Exchange, **A Guide to Metals Hedging**, New York, 2008
- O’Connell, R..Gold As a Safe Haven. World Gold Council, Londra, 2007
- O’Connell, R.. What sets the precious metals apart from other commodities?. World Gold Council, Londra, 2005
- Özbek, Orkun “**Kuyumculuk Sektöründe Dünya Lideri Olabiliriz**”, İzmir Ticaret Odası, Ar&Ge Bülten, 2009
- The London Bullion Market Association, **A Guide to the London Precious Metals Markets**. Londra, 2008
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **Türkiye Sermaye Piyasası**, İstanbul, 2008
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **Türkiye Sermaye Piyasası**, İstanbul, 2007
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **Türkiye Sermaye Piyasası**, İstanbul, 2006
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (2007). Bülten. Aralık. Ankara
- Türkiye Ekonomi Bankası, **Gold in Turkey The Jeweller’s Trade**
- Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası. “Vobjektif”, Sayı:8, Ağustos 2006, İzmir
- World Gold Council, **Gold Market Knowledge Trading and The Markets**. Londra, 2007
- World Gold Council, **Gold Market Knowledge Liquidity**. Londra, 2007
- World Gold Council, **Gold Market Knowledge Supply and Demand**. Londra, 2007
- World Gold Council, **Gold Market Knowledge Gold Prices and Pricing**. Londra, 2007
- World Gold Council, **Gold Demand Trends Full Year and Fourth Quarter 2008**. Londra, 2009
- Wozniak, R..Gold Is Gold A Volatile Asset. World Gold Council, Londra, 2008

World Gold Council, **Gold Investment Digit Quarter 1 2009**. Londra,2009

Köşe Yazıları

Akat, Asaf Savaş, “Altın İthalatı”, **Vatan**.21 Ağustos 2003

Eğilmez,Mahfi.“Altın Yatırımı”,**Radikal**. 25 Eylül 2008

Eğilmez,Mahfi.“Yeni Merkantilizm”,**Radikal**. 11 Ocak 2007

Gökçe,Deniz. “Altın Nereye”, **Akşam**. 25 Kasım 2003

Kumcu,Ercan. “Altın Ekonomiye Nasıl Kazandırılır”, **Hürriyet**.30 Mart 2000

Kumcu,Ercan. “Altın”, **Hürriyet**.11 Şubat 2007

Kumcu,Ercan. “Altın Fiyatlarındaki Artış Dünyada Enflasyon Beklentilerinin Habercisi Olabilir”, **Hürriyet**.10 Nisan 2006

Perşembe,Ali. “Altını Alan Üsküdar’ı Geçti”, **Dünya**.20 Aralık 2008

Yıldırım,Abdurrahman. “Dünya Piyasaları Tedirgin Altın Yine Güvenli Sığınak”, **Sabah**. 10 Nisan 2006

Yıldırım,Abdurrahman. “Altın Artık Eski Altın Değil Çifte Risk ile Ayarı Bozulmuş”, **Sabah**. 7 Ocak 2005

Diğerleri

İstanbul Altın Borsası, Genel Mektup:23,İstanbul,1998 altın endeksi

İstanbul Altın Borsası, Genel Mektup No:22-1,İstanbul,2001

Vural, M.Göknül. “**Altın Piyasası ve Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörler**”,Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü,Uzmanlık Yeterlilik Tezi,Ankara,2003.

-İstanbul Altın Rafinerisi <http://www.iar.com.tr/>

-İstanbul Altın Borsası <http://www.iab.gov.tr/>

-World Gold Council <http://www.gold.org/>

- Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş.
<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx>
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası <http://www.tcmb.gov.tr/>
- Sermaye Piyasası Kurulu <http://www.spk.gov.tr/>
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası <http://www.imkb.gov.tr>
- Türk Mücevhercileri Birliği <http://www.jtr.org.tr/Tr/>