



KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
FİNANS VE BANKACILIK PROGRAMI

**BİR FİNANSAL VARLIK, YATIRIM VE ÖDEME ARACI OLARAK
ALTIN VE TÜRK FİNANS PİYASASINDA ALTINA YÖNELİK ALGI
ANALİZİ**

YAKUP ALPER YAKUPOĞLU

DANIŞMAN: PROF. DR. AHMET YÖRÜK
EŞ DANIŞMAN: DOÇ. DR. MUSTAFA OKUR

DOKTORA TEZİ

İSTANBUL, MAYIS, 2019

**BİR FİNANSAL VARLIK, YATIRIM VE ÖDEME ARACI OLARAK
ALTIN VE TÜRK FİNANS PİYASASINDA ALTINA YÖNELİK ALGI
ANALİZİ**

YAKUP ALPER YAKUPOĞLU

DANIŞMAN: PROF. DR. AHMET YÖRÜK

EŞ DANIŞMAN: DOÇ. DR. MUSTAFA OKUR

DOKTORA TEZİ

Finans ve Bankacılık Programı'nda Doktora derecesi için gerekli kısmi şartların yerine getirilmesi amacıyla Kadir Has Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü'ne teslim edilmiştir.

İSTANBUL, MAYIS, 2019

Ben, YAKUP ALPER YAKUPOĞLU;

Hazırladığım bu Doktora Tezinin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve başka çalışmalardan yaptığım alıntıların kaynaklarını kurallara uygun biçimde tez içerisinde belirttiğimi onaylıyorum.

YAKUP ALPER YAKUPOĞLU

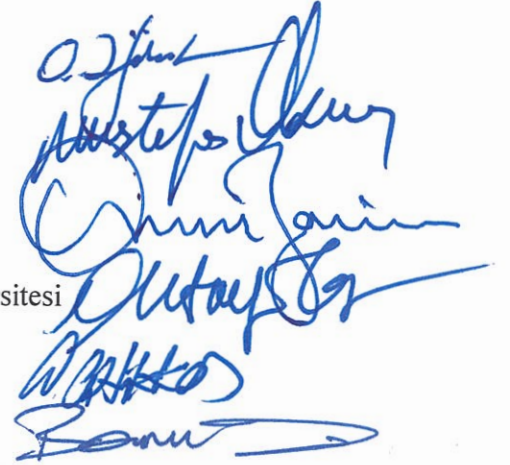
24/05/2019 F. Yakupoğlu

TARİH VE İMZA

KABUL VE ONAY

YAKUP ALPER YAKUPOĞLU tarafından hazırlanan **BİR FİNANSAL VARLIK, YATIRIM VE ÖDEME ARACI OLARAK ALTIN VE TÜRK FİNANS PİYASASINDA ALTINA YÖNELİK ALGI ANALİZİ** başlıklı bu çalışma **24/05/2019** tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından **DOKTORA TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Ahmet Yörük (Danışman)	Kadir Has Üniversitesi
Doç. Dr. Mustafa Okur (Eş-Danışman)	Marmara Üniversitesi
Prof. Dr. Osman Zaim	Kadir Has Üniversitesi
Prof. Dr. Oktay Taş	İstanbul Teknik Üniversitesi
Prof. Dr. Özgür Çatıkkaş	Marmara Üniversitesi
Dr. Öğretim Üyesi Bora Selçuk	Kadir Has Üniversitesi



Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Prof. Dr. Sinem AKGÜL AÇIKMEŞE
Müdür

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü

ONAY TARİHİ: 24/05/2019

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	ii
TABLolar LİSTESİ	v
ŞEKİLLER LİSTESİ	ix
ÖZET	x
ABSTRACT	xi
1. GİRİŞ	1
2. FİNANS PİYASALARINDA ALTIN	3
2.1. Dünyada Altın Arz ve Talebi	3
2.2. Türkiye’de Altın Arz ve Talebi.....	15
2.3. Altın Fiyatlarının Gelişimi	20
2.3.1. Altın fiyatlarını etkileyen faktörler	23
2.4. Uluslararası Altın Piyasası	27
2.4.1. Londra külçe altın piyasası.....	30
2.4.2. Zürih külçe altın piyasası	33
2.4.3. Çin: Hong Kong ve Şangay altın piyasaları.....	35
2.4.4. Dubai altın piyasası	37
2.5. Borsalar ve Türev Piyasalar	39
2.5.1. CME group.....	39
2.5.2. Tokyo emtia borsası	40
2.5.3. Hindistan emtia borsası	41
2.5.4. Dubai altın ve emtia borsası.....	42
2.5.5. Borsa İstanbul altın piyasası.....	43
3. ÖDEME ARACI OLARAK ALTIN	47
3.1. Altının Para Olarak Kullanımı	47
3.2. Uluslararası Altın Standartı.....	49
3.2.1. Altın standartının teorik çerçevesi	50
3.2.2. Klasik altın standartı: 1870-1913	53
3.2.3. Osmanlı’da altın standartı: “Topal Mikyas”	54
3.3. İki Savaş Arası Dönem: 1918-1938	55
3.4. 1929 Ekonomik Buhranı	56

3.5. Bretton Woods Sistemi: 1944-1973	57
3.6. Bretton Woods Sistemi'nin Çöküşü ve Sonrası	59
3.7. Bretton Woods Sonrası Dönem: Günümüz	60
3.9. İsviçre'de Altın Standartı: Bır İstisna.....	62
3.12. Bretton Woods Sonrası Teorik Çerçeve.....	63
3.13. Altının Tekrar Parasallaştırılmasına Karşıt Görüşler	68
3.14. Altının Tekrar Parasallaştırılmasına Yandaş Görüşler.....	69
3.15. Altının Parasal Sistemdeki Geleceği	71
4. REZERV VARLIK OLARAK ALTIN.....	74
4.1. Merkez Bankalarının Altın Rezervi Bulundurma Nedenleri.....	77
4.2. Merkez Bankalarının Altın Satışları: 1999-2009	82
4.2.1. Merkez bankalarının birinci altın anlaşması (1999).....	83
4.2.2. Merkez bankaları ikinci altın anlaşması (2004).....	85
4.2.3. Merkez bankaları üçüncü altın anlaşması (2009) ve satışların durması	86
4.3. 2008 Küresel Krizi ve Merkez Bankalarının Politikaları.....	87
4.4. Küresel Kriz ve Merkez Bankalarının Altın Alımları.....	107
4.5. Türkiye'de Merkez Bankası'nın Altın Rezerv Politikası.....	108
5. YATIRIM ARACI OLARAK ALTIN	114
5.1. Altın Sikkeler	115
5.2. Külçe Altın	116
5.3. Borsa Yatırım Fonları.....	116
5.4. Yurtdışında Kurumsal ve Bireysel Altın Hesapları.....	117
5.5. Altın Futures ve Opsiyonları	118
5.6. Türkiye'de Yatırım Aracı Olarak Altın ve Altına Dayalı Finansal Ürünler	120
5.6.1. Fiziki altın işlemleri	123
5.6.2. Yastık altı altın stoğu	125
5.6.3. Ziyet altını	126
5.6.4. Cumhuriyet altını	128
5.6.5. Külçe altın (gram altın)	129
5.6.6. Banka altın hesapları	129
5.6.7. Altın kredisi.....	133
5.6.8. Altın yatırım fonları	133
5.6.9. Hazine müsteşarlığı altın tahvili	139
5.6.10. Hazine müsteşarlığı altına dayalı kira sertifikası	142

6. ARAŞTIRMA: TÜRK FİNANS PİYASASI PROFESYONELLERİNİN ALTIN ALGISI ANALİZİ	146
6.1. Teorik Çerçeve	147
6.1.1. Anketlerin hazırlanışı ve anketlerde sorular	147
6.1.2. Anketlerin uygulanması	150
6.1.3. Anketlerin dönüş oranları.....	151
6.1.4. Anketlerde geçerlilik.....	151
6.1.5. Anketlerde güvenilirlik	152
6.1.6. Anketin çalışmasının avantajları	152
6.1.7. Anket çalışmasının dezavantajları.....	153
6.2. Araştırmanın Yöntemi.....	153
6.2.1. Araştırmanın amacı	153
6.2.2. Araştırmanın örnekleme	154
6.2.3. Araştırmada kullanılan veri toplama yöntemi ve araçları	154
6.2.4. Araştırma verilerinin analizi	154
6.2.5. Araştırmanın hipotezleri.....	155
6.2.6. Bulgular.....	155
7. SONUÇ.....	197
KAYNAKÇA	201
EKLER.....	210
ÖZGEÇMİŞ.....	213

TABLolar LİSTESİ

Tablo 2.1:	Altın Ölçü Birimleri	7
Tablo 2.2:	LBMA Altın Külçe Standartları	8
Tablo 2.3:	Dünyada Fiziki Altın Arz ve Talebi 2010-2018 (Metrik Ton).....	8
Tablo 2.4:	Dünyada Fiziki Altın Stoğunun Türü	9
Tablo 2.5:	Dünyada Fiziki Altın Arzı	10
Tablo 2.6:	Dünya Fiziki Altın Talebinde Bulunan Ekonomik Birimlerin Toplam Talepteki Payı	11
Tablo 2.7:	Dünyada Fiziki Altın Talebinin Bölgelere Göre Dağılımı	15
Tablo 2.8:	Türkiye’de Altın Üretim ve İthalatı 2001-2018 (Metrik Ton)	17
Tablo 2.9:	Türkiye’nin Altın İthalatı 1994-2017	19
Tablo 2.10:	Türkiye’nin Altın İhracat ve İthalatı 2001-2018 (Milyon USD).....	20
Tablo 2.11:	Dünyada Borsalarda Altın İşlem Hacmi (Metrik Ton)	39
Tablo 3.1:	Altın Standartına İlişkin Destekleyen ve Karşıt Görüşler	73
Tablo 4.1:	2018 Yılı İtibarıyla Ülkelerin Altın Rezervleri.....	78
Tablo 4.2:	Merkez Bankalarının Altın Alım-Satım Tutarları	107
Tablo 4.3:	Merkez Bankası Altın Rezervleri Saklama Merkezleri.....	112
Tablo 4.4:	Merkez Bankası Altın Rezervleri Saklama Merkezleri Özeti	113
Tablo 5.1:	Dünyada Toplam Altın Yatırımı 2013-2018 (Metrik Ton)	117
Tablo 5.2:	Yıllar İtibarıyla Darphane Cumhuriyet Altını Üretimi.....	129
Tablo 5.3:	Yıllar İtibarıyla Bankacılık Sektörünün Kıymetli Maden Depo Hesapları Toplam Bakiyesi	131
Tablo 5.4:	Türkiye’de Altın Yatırım Fonları	135
Tablo 5.5:	Türkiye’de Altın Yatırım Fonları	136
Tablo 5.6:	İhraç Edilen Toplam Altın Tahvilleri.....	143
Tablo 6.1:	Katılımcıların Cinsiyetlerine İlişkin Frekans Analizi Sonuçları	155
Tablo 6.2:	Katılımcıların Yaşlarına İlişkin Frekans Analizi Sonuçları	156
Tablo 6.3:	Katılımcıların Aylık Gelirlerine İlişkin Frekans Analizi Sonuçları	156
Tablo 6.4:	Katılımcıların Çalıştıkları Bölüme İlişkin Frekans Analizi Sonuçları	156
Tablo 6.5:	Katılımcıların Ünvanlarına İlişkin Frekans Analizi Sonuçları.....	157
Tablo 6.6:	Altın, Finans Piyasalarında Güvenli Bir Limandır.....	157
Tablo 6.7:	Altın, Finans Sektöründe Önemli Bir Finansal Enstrümandır	158

Tablo 6.8:	Altın, Türkiye’de Geleneksel Bir Yatırım Aracıdır	158
Tablo 6.9:	Bankacılık Sektöründe Altın İşlemlerinin Payı Artırılmalıdır	158
Tablo 6.10:	Merkez Bankası Rezervine İlişkin Önem Sırası.....	159
Tablo 6.11:	Merkez Bankasının Altın Rezervlerini Artırması Piyasadaki Güvenilirliğini Artırır	160
Tablo 6.12:	Merkez Bankasının Altın Rezervinin Miktarı Hangi Parasal Büyüklik Karşılığı Olmalıdır.....	160
Tablo 6.13:	İstanbul’da Uluslararası Nitelikte Bir Külçe Altın Piyasası Kurulmalıdır	161
Tablo 6.14:	Uluslararası Külçe Altın Piyasasının Kurulması Altın Fiyatında TL Cinsi Bir <i>Price Fixing</i> Oluşmasını Sağlar	161
Tablo 6.15:	Altın, Türkiye’de TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı (Altın Türk Lirası) Olarak Kullanılmalıdır	162
Tablo 6.16:	Yastık Altı Altın, Altının TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması İle Ekonomiye Kazandırılabilir	162
Tablo 6.17:	Altının Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması Altın İthalatını Artırır.....	163
Tablo 6.18:	Altının Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması Enflasyonu Düşürür, Fiyat İstikrarı Sağlar.....	163
Tablo 6.19:	Altının Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması İç Piyasada Dolarizasyonu Azaltır.....	163
Tablo 6.20:	Türkiye’de, İç Piyasada Dolarizasyonun Azalması, Yurtiçi Yerleşiklerin USD İşlemlerini Azaltmasına Neden Olacak Olması Sebebiyle, USD/TRY Kurunda Volatilitiyi Azaltır.....	164
Tablo 6.21:	Dış Ticarete, Döviz Dışında Altınla Ödeme Yapılabilmelidir	164
Tablo 6.22:	Dış Ticarete, Altınla da Ödeme Yapılması, Türkiye’nin Altın Rezervlerini Azaltır	165
Tablo 6.23:	Geçerlilik Güvenilirlik	165
Tablo 6.24:	Cronbach's Alpha Katsayısı Güvenilirlik Düzeyleri	165
Tablo 6.26:	Algı Skoruna İlişkin İstatistikler	166
Tablo 6.23:	Algı Skoru	166
Tablo 6.27:	Tek Örneklem t Testi.....	167
Tablo 6.28:	Tek Örneklem t Testi.....	167
Tablo 6.29:	Algı Skoruna İlişkin Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri	168
Tablo 6.30:	Bağımsız iki Örneklem t Testi.....	168
Tablo 6.31:	Çalıştıkları Bölüme Göre Algı Skoruna Ait Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri.....	169

Tablo 6.32: Çalıştıkları Bölüme Göre Algı Skoru Ekseninde ANOVA Analizi Sonuçları.....	170
Tablo 6.33: Çalıştıkları Kurumlara Göre Algı Skoruna Ait Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri.....	170
Tablo 6.34: Çalıştıkları Kurumlara Göre Algı Skoru Ekseninde ANOVA Analizi Sonuçları.....	171
Tablo 6.35: Göre Algı Skoruna Ait Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri	171
Tablo 6.36: Yaşlara Göre Algı Skoru Ekseninde ANOVA Analizi Sonuçları.....	172
Tablo 6.37: Eğitim Düzeyine Göre Algı Skoruna Ait Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri.....	172
Tablo 6.38: Eğitim Düzeylerine Göre Algı Skoru Ekseninde ANOVA Analizi Sonuçları.....	173
Tablo 6.39: Gelire Göre Algı Skoruna Ait Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri.....	174
Tablo 6.40: Gelire Göre Algı Skoru Ekseninde ANOVA Analizi Sonuçları	174
Tablo 6.41: Merkez Bankası Rezervindeki Önem Sırası Tercihine Göre Algı Skoruna Ait Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri	175
Tablo 6.42: Rezervdeki Önem Sırası Tercihine Göre Algı Skoru Ekseninde ANOVA Analizi Sonuçları	175
Tablo 6.43: Varyansların Homojenliği Testi	176
Tablo 6.44: Post Hoc Testleri	176
Tablo 6.45: r Değerleri ve Yorumları	177
Tablo 6.46: Tanımsal İstatistikler	178
Tablo 6.47: Algı Skoru ile “Merkez Bankasının Altın Rezervlerini Artırması Piyasadaki Güvenilirliğini Artırır.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları.....	178
Tablo 6.48: Tanımsal İstatistikler	179
Tablo 6.49: Algı Skoru ile “İstanbul’da “Uluslararası Külçe Altın Piyasası”nın Kurulması, Altın Fiyatında TL Cinsi Bir “Price Fixing” Oluşmasını Sağlar.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları	179
Tablo 6.50: Tanımsal İstatistikler	180
Tablo 6.51: Algı Skoru ile “Altın, Türkiye’de TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı (Altın Türk Lirası) Olarak Kullanılmalıdır.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları.....	180
Tablo 6.52: Tanımsal İstatistikler	181
Tablo 6.53: Algı Skoru ile “Türkiye’de 5.000-6.000 Ton Civarında Olduğu Tahmin Edilen Yastık Altı Altın, Altının TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması ile Ekonomiye Kazandırılabilir.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları	182

Tablo 6.54: Tanımsal İstatistikler	183
Tablo 6.55: Algı Skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması Enflasyonu Düşürür, Fiyat İstikrarı Sağlar.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları	183
Tablo 6.56: Tanımsal İstatistikler	184
Tablo 6.57: Algı Skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması İç Piyasada Dolarizasyonu Azaltır.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları	184
Tablo 6.58: Tanımsal İstatistikler	185
Tablo 6.59: Algı Skoru ile “Türkiye’de, İç Piyasada Dolarizasyonun Azalması, Yurtiçi Yerleşiklerin USD İşlemlerini Azaltmasına Neden Olacak Olması Sebebiyle, USD/TRY Kurunda Volatilitiyi Azaltır.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları	185
Tablo 6.60: Tanımsal İstatistikler	186
Tablo 6.61: Algı Skoru ile “Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilmelidir.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları.....	186
Tablo 6.62: Bağımlı Değişken	187
Tablo 6.63: Bağımsız Değişkenlere İlişkin Model Kodları ve Tanımlamaları.....	188
Tablo 6.64: Sınıflama Tablosu.....	189
Tablo 6.65: Model Katsayılarına İlişkin Omnibus Testi.	190
Tablo 6.66: Modelin Geçerlilik ve Açıklama Değerleri.	191
Tablo 6.67: Hosmer and Lemeshow Testi.	192
Tablo 6.68: Modelde Yer Alan Değişkenlere Ait İstatistiksel Sonuçlar	192
Tablo 6.69: Anketin Geçerlilik ve Güvenilirliği.....	193
Tablo 6.70: Hipotezlerin Test Sonuçları.....	194
Tablo 6.71: Altın Algı Skoru	194
Tablo 6.72: Algı Skoru ile Soruların Korelasyonunun Analizi	195

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1: Uluslararası Piyasalarda Altın Fiyatı: 1968-2018 (Ons/USD)	21
Şekil 2.2: Türkiye’de Altın Fiyatı: 2007-2018 (Gram/TL).....	23
Şekil 4.1: Dünyada Merkez Bankalarının Toplam Altın Alım-Satımı (1950-2017)	75
Şekil 4.2: Uluslararası Piyasalarda Altın/Dolar Forward Swapı Faiz Oranları 1 Aylık 2012-2018.....	84
Şekil 4.3: Merkez Bankalarının Net Altın Alımı 2010-2016.....	109
Şekil 4.4: COMEX Borsası Altın Futures Sözleşmesi Fiyatları 2009-2018.....	120
Şekil 6.1: Merkez Bankası Rezervine İlişkin Önem Sırası Skor Tablosu	159

ÖZET

YAKUPOĞLU, YAKUP ALPER. *BİR FİNANSAL VARLIK, YATIRIM VE ÖDEME ARACI OLARAK ALTIN VE TÜRK FİNANS PİYASASINDA ALTINA YÖNELİK ALGI ANALİZİ*, DOKTORA TEZİ, İstanbul, 2019.

İnsanlığın kullandığı en eski ödeme araçlarından biri olan altın, resmi ödeme aracı olma özelliğini yaklaşık yarım yüzyıl önce kaybetmiş olmasına rağmen, halen küresel çapta önemli bir bireysel ve kurumsal yatırım aracıdır. Uluslararası piyasalarda altın, Amerikan doları ve eurodan sonra en çok işlem gören finansal enstrümandır. Özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının yüksek miktarda altın rezervi bulundurması ve yine bu ülkelere ait finansal kuruluşların yüklü miktarda altın işlemi yapması altının önemli bir finansal ürün ve yatırım aracı olduğunu doğrulamaktadır. Bazı gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye’de de geleneksel bir yatırım aracı olarak kabul gören altın, son dönemde önemli bir merkez bankası rezervi haline de gelmiş, finans sektörünün artan ilgisiyle altın tasarruf hesapları, altın yatırım fonları yaygınlaşmaya başlamıştır. Hem Türkiye’de hem de uluslararası piyasalarda altına yönelik yatırım iştahında artış görülmekte, finans sektöründe altının bir finansal enstrüman olarak önemi daha da artmaktadır.

Bu çerçevede, bu çalışmanın amacı; Türk finans piyasasında çalışan profesyonellerin bir merkez bankası rezervi, ödeme ve yatırım aracı olarak altın algısını analiz etmektir. Analiz, Türk finans sektöründe yer alan; banka, aracı kurum ve portföy yönetim şirketi çalışanlarından, özellikle hazine/fon/portföy yöneticileri ve çalışanları arasında anket yöntemiyle yapılmış, anket sonuçlarının istatistiksel analizi SPSS yazılımı ile gerçekleştirilmiştir.

Yapılan çalışma sonucunda; Türkiye’de finans piyasasında çalışan profesyonellerin altını önemli bir finansal varlık, yatırım aracı ve merkez bankası rezervi olarak gördükleri, İstanbul’da uluslararası bir külçe altın piyasasının kurulmasını da çok büyük oranda destekledikleri sonucuna varılabilir. Ancak altının bir ödeme aracı olarak algısının en azından yurt içi piyasa için oldukça zayıf olduğu söylenebilir.

Anahtar Sözcükler: Altın Piyasası, Türk Altın Piyasası, Altın Anketi, Altın Algısı

ABSTRACT

YAKUPOĞLU, YAKUP ALPER. *THE PERCEPTION ANALYSIS OF GOLD IN TURKISH FINANCIAL MARKET AS A FINANCIAL ASSET, INVESTMENT AND PAYMENT INSTRUMENT*, Ph. D. Thesis, Istanbul, 2019.

Although gold, the oldest tool of payment of the humanity, lost its legal tender status approximately a half century ago, it is still an individual and corporate investment instrument. Gold is the third largest financial instrument traded after US dollar and euro in the international markets. Especially high central banks' gold reserves of the developed countries and high trade volumes of gold by the financial institutions in advanced economies confirm that gold is an important financial product and investment instrument. Like in some developing countries gold regarded as a traditional investment instrument in Turkey. In recent years gold becomes an important central bank reserve in Turkey, gold savings accounts and gold investment funds begun to increase with the increasing interest of the financial sector. The risk appetite for gold is increasing both in Turkish and international market. The importance of gold as a financial instrument is growing.

Within this framework, the aim of this study is to analyze the perception of gold among the professionals in the Turkish financial market as a central bank reserve, a mean of payment and an investment instrument. The analysis was done by a survey made among the employees of the banks, broker firms and portfolio management companies in the Turkish financial sector, mainly among treasury departments, fund and portfolio managers. The statistical analysis of the survey data was done by SPSS.

With this study we can easily conclude that professionals working in the Turkish financial market see gold as an important financial asset, an investment instrument, a central bank reserve and they support the idea of establishing an international gold bullion market in Istanbul. But the perception of gold as a mean of payment is low especially in domestic market.

Keywords: Gold Market, Turkish Gold Market, Gold Survey, Gold Perception

1. GİRİŞ

Altın tarih boyunca, yeryüzünde her etnik kökenden ve kültürden insanın değer verdiği bir ziynet, bir değişim ve yatırım aracıdır. İnsanoğlunun bakır ile birlikte keşfettiği ilk metallere biri olan altının, işlenmesi kolay, yumuşak bir metal olması ve hiç okside olmadan binlerce yıl kendine özgü sarı rengi kaybetmemesi nedeniyle, bu parlak gözalcı maden insanoğlu için vazgeçilmez bir servet göstergesi olmuştur.

Tarihçiler, insanoğlunun uzun mesafeli ticarete başlamasıyla takasa dayalı ticaretin, yerini altın ve gümüş karşılığı ticarete bıraktığını, bunun nedeninin ise tüccarların uzun mesafeli ticaret seferlerinde ödeme için çabuk bozulan veya taşınması zor olan ticari mallar yerine altın ve gümüşü yanlarına almaları olduğunu düşünmektedirler.

Gümüşle birlikte binlerce yıl insanlığın yegane para birimi olan altın, 20. yüzyılın ilk çeyreğinden itibaren bir değişim aracı olma vasfını kaybetmiş; ancak bir yatırım aracı olarak değerini sürdürmüştür. 1873-1914 yılları arasında uygulanan altın standardı ile küresel para sisteminin temelini oluşturan altın, 1944-1973 yılları arasında geçerli olan Bretton Woods sisteminde ABD dolarına sabitlenmiş bir rezerv aracı olarak işlev görmüştür. Bretton Woods sisteminin çöküşüyle, altın ile ABD doları arasındaki sabit bağ sona ermiş, altın resmi ödeme aracı olarak kullanımı da böylelikle sona ermiştir. 1980'li ve 1990'lı yıllarda finansal piyasaların hızlı gelişimi ve geliştirilen yeni finansal ürünler bir yatırım aracı olarak altını geri plana itmiştir. Ancak altın başta gelişmiş ülkeler olmak üzere birçok ülkenin uluslararası rezervleri içinde önemli bir paya sahiptir. 2000'li yıllarla birlikte yaşanan ekonomik krizler ve artan uluslararası likidite ile birlikte artan fiyatlar altını yatırımcıların tekrar gözdesi haline gelmiştir.

Dünyada toplam altın stoğunun 190 bin ton olduğu tahmin edilmektedir. Son on yıllık dönemde yıllık ortalama altın üretimi 2,450 ton civarında gerçekleşmiştir. Altın üretiminde; Çin, ABD, Avustralya, Güney Afrika ve Rusya dünyada ilk beşte yer alan ülkelerdir. Bu ülkeler dünya altın üretiminin %54'ünü gerçekleştirmektedirler. Altın tüketiminde ise ilk beş ülke; Hindistan, Çin, ABD, Türkiye ve Suudi Arabistan'dır.

Bu çalışmada; altının dünyada ve Türkiye’de arz ve talebi, ulusal ve uluslararası piyasalardaki altın ürünleri ve ilgili kurumsal yapılar irdelenmiştir. Merkez bankalarının rezerv aracı olarak işlev gören parasal altından bahsedilerek, bir ödeme aracı aracı olarak altının gelişimi ile günümüz dünyasında altının artan önemi vurgulanmıştır.

Bu çerçevede çalışmanın ana odak noktası olan Türk finans piyasasında yukarıda çizilen çerçeve dahilinde altın algısına ilişkin ampirik bir çalışma yapılmıştır. Çalışma anket metoduna dayalıdır. Anket çalışması, Türk finans sektöründe yer alan; banka, aracı kurum ve portföy yönetim şirketi çalışanlarından, özellikle hazine/fon/portföy yöneticileri ve çalışanları arasında yapılmış, elde edilen sonuçlar istatistiksel yöntemler kullanılarak analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular çerçevesinde altına yönelik politikalara ilişkin çözüm önerileri sunulmuştur.

2. FİNANS PİYASALARINDA ALTIN

2.1. DÜNYADA ALTIN ARZ VE TALEBİ

Altın tarih boyunca, yeryüzünde her etnik kökenden ve kültürden insanın değer verdiği bir değişim aracı, yatırım aracı ve ziynettir. İnsanoğlunun bakır ile birlikte keşfettiği ilk metallere biri olan altının; işlenmesi kolay, yumuşak bir metal olması ve hiç okside olmadan binlerce yıl kendine özgü sarı rengi kaybetmemesi nedeniyle, bu parlak gözalcı maden insanoğlu için vazgeçilmez bir servet göstergesi olmuştur.

Tarihçiler, insanoğlunun uzun mesafeli ticarete başlamasıyla takasa dayalı ticaretin, yerini altın ve gümüş karşılığı ticarete bıraktığını, bunun nedeninin ise tüccarların uzun mesafeli ticaret seferlerinde ödeme için çabuk bozulan veya taşınması zor olan ticari mallar yerine altın ve gümüşü yanlarına almaları olduğunu düşünmektedirler (Eagleton ve Williams 2011: 12).

Gümüşle birlikte binlerce yıl insanlığın yegane para birimi olan altın, 20. yüzyılın ilk çeyreğinden itibaren bir değişim aracı olma vasfını kaybetmiş; ancak bir yatırım aracı olarak değerini sürdürmüştür. 1970'lerin başında, Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ve Amerikan dolarının altına endekslenmesi uygulamasının son ermesiyle altın piyasasının uluslararası finans piyasalarındaki önemi azalmıştır. Ancak özellikle 2008 krizi sonrası merkez bankalarının ve büyük fonların yüksek miktarda satın almalarıyla tekrar finansal araçlar arasında öne çıkmıştır. 1970'lerin başında 70.000 ton olan dünya altın rezervi (Doran 1998: 11), 2018 yılında 190.931 tona çıkmış, son 40 yılda dünya altın stoğu yaklaşık 2,5 kat artmıştır (World Gold Council 2018). Bu miktar yaklaşık tüm insanlık tarihi boyunca çıkarılan altın miktarıdır. Bütün bu altını eritip tek bir kalıba dökerek küp şeklinde bir külçe oluşturulsaydı, bu külçenin bir kenarı 20,6 metre olurdu. Dünya nüfusunu 6,8 milyar kabul edersek, dünyada kişi başına 24,26 gram altın düşmektedir (World Gold Council 2011a).

Altın madeni yeryüzünde başlıca iki tür kaynaktan elde edilmektedir. Birinci kaynak, çok eski jeolojik zamanlarda yer kabuğu katmanları arasında sıkışan kuvars eriyiklerinin zamanla katılarak maden damarı veya damar formunu alarak oluşturdukları maden

kaynaklarıdır. Bu tür kaynaklar kuvars bakımından zengin kayalardan oluşmaktadır. Bu kayalardan, altın-gümüş bileşiklerinde olanlar da yaklaşık %28 oranında, tabiatta kalaverit olarak bilinen altın-tellür bileşiklerinde ise yaklaşık %40 oranında altına rastlanır. Jeolojik olarak daha yeni olan ikinci tür altın maden kaynakları birincil kaynak yataklarının aşınmasından kaynaklanan alüvyon kökenli çökeltilerden ortaya çıkarlar. Bu ikinci kaynaklar, tepelerden ve nehir içerisindeki birikinti kumlardan çıkarılan altın olmak üzere iki farklı tipte olmaktadır. Altın bulunan tepeler oluşum sürecinde yeryüzüne çıkararak zamanla katılaştıran, altın içeren kuvars eriyiğinden oluşur. Zamanla katılaştıran bu eriyiğin altın içeren kısmı ağır olduğu için altta kalır. Nehir diplerinden çıkarılan altın ise birincil kaynakların daha yeni bir formudur. Bu tür maden kaynaklarında altın, külçe, parça ve toz halinde bulunmaktadır. Yoğunluğu yüksek bir metal olması nedeniyle boyları 1/100'ü geçmeyen altın partikülleri toplanarak 25-30 kiloluk külçeler şeklinde bulunabilirler. 19. yüzyılın ikinci yarısında çıkartılan altınların büyük bir kısmı bu kategoriye ait maden kaynaklarından çıkarılan altınlardır (MTA 2016).

Dünyada üretilen altının neredeyse tamamı kuvarslı veya sisitli damarlardan veya atılı kumlardan çıkartılır. Altının işlenmesinde tarih boyunca farklı yöntemler kullanılmıştır. 19. yüzyılın ikinci yarısında çıkartılan altınların işlenmesinde bilinen ilk yöntem plaser metottur. Bu yöntem ile alüvyonlu dere yataklarında bulunan 2,5 cm boylarındaki altın kristalleri tavalarda su ile yıkanarak aranmaktaydı. Ancak çıkartılan taşların çok büyük olduğu durumlarda mekanik yollarla çeşitli çalışma alanlarında bu taşlar ufalanmakta, su veya yağlı karışımda yıkanmaktaydı. Bugün tamamen terk edilmiş olan bu yöntem, çamur ile altın arasındaki büyük yoğunluk farkına dayanmaktaydı (MTA 2016: 20). İkinci yöntemde altın içeren cevherler önce parçalanır sonra öğütülür. Elde edilen hamurumsu madde yüzdürme yoluyla zenginleştirilir. Mineralleri öğütme veya yıkama sırasında amalgama işlemine başvurulabilir. Bu yöntem cıva ile çalkanan altın parçacıklarının cıva ile kaplanarak bakır kaba yapışması esasına dayanır. Ayrıca klor suyuyla işleme imkânı veren ve klorür yöntemi olarak bilinen metod ile de %99.5 saf altın elde edilmektedir. Bu yöntemde ise altın-gümüş alaşımı bir klorür çözeltisinde elektrolizlenir. Alternatif ve doğru akımlar birlikte kullanılır. Altın çözülerek katotta toplanır. Altının içindeki gümüşün bir kısmı gümüş klorüre dönüşür, bir kısmı ise anota yapışarak dışarı alınır. Günümüzde genellikle siyanürleme yöntemi uygulanmaktadır.

Bu metotta metal, geniş havuzlarda potasyum siyanür veya sodyum siyanür içinde çözüldürülüp, sonra bir başka metale işlenerek altının çökmesi sağlanır. Bazı karmaşık altın minerallerini işlemede, kolay okside olan metaller, gerek ayrımsal yükseltgeme yoluyla, gerek asit veya buharların etkisiyle elenebilir. Altını arındırmak için metal önce altın klorüre dönüştürülüp; bu bileşik elektrolizle ayrıştırılır, yabancı metaller çamur içinde toplatılır ve altın elde edilir (MTA 2016).

Altın madenlerde üretildikten sonra altın rafinerilerine gönderilerek saflaştırılarak belirli bir standartta kullanıma hazır hale getirilir. Rafinasyon sonrası yatırımcılara, kuyumculara ve altına sanayi için hammadde olarak ihtiyaç duyan firmalara satılır. İşlenmiş olan altın ürünler daha sonra “hurda altın” olarak satılarak piyasaya geri dönmektedir. Altın; parlak, ağır ve kolay tepkimeye girmeyen bir metaldir. O nedenle dış etkenlerden fazlaca etkilenmez, paslanmaz ve kararmaz. Saf haliyle son derecede yumuşak olduğu için kolay şekil verilebilir. Aslında iletkenliği yüksek olduğu halde az bulunduğu için iletken olarak kullanılamayacak kadar pahalıdır. Altının saflık derecesi ayar ya da karat denilen ölçüyle ölçülür. Ayarın formülü şöyledir: $X = 24 (Mg/Mm)$ Bu formülde; X altının ayarını, Mg alaşımdaki altın miktarını, Mm alaşımın toplam ağırlığını gösteriyor. Bu formülü kullanarak örneğin 91,6 gram altınla 8,4 gram gümüşün karışımından oluşan bir alaşımın ayarını bulalım: $X = 24 (91,6 / 100) = 21,99 = 22$ ayar. 24 ayar altın %100, 22 ayar altın % 91,6, 18 ayar altın %75,14, 14 ayar altın ise %58,5 oranında saf altın içerir. Geri kalanı gümüş, nikel, bakır, paladyum ile tamamlanır. Altın gümüş karışımı altına yeşil, altın nikel karışımı beyaz renk verir (Eğilmez 2017a).

Altın madeninin başlıca özellikleri arasında; korozyon direnci, oksitlenmeye karşı direnç, iyonlaşma serbestisi, diğer metallerle kolay alaşım yapabilme, yüksek elektrik ve ısı iletkenliği sayılabilir. Doğada oldukça az ama neredeyse katışıksız halde bulunan havadan ve sudan etkilenmeyen, kararır paslanmayan kolay işlenebilen altın madeni, insanlık için en önemli servet göstergelerinden biri olmuştur. Altın hava, su ve diğer elementlere karşı dayanıklıdır. Lekelenmez, paslanmaz, aşınmaz, sonsuza kadar bozulmadan kalabilir. Bu nedenle aynı grupta yer alan diğer kıymetli metaller olan gümüş ve platin gibi diğer kıymetli metallerden bile fiziki ve kimyasal özellikler açısından üstündür. Dolayısıyla aynı veya benzer özelliklere sahip, altının yerini

doldurabilecek başka bir madenin veya materyalin bugüne dek bulunamamış olması da altına değer kazandıran özellikler arasında yer almaktadır.

20. yüzyıla kadar parasal sistemin içinde yer alan altın, 20. yüzyılın ortalarında uygulanmaya başlayan altın kambiyo sisteminde önemli bir rol üstlenmiş ve dünya merkez bankalarının tercih ettiği en önemli rezerv araçlarından biri olmuştur. İnsanlık tarihi boyunca geniş bir kullanımı olan altın, neolitik çağdan beri estetik değeri oldukça yüksek çeşitli objelerin ve ziynet eşyasının yapımında kullanılmıştır. Altının en önemli özelliklerinden biri içsel değere sahip olması (*intrinsic value*) ve dünyanın her köşesinde alınıp satılabilesidir. Diğer bir ifadeyle mutlak bir değere sahiptir. Dünyada tüm para birimlerine karşı konvertibldir. Altın kısa vadede diğer yatırım araçlarına karşılık daha düşük getiri sağlayabilir. Ancak uzun vadede daha stabil olduğu için uzun vadeli bir yatırım aracı olarak tercih edilmektedir. En zor durumda, en yüksek risklerin olduğu ekonomilerde bile işlem gören tek yatırım aracı altındır. Altın fiziksel ve kimyasal özellikleriyle, kullanım alanlarıyla, değerli bir metaldir. Sadece bir maden değil, merkez bankaları için bir rezerv aracı, bireyler ve kurumlar için ise bir yatırım ve tasarruf aracıdır.

Uluslararası piyasalarda dolar ve euro gibi para birimleri ile birlikte yoğun şekilde işlem gören altın, tüm dünyada kabul edilmiş ortak standartlara sahiptir. Bu ölçülerin oluşmasında en büyük etken altının insanlık tarihi boyunca birçok uygarlık tarafından para olarak kullanılmasıdır. Altının bir değişim aracı olarak kullanılabilmesi ancak ne ölçüde saf olduğunun bilinmesi ve ağırlığının tam olarak ölçülebilmesi ile mümkün olacağından zamanla bunu sağlayacak çeşitli ölçü birimleri geliştirilmiştir. Altının saflığını ölçmek için dünyada kullanılan birçok ölçü sistemi bulunmaktadır. Ancak Dünya Altın Konseyi (*World Gold Council*) tarafından belirlenen iki ölçü sistemi, bindelik ve karat sistemidir. Bunlardan dünya genelinde en yaygın olarak kullanılan karat sistemidir. Karat kelimesi Yunanca *keration*, İngilizce *carat*, Arapça da ise *kirat* sözcüğü ile ifade edilen keçiboynuzundan (daha doğrusu ağırlık ölçümünden kullanılan keçiboynuzu tohumlarından) gelmektedir. Saflık ölçmek için kullanılan karat herhangi bir altın mücevherat, para veya külçedeki saf altın oranını gösterir ve karat sisteminde için saf altın 24 ayar olarak ifade edilir. Saf altın çok yumuşak ve kırılğan olduğu için genelde mukavemet kazandırmak veya farklı renkler elde etmek amacıyla gümüş, bakır

ve çinko gibi diğer metaller karıştırılarak cevherin saflığı azaltılır ve bu yolla daha işlenebilir, dayanıklı ve daha renkli bir hale getirilir. Türkiye’de ayar olarak ifade edilen karat sisteminde 24, 22, 18 ve 14 ayarlar en yaygın kullanılan birimler iken, Dünya Altın Konseyi web sayfasından alınan aşağıdaki tabloda dünyanın çeşitli yerlerinde yaygın olarak kullanılan farklı karat ölçülerini ve bu ölçütlerin binlik sistemdeki karşılıkları ile yüzdelik oranlarını gösterilmektedir (MTA 2016).

Tablo 2.1: Altın Ölçü Birimleri

Karat (Ayar)	1000/x	Alaşımındaki Altın Oranı
24	999-995	Saf Altın
22	916	%91,6
21	875	%87,5
18	750	%75
14	585	%58,5

Kaynak: World Gold Council

Altın külçelerin başta ağırlık ve saflık ile şekil ve analiz değerlerinin belli standartları karşılaması zorunludur. Ülkeler arasında bazı farklılıklar olsa da küresel fiziki altın ticareti bu standartlara uyan altın külçeleri ile yapılmaktadır. Küresel piyasalarda ağırlıklı olarak iki tür külçe işlem görmektedir. Bunlardan ilki 1 kg ağırlığındaki kilobarlar diğeri ise 400 ons ağırlığındaki büyük külçeler (*large bar*) Dünyanın önde gelen külçe altın piyasası olan Londra piyasasının düzenleyici kuruluşu olan Londra Külçe Piyasası Birliği (*London Bullion Market Association - LBMA*) tarafından kabul gören özellikleri belirlenmiş 400 onsluk altın külçeleri işlem görmektedir. 400 onsluk altın külçeleri Londra piyasası dışında New York, Sidney, Tokyo ve Zürih gibi dünyanın önde gelen altın piyasalarında da kabul görmektedir.

Altın üretiminde; Çin, ABD, Avustralya, Güney Afrika ve Rusya dünyada ilk beşte yer alan ülkelerdir. Bu ülkeler dünya altın üretiminin %54’ünü gerçekleştirmektedirler. Altın tüketiminde ise ilk beş ülke; Hindistan, Çin, ABD, Türkiye ve Suudi Arabistan’dır (Eğilmez 2013).

Tablo 2.2: LBMA Altın Külçe Standartları

Ağırlık:	Dünya genelindeki tüm uluslararası altın piyasalarında külçe altın için temel kabul gören ağırlık ölçüsü birimi troy ons olup 1 troy ons 31.1034768 grama karşılık gelmektedir. LBMA minimum ağırlığı 350 troy ons (10.886 kg) maximum ağırlığı 400 troy ons (12.375 kg) aralığındaki altın külçelerini kabul etmektedir.
Saflık:	Altın külçelerinin saflığı minimum 995/1000 saflıkta olmalıdır.
Görünüm:	Külçe iyi bir görünüme sahip olmalı, yüzeyinde oyuk, boşluk, kırık, çatlak, vb. kusurlar bulunmamalıdır. Çünkü bu kusurlar toz ve su birikmesine yol açarak külçenin ağırlığını etkileyebilir ayrıca biriken su külçe eritilirken patlamaya yol açabilir.
Külçe boyutları:	LBMA için altın külçelerin boyutları; Üst Uzunluk: 250 mm (+/- 40 mm) Üst Genişlik: 70 mm (+/- 15 mm) Yükseklik: 35 mm (+/- 10 mm) değerlerine uygun olmalıdır. Külçenin köşeleri 5-25 derece yuvarlatılmış olmalıdır. Külçe kolay taşınabilir ve depolanabilir olmalıdır.
Ağırlık mührü:	Ağırlık değerlerinin külçelere basılmaması ancak basılmış olması halinde ağırlık birimi görünür olmalıdır.
Damga:	Londra Kıymetli Madenler Piyasası Birliği (LBMA) için altın külçelerinde aşağıdaki 4 damga mutlaka bulunmalıdır: <ul style="list-style-type: none">• Külçenin seri numarası• LBMA tarafından onaylı bir altın rafinerisinin damgası• Saflık (ayar) değeri• Üretim yılı

Kaynak: LBMA London Bullion Market Association. 2016. "A Guide to the London Precious Metals Markets" s. 24.

Tablo 2.3: Dünyada Fiziki Altın Arz ve Talebi 2010-2018 (Metrik Ton)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Arz	4.407	4.584	4.543	4.340	4.446	4.422	4.590	4.415	4.421
Talep	3.903	4.643	4.449	5.434	4.598	4.442	3.630	3.988	4.167
Fark	504	-59	94	-1.094	-151	-20	959	427	254

Kaynak: Thomson Reuters. 2018 "GFMS Gold Survey 2018" s. 7.

Dünyada toplam altın stoğunun yaklaşık 71.000 tonu merkez bankaları ve özel kuruluşların elinde bulunmaktadır. Dünyada toplam altın stoğunun yaklaşık yarısı mücevherat cinsindedir. Sanayi sektöründe ise stoğun %14'ü bulunmaktadır. Kamu ve özel sektörün yatırım aracı olarak kullandığı altının toplam dünya altın stoğundaki payı %37'dir. Bu %37'ye tekabül eden 71,000 ton altın uluslararası piyasalarda işlem gören fiziki altının ana kaynağıdır. Merkez bankalarının, ticari bankaların, yatırım fonlarının

ve gerçek kişilerin alım-satımını yaptığı fiziki altın bu stoktan karşılanmaktadır. Dünya genelinde, 1970'lerde yıllık altın üretimi 1,000 ton civarında iken, bu rakam 1990'larda 2,300 tona çıkmış, 2000'li yıllarda ise yıllık altın arzı ortalama 4,000 tonun üzerine çıkmıştır (World Gold Council 2011).

Tablo 2.4: Dünyada Fiziki Altın Stoğunun Türü

Tür	Miktar (ton)	Oran
Mücevherat	90.718	%47
Külçe ve sikke	38.444	%20
Kamu Kesimi Altını	32.575	%17
Sınai Kullanım + Diğer	26.711	%14
BYF vb Finansal	2.483	%2
Toplam	190.931	%100
Yeraltındaki Rezerv	56.000	-

Kaynak: World Gold Council, Thomson Reuters

Altın arzının kaynakları temel olarak üç ana grupta toplanmaktadır:

- (1) Madencilik,
- (2) Kamu kesiminin merkez bankalarının altın satışları ile,
- (3) Hanehalkının altınlarını satması ile endüstriyel atıkların işlenmesinden elde edilen hurda altın.
- (4) Bunların dışında özel firmaların altın fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı korunmak amacıyla forward piyasalarda gerçekleştirdikleri satışlar ya da hedge işlemleri ile yatırımcıların portföylerindeki altını satmasından oluşan yatırımcı satışları da altın arzının kaynağını oluşturmaktadır. Özellikle yurtdışında borsa yatırım fonlarının satışları buna dahildir.

Dünyada altın arzının kaynaklarından ilki ve en önemlisi altın madenciliğidir. Altın arzını oluşturan diğer bir kaynak, kamu kurumlarının satışlarıdır. Dünya çapında birçok merkez bankası ve uluslararası kurumun rezervinde önemli miktarlarda altın bulunmaktadır. Bu kurumlar, izledikleri politikalar çerçevesinde zaman zaman satış yapmaktadırlar. Ancak özellikle 2008 krizi sonrası merkez bankaları net alıcı konumuna gelmişlerdir. Hurda altın olarak tanımlanan üçüncü kaynak ise çeşitli mücevherat ve

elektronik araçların bünyesinde kullanılmış altınların, içeriklerinden arındırılması ve tekrar rafine edilmesi suretiyle oluşturulan altın arzıdır.

Küresel piyasalarda altın arzı, kısa vadede altın fiyatında meydana gelen değişikliklerden fazlaca etkilenmemektedir. Belli bir üretim kapasitesine sahip olan maden ocaklarının, altın fiyatlarındaki iniş çıkışları takip ederek üretimlerini ayarlamaları mümkün olmamaktadır. Bu nedenle altın madenciliği sektöründeki firmalar, altın fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı finans piyasalarında kendilerini korumak amacıyla altın forward işlemleri gerçekleştirmekte veya borsalarda futures ve opsiyon sözleşmeler almaktadırlar. Altın piyasasında altın arzının fiyat değişikliklerine karşı inelastik olması diğer ticari emtia piyasalarından ayrılır. Altın arzı, fiyat hareketlerinden ancak uzun vadede etkilenmektedir. Altın arzı kısa dönemde inelastik olmasına rağmen, hurda altın arzının fiyat duyarlılığı kısa vadede çok daha yüksektir. Dünyada altın arzının yaklaşık %50'ü madencilik sektörü tarafından sağlanırken, geri dönüşümle sanayi atıklarından ve hurda altından geri kazanım yoluyla %35'lik bir arz oluşturulmaktadır. Merkez bankalarının ve diğer kamu otoritelerinin satışları da altın arzının %6'sını oluşturmaktadır (World Gold Council 2011a).

Tablo 2.5: Dünyada Fiziki Altın Arzı

Tür	Toplam Arz İçindeki Payı
Madencilik	% 59
Geri Dönüştürülmüş Altın	% 35
Kamu Kesimi Satışı	% 6
Toplam	% 100

Kaynak: World Gold Council. 2011a. "Liquidity in the Global Gold Market"

Çin, altın madenciliğinde toplam üretimin % 13'ünü gerçekleştirerek dünyadaki en büyük üretici ülke konumundadır. Bölgesel olarak bakıldığında Uzakdoğu Asya, toplam üretimin % 23'ünü gerçekleştirirken, Latin Amerika % 21'ini, Kuzey Amerika ise % 12'sini gerçekleştirmektedir. Dünya altın cevheri üretiminin yaklaşık % 20'si Afrika kıtasından gelirken, % 12'si ise Orta Asya ve Doğu Avrupa'dan gelmektedir.

Dünyada altın talebinin %75'i bireysel ve kurumsal tüketiciler oluşturmaktadır. Bu talebin ağırlığı mücevherat, külçe altın ve darp edilmiş altın paralardan oluşmaktadır.

İkinci sırada ise %12’lik bir pay ile merkez bankaları, üçüncü sırada %9’luk pay ile teknoloji şirketleri, dördüncü sırayı ise %6’lık pay ile borsa yatırım fonları almaktadır.

Tablo 2.6: Dünya Fiziki Altın Talebinde Bulunan Ekonomik Birimlerin Toplam Talepteki Payı

Ekonomik Birim	Toplam Talep İçindeki Payı
Tüketiciler	% 73
Merkez Bankaları	% 12
Teknoloji Firmaları	% 9
Borsa Yatırım Fonları	% 6
Toplam	% 100

Kaynak: World Gold Council. 2013a.”Market Update Report 2. Quarter 2013”

Dünyada ve Türkiye’de altının en çok kullanıldığı sektör kuyumculuktur. Altın ziynete olan talep ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik, siyasi ve sosyal farklılıklar, o ülkede yaşayan insanların mücevherat talebini doğrudan etkilemektedir. Özellikle Batılı ülkeler ile Asya ülkeleri arasında önemli farklar bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde altın mücevher sadece takı amacıyla kullanılırken, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde tasarruf amaçlı, enflasyondan koruma ve servet biriktirme amacıyla da talep edilmektedir. Ülkemizde özellikle bayanlar tarafından altın bilezik bir yatırım aracı olarak kullanılmaktadır. Altın fiyatlarındaki artış gelişmiş ülkelerde mücevher olarak talebini fazla etkilememektedir. Buna karşın gelişmekte olan ülkelerde fiyatların yükselmesi talebi olumsuz yönde etkilemektedir. Altın mücevherat talebi Türkiye, Hindistan ve Çin gibi ülkelerde; ekonomik büyüme, gelir düzeyi ve refah seviyesi ile doğrudan ilişkilidir. Mali durumu düzelen ve gelir seviyesi artan bireylerin altın mücevherata ayırdıkları para miktarında artış görülmektedir. Mücevherat üreticileri ve kuyumcular dönemin koşullarına bağlı kalmak üzere mücevher üretirler ve satarlar. Fiyatların yüksek olduğu zamanlarda daha düşük gramajlı mamul üretiminde bulunurlar. Böylece kişiler ihtiyaçlarını karşılamak için daha düşük bütçe ayırırlar (World Gold Council 2011b).

Altının kimyasal maddelere karşı dayanıklılığı, oksitlenmeye karşı dirençli olması, korozyona uğramaması, ısı ve elektrik iletkenliğinin yüksek olması, yansıtıcı olması, kolay işlenebilirliği ve kalıcılığı gibi üstün fiziksel ve kimyasal özellikler endüstriyel alanda büyük ölçüde talep görmesine neden olmaktadır. Endüstriyel altın talebi diğer

endüstriyel hammadde talebinden farklılık arz etmemektedir. Endüstriyel altın talebi, altının fiyatına, aynı işlemlerde altın yerine kullanılabilir benzer madenlerin fiyatına, üretiminde kullanıldığı ticari ürüne olan talebe ve ekonomik büyüme hızına bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Örneğin son yıllarda altın fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak dış yapımında altın yerine titanyum ve porselen gibi alternatif maddelerin kullanımı yoğunluk kazanmıştır. Diğer metallere göre pahalı olmasına rağmen, paslanmaya olan direncinden ve yüksek iletkenliğinden dolayı elektronik cihazların üretiminde yaygın olarak kullanılan altın, daha çok yüksek teknoloji savunma sanayi sistemleri ile havacılık ve uzay endüstrisinde kullanılmaktadır. Elektronik sektöründen kaynaklanan altın talebi, dünya ekonomisindeki gelişmeyle de yakından ilişkilidir. 1980'li yıllardan itibaren küresel bilgisayar üretiminin artması elektronik sanayisinde kullanılan altın miktarını da artırmıştır. Sektördeki altın talebi, üretiminde kullanıldığı mallara olan taleple ve altın yerine kullanılabilir, benzer fiziksel ve kimyasal özelliklere sahip diğer kıymetli madenlerin fiyatları ile doğrudan ilişkilidir. Altın fiyatlarının zaman içinde yükselmesi nedeniyle elektronik sektördeki üreticilerin kullandıkları altın miktarını azaltmaları, çeşitli eşyaların kaplamasında kullanılan altının inceltmesi, altın yerine paladyum-nikel alaşımlarının kullanılmaya başlaması ve teknolojik gelişmelere bağlı olarak çoğu elektronik devre ve ürünlerin boyutlarının küçülmesi, elektronik sanayide kullanılan altın miktarının son yıllarda artış göstermemesine neden olmuştur. Toplam altın talebi içinde küçük bir payı olan dişçilik sektöründe ise altın talebi, paladyum, titanyum ve porselen gibi altın yerine kullanılabilir maddelerin fiyatlarına bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Yıllar içinde altının pahalılaşması sektörde diğer alternatif maddelerin kullanımına ağırlık verilmesine neden olmuştur (Altaş 2010: 12).

1990'lı yıllarda birçok merkez bankası altının rezervdeki payını düşürmüştür. Bu satış dönemi, 2002 yılından itibaren değişiklik göstermeye başlamıştır. Özellikle 2008 Küresel Kriz merkez bankalarının tekrar alış tarafına geçmelerine neden olmuştur. Merkez bankalarının altın rezervi bulundurmaları altının kendine özgü bazı özelliklere sahip olmasından dolayıdır. Öncelikle altın üretimi ve ticareti hiçbir ülkenin tekelinde değildir. Bu nedenle hiçbir ülke altın fiyatlarında kendi menfaatleri doğrultusunda manipülasyon yapamamaktadır. Altın fiyatları uluslararası piyasalarda belirlenir ve herhangi bir ülkenin kendi para birimi üzerinde sahip olduğuna benzer bir etki altın

fiyatları üzerinde yoktur. Altın devletler ve uluslararası kuruluşlar tarafından güvenli bir yatırım aracı olarak kabul edilmektedir. Diğer nedenlerin başında yaşanan savaşlarda, ekonomik krizlerde kolaylıkla etkilenen ve değer yitiren borsalara, devlet tahvillerine ve para birimlerine karşın altının değerini korumasıdır (Leyland 2010). Dünyada merkez bankaları başta olmak üzere kamu kesimi, rezerv portföylerindeki riski minimize etmek için finansal varlıkların çeşitlendirilmesinde fayda görmektedirler. Bu nedenlerle merkez bankalarının altın talebi küresel altın talebinde önemli bir yer tutmaktadır (Leyland 2010).

Devletlerin altına olan talebi de benzer özelliklere dayanmaktadır. Ödemeler dengesi açısından zor durumda kalan bazı ülkeler uluslararası piyasalardan kredi alımlarında altın teminat olarak gösterebilmektedirler. Altının değer yitirmeyen bir varlık olarak hemen hemen tüm ülke kamuoylarında kabul görmesi, halkın devletlerinin rezervlerine olan güvenini artırmaktadır (Leyland 2010).

Saklama amaçlı altın talebi (yastıkaltı altın talebi) daha çok gelişmekte ve az gelişmiş ülkelerde görülmektedir. Genellikle bireyler saklama amacıyla altın talep ederler. Bunun esas nedeni hanehalklarının gelecekte yapacakları daha büyük bir yatırım için birikim yapmak istemeleridir. Hanehalkları altın biriktirip daha sonra bu altınları ev ve araba alımı gibi bazı büyük harcamalarında kullanırlar. Türkiye, Hindistan Çin gibi gelişmekte olan ülkelere bu tür altın talebi gelişmiş ülkelere göre çok daha yaygındır. Bireyler yaşlandıklarında finansal açıdan daha rahat etmek için de altın yatırımı yaparlar. Burada önemli olan husus, altının uzun süre muhafaza edilmek üzere satın alınmasıdır. Bu tür altın talebinde amaç yatırım değil, servet biriktirmedir. Bu tür altın talebi uzun vadelidir ve altın çoğunlukla finansal sistem dışında tutulmaktadır.

Endüstriyel ve yastıkaltı altın talebinden daha esnek olan yatırım amaçlı altın talebi, toplam altın talebi içerisinde yaklaşık %10 gibi bir paya sahip olmasına rağmen altın fiyatlarının belirlenmesinde oldukça etkin bir role sahiptir. Genellikle yatırım fonlarından (özellikle borsa yatırım fonları ve emeklilik fonlarından) gelen yatırım amaçlı altın talebinin en önemli nedeni kar elde etmektir. Piyasada altın fiyatlarının yükseleceğine ilişkin tahmin ve beklentilerin yoğunlaşması durumunda, finans piyasalarında aktif olan kurumsal yatırımcıların altın talebini artırdıkları gözlenmektedir. Yatırımcı finansal kuruluşlar mevcut fiyat seviyelerden altın alarak, bu

altınları, gelecekte beklentileri doğrultusunda gerçekleşecek yüksek fiyatlardan satarak kâr elde etmeyi hedeflerler. Başta ABD ve Batı Avrupa ülkeleri olmak üzere gelişmiş ülkelerde bu yönde altın talebi yüksek miktarlardadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise finans sektöründeki az gelişmişliğe bağlı olarak altına olan yatırım yoluyla talep fazladır. Finansal araçların fazla olmaması nedeniyle gelişmekte olan ve az gelişmiş olan ülkelerde, bireyler altın alarak kendi geleceklerini güvence altına almaya çalışırlar. Gelişmiş ülkelerde gelişmiş finansal yapı ve yatırım araçları ile yatırımcılar altın dışında çok çeşitli yatırım imkanlarına sahip olmaları nedeniyle bu ülkelerde bu tür bir altın talebi bulunmamaktadırlar (World Gold Council 2013a).

Yatırım amaçlı altın işlemi, külçe veya altın sikke olarak satın alıp elde tutmak, bir banka veya aracı yoluyla altın hesabı açmak veya sermaye piyasasında türev işlem yapmak olarak üç farklı şekilde gerçekleştirilebilmektedir. İlk yatırım şekli fiziki altın talebini artırırken ikinci ve üçüncü tür işlemler fiziki altına sahip olmadan gerçekleştirilen kağıt altın (*paper gold*) işlemidir. Yatırım amaçlı altın talebini belirleyen farklı ekonomik değişkenler bulunmaktadır. Bunların başında altın fiyatları gelmektedir. Diğer yandan; faiz oranları, enflasyon oranı, ekonomik büyüme hızı, döviz fiyatları, milli gelir, işsizlik, uluslararası siyaset, diğer yatırım araçlarının karlılığı gibi değişkenler de altın talebini yakından etkilerler. Altın yatırım talebi genelde diğer yatırım araçlarına olan ilginin azalması durumunda daha fazla artış göstermektedir. Reel faiz oranlarının negatif olduğu, hisse senedi piyasalarının değer kaybettiği ve menkul kıymetlere olan yatırımcı ilgisinin azaldığı dönemlerde atıl durumda olan likit fonlar altına yönelmektedir. Alternatif yatırım araçlarının yüksek getiri sağladığı ve menkul kıymet piyasalarının hareketli olduğu dönemlerde yatırımcıların, özellikle kurumsal yatırımcıların altına olan ilgisi azalmaktadır (World Gold Council 2013a).

Altına fiziki talebin yüksek olduğu ülkeler, yukarıda da belirttiğimiz gibi gelişmekte olan ülkelerdir. Altın talebinin yüksek olduğu bu ülkelerin ortak özelliklerinden biri de bu ülkelerde altın mücevherat imalatının yüksek seviyede olmasıdır. Bu ülkelerden bazıları talep ettikleri altını kendi ülkelerinde işleyip mamul mal haline getirirken, bazıları da mamul mal ihtiyaçlarını bu konuda uzmanlaşmış ülkelere ithalat yoluyla karşılamaktadır. Fiziki altına esas talep Asya'dan gelmektedir. Çin, Hindistan ve diğer Uzakdoğu ülkeleri toplam fiziki altın talebinin %70'ini oluşturmaktadırlar. Türkiye ve

Ortadoğu ülkeleri toplam fiziki altın talebinin %9'unu, Avrupa ve ABD ise %10'unu oluşturmaktadır. %2'lik bir talepte Rusya'dan gelmektedir (World Gold Council 2013a).

Özellikle 2008 krizi sonrası dönemde piyasalarda altına olan talebin orta vadede yukarı yönlü olacağı beklentisi bulunmaktadır. Dünyanın en büyük altın pazarı konumunda olan Hindistan'ın cari ödemeler dengesindeki açıkla mücadele kapsamında altın ithalatına uyguladığı vergiyi daha da artıracığı beklentisi, küresel altın talebinin kısa vadede gerileyebileceği görüşünü öne çıkarmaktadır. Öte yandan, dış ticaret fazlası veren Çin ve Rusya gibi ülkelerin merkez bankalarının rezervlerindeki altın miktarını artırmasının önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir (Türkiye İş Bankası 2013).

Tablo 2.7: Dünyada Fiziki Altın Talebinin Bölgelere Göre Dağılımı

Bölge	Toplam Talep İçindeki Payı
Çin	% 33
Hindistan	% 28
Ortadoğu ve Türkiye	% 9
Uzakdoğu	% 8
AB	% 6
ABD	% 4
Rusya	% 2
Diğer	% 10
Toplam	% 100

Kaynak: World Gold Council. 2013a. "Market Update Report, 2. Quarter 2013"

2.2. TÜRKİYE'DE ALTIN ARZ VE TALEBİ

Ülkemizde altının geçmişi milattan önceki yüzyıllara dayanmaktadır. Bilindiği üzere altın ve gümüş madenlerinden üretilen ilk paralar Ege bölgesinde Lidyalılar tarafından üretilmiştir. Altın ziynet üretimi ise çok daha eski tarihlere uzanmaktadır. Osmanlı'nın parasal sisteminin çöküşü yaşadığı 1500'lü yılların sonundan bu yana, önce "ak akçe kara gün içindir" diye gümüş oranı yüksek paraları tasarruf eden Anadolu insanı, altın paraların daha fazla basılması ile tasarruf aracı olarak altına yönelmiş; sünnet, düğün, doğum gibi her mutlu gününde bu altın paraları takmıştır. Bu durum 19. yüzyıl sonunda Osmanlı yönetimini altın liralara yanında ziynet olarak takılabilecek altın liralara basmaya

yönelmiştir. İnsanımızın altına tutkusu o dönemden bu yana hala çok canlıdır. 1970'lerle başlayan yüksek enflasyonist ortam Türk insanını altını fiyat artışlarına karşı güvenli bir liman olarak değerlendirmeye sevketmiştir. Anadolu'nun binlerce yıla dayanan tecrübesi ile insanımız Osmanlı döneminden bu yana altın liralara yaptığı yatırımı günümüzde de devam ettirmektedir.

Türkiye'deki altın yataklarının Ege, Doğu Karadeniz ve Doğu Anadolu'da yoğunlaştığı biliniyor. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'na göre üretime hazır altın yataklarında 1 tonda 1,2 gram ile 12,65 gram arasında değişen miktarlarda altın bulunmaktadır. Dünya Altın Konseyi'ne göre ise işletilebilir altın rezervimiz 840 ton dolayında görünmektedir. Türkiye'de, altın madenciliği 2002 yılında başlamıştır. Bugün itibariyle en yüksek altın üretimi yapılan altın işletmeleri şunlardır: İzmir Bergama/Ovacık, Balıkesir/Havran, Gümüşhane/Mastra, Manisa/Salihli-Sart ve Uşak/Eşme-Kışladağ (Eğilmez 2017a).

Daha önce piyasaya külçe altın olarak girip, kuyumculuk sektöründe işlendikten ve ziynet eşyası haline getirildikten sonra kullanıcı tarafından satın alınan bu altın ziynet eşyalarının kuyumcu veya sarraflar tarafından tekrar geri satın alınması ve tekrar piyasaya arz edilen altına hurda altın (standart dışı altın) denmektedir. Son kullanıcılar tarafından kuyumcu ve sarraflara satılan hurda altınlar, eritilip rafine edildikten sonra tekrar 24 ayar külçe haline getirilip tekrar altın piyasalarına sunulur. Ancak hurda altının hızlı bir şekilde çevrilebildiği ender ülkelerden biri olan Türkiye'de, müşterilerden satın alınan hurda altınlar daha sonra ya eritilerek ya da eritilmeksizin bilezik atölyelerine verilmekte ve herhangi bir rafinaj işlemine tabi tutulmaksızın yeni bilezik yapımında kullanılmaktadır.

Tablo 2.8: Türkiye’de Altın Üretim ve İthalatı 2001-2018 (Metrik Ton)

Yıllar	Üretim (Ton)	İthalat (Ton)
2001	1,4	103
2002	4,3	129
2003	5,4	214
2004	5,0	251
2005	5,0	269
2006	8,0	193
2007	10,0	231
2008	11,0	166
2009	14,5	38
2010	17,0	42
2011	24,6	80
2012	29,5	120
2013	33,5	302
2014	31,0	131
2015	27,5	49
2016	24,5	106
2017	22,5	370
2018	27,1	202
Toplam	301,8	2.996

Kaynak: <http://altinmadencileri.org.tr>

Ülkemizde ayarına duyulan güvenden dolayı herhangi bir rafine işlemine girmeksizin mamul mal haline getirilen bir diğer altın çeşidi de Hazine Başkanlığı’na bağlı Darphane Genel Müdürlüğü tarafından basılan cumhuriyet altınlarıdır. Hurda altın arzının en önemli kaynağını oluşturan cumhuriyet altınları ile yüksek ayarlı altın takıların herhangi bir rafine işlemine sokulmaksızın tekrardan kullanıma girmesi, Türkiye’nin fiili hurda altın arzını olması gerekenden daha düşük bir düzeyde göstermektedir. Altın fiyatlarının yükselmeye başladığı dönemlerde vatandaşlar tarafından satışa sunulan başta bilezik olmak üzere altın takılar, hurda altın arzının en önemli kaynağını oluşturmaktadır. Maden üretimi, resmi sektör satışları ve hurda altın arzı olarak bilinen arz bileşenleri arasında fiyat elastikiyeti en yüksek olan arz türü hurda altın arzıdır. Fiyatların yükselmesi durumunda altınlarını satmaya bireyler, fiyatların düşmesi durumunda çoğu zaman beklemeyi tercih etmektedirler. Hurda altın arzını izleyerek iç piyasadaki altın fiyatı düşüş ve yükselişinin nerede sonuçlanacağını anlayabilmek belli ölçülerde kolaylaşmaktadır. Hurda altın arzının artması, fiyat yükselişinin sonuna gelindiğinden ve fiyatların yakında düşüşe geçeceğinin; hurda altın

arzının azalması ise fiyat düşüşünün sonuna geldiğinin ve fiyatların yakında yükselişe geçeceğinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Bu durum uluslararası piyasalar için de geçerlidir.

Ülkemizde altın talebini etkileyen temel etkenleri; sosyal, siyasal ve ekonomik olarak ayırmak mümkündür. Sosyal etkenlerin başında düğünler, sünnet törenleri ve bayramlar gelmektedir. Özel günler piyasası olarak değerlendirebileceğimiz bir piyasa olan ziyet piyasası altın talebinin büyük çoğunluğunu oluşturmaktadır. Türkiye’de altın talebini etkileyen diğer etken ise siyasettir. Savaş, sıkı yönetim, olağanüstü hal gibi siyasi çalkantılar döneminde de hanehalkının kağıt paradan kaçarak altın talebini artırdıkları gözlenmektedir. Sosyal ve siyasal faktörlerin yanısıra altın talebini daha büyük ölçüde etkileyen bir başka önemli etken de ekonomik faktörlerdir. Enflasyon oranı ile altın arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Başka alternatif yatırım araçlarının bulunmadığı bir ekonomide, enflasyonist bir ortamda altın talebi artmaktadır. Altına alternatif yatırım araçlarının çeşitlenmesi altın talebini olumsuz etkileyip, talebinin azalmasına yol açmaktadır. Ülkemizde özellikle 1980 sonrası dönemde sermaye piyasasının gelişmesi hisse senedi, tahvil, repo gibi alternatif alanların ortaya çıkması ile altına talebin azaldığı gözükmektedir. Yatırım ve spekülasyon amaçlı altın talebi, diğer yatırım araçlarının getirisine karşı oldukça duyarlıdır.

Türkiye geleneksel olarak altının değer saklama aracı olarak kullanılması, dolayısıyla altın talebinin yüksek olması ve buna karşılık altın arzının kısıtlı olmasından dolayı önemli bir altın ithalatçısıdır. Türkiye’nin altın dış ticareti işlenmemiş ve işlenmiş altın olarak iki kaleme ayrılabilir. İşlenmemiş altın standart külçe altını, işlenmiş altın ise standardı olmayan altın kaynaklı ziyet eşyalarını ifade etmektedir. Türkiye’nin tarihsel olarak net işlenmemiş altın ithalatçısı iken, net işlenmiş altın ihracatçısı olduğu gözlenmektedir (TCMB 2012).

Ülkemiz dünya altın piyasasında, üretim tarafında olmasa da, tüketimde önde gelen ülkelerdendir. Ülkemizde altın piyasası gelişmiş ülkelerin aksine, sadece finansal piyasaların içinde yer alan bir alt piyasa olmayıp, her gelir grubundan insanın aktif olarak içinde yer aldığı, fiziki alım-satımın gerçekleştiği, reel sektörle doğrudan bağlantılı bir piyasadır. Türk insanı fiziki olarak altını sevmekte ve yüzyıllardır bir yatırım aracı olarak kullanmaktadır. İşlenmiş altın dış ticareti açısından Türkiye tarihsel

olarak net altın ihracatçısıdır. Dünya Altın Konseyi'ne göre Türkiye işlenmiş altın pazar büyüklüğü açısından Hindistan, Rusya, ABD ve Çin ile beraber anılmaktadır. Ayrıca, işlenmiş altın üretiminde de Hindistan ve İtalya ile beraber ilk üç ülke arasında yer almaktadır (TCMB 2012).

Türkiye altın piyasası, modern bir toplumda altının oynayabileceği rolü gösteren en iyi örneklerden biridir. Türkiye'de hanehalkı tarafından geleneksel tasarruf aracı olarak görülen fiziki altın büyük ölçüde yastık altında tutulmaktadır. Türkiye geleneksel olarak altının değer saklama aracı olarak kullanılması ve altın üretiminin kısıtlı olmasından dolayı önemli bir altın ithalatçısıdır (TCMB 2012).

Tablo 2.9: Türkiye'nin Altın İthalatı 1994-2017

Yıl	İthalat (ton)
1984 - 1994	677
1995 - 2002	1.089
2003 - 2013	1.607
2013-2017	656
Toplam	4.029

Kaynak: TCMB, Borsa İstanbul

Tablo 2.10: Türkiye'nin Altın İhracat ve İthalatı 2001-2018 (Milyon USD)

Yıllar	İhracat	İthalat	Fark
2001	26,3	989,4	-963,1
2002	53,6	1.407,9	-1.354,3
2003	76,5	2.598,4	-2.521,9
2004	91,4	3.497,5	-3.406,1
2005	136,5	3.894,8	-3.758,3
2006	639,4	4.012,7	-3.373,3
2007	979,1	5.325,1	-4.346,0
2008	3.631,1	4.991,0	-1.359,9
2009	4.641,5	1.632,4	3.009,1
2010	2.072,8	2.523,5	-450,7
2011	1.474,9	6.253,8	-4.778,9
2012	13.344,7	7.641,1	5.703,6
2013	3.349,0	15.127,2	-11.778,2
2014	3.212,0	7.110,8	-3.898,8
2015	7.381,1	3.426,0	3.955,1
2016	8.248,5	6.459,1	1.789,4
2017	6.606,2	16.576,2	-9.970
2018	2.508	10.756	-8.248
Toplam	58.462,6	104.222,9	-35.780,3

Kaynak: TÜİK ve Ticaret Bakanlığı

Ülkemiz son 10 yıllık periyotta yıllık ortalama 145 ton altın ithal etmiştir. Ülkemiz dünyada tüketici talebinde dördüncü sırada yer almaktadır (World Gold Council 2016).

Türkiye’de yastık altında 5.000 tona yakın altın stoku olduğu ileri sürülmekteyse de bu iddiayı destekleyecek bir çalışma bulunmamaktadır. Merkez Bankası, Ekim 2012’de yayımladığı raporda Türkiye’de mevcut altın stokunun 2.189 ton olduğunu belirtmektedir. Ancak, raporda da ifade edildiği üzere, verilerle açıklanamayan kayıt dışılığın yüksek olmasından dolayı altın stokunun bu rakamın çok daha üzerinde olduğu tahmin edilmektedir (Türkiye İş Bankası 2013, Okur 2014).

2.3. ALTIN FİYATLARININ GELİŞİMİ

Altın, dünyanın çeşitli yerlerinde farklı ağırlık birimleri kullanılarak ölçülüyor olsa da en fazla kullanılan ağırlık biriminin ons ve gramdır. Altın fiyatları da yaygın olarak kullanılan bu iki ağırlık birimi üzerinden fiyatlanmaktadır. Altının küresel piyasalardaki

geleneksel ağırlık birimi onsdur. 1 ons, 31.10348079 gram saf altına karşılık gelmektedir (Eğilmez 2017a).

1836-2011 yılları arasında, altının ons-dolar fiyatının reel artış oranı, yıllık olarak ortalama %1.1 olmuştur. Bu oran ABD’de genel olarak kabul edilen risksiz reel getiri oranı olan yıllık %1 oranının biraz üzerindedir (Barro 2016).

Altının ons fiyatı dolar bazında ABD’de 1934 yılında 35 Amerikan doları olarak sabitlemiş ve 1968 yılına kadar böyle devam etmiştir. 1968’den sonra gerek Bretton Woods sisteminin çökmesi, gerekse dünyada hüküm süren yüksek enflasyonun etkisiyle inişli çıkışlı bir trend izleyen altın fiyatları, genel olarak yükselme eğiliminde olmuştur.



Şekil 2.1: Uluslararası Piyasalarda Altın Fiyatı: 1968-2018 (Ons/USD)

Kaynak: Reuters Veri Yayın Ekranı XAU Grafiği

1970-1980 yılları arasında Soğuk Savaş’ın hız kazandığı, Ortadoğu’da siyasi ve askeri çatışmaların arttığı, Arap-İsrail savaşlarının yaşandığı, dünyada petrol fiyatlarının arttığı, enflasyonun yükselmeye başladığı, faiz oranlarının reel olarak negatif olduğu, finans piyasalarının günümüzdeki kadar gelişmediği dönemde altın, gözde yatırım araçlarından biriydi. 1974 petrol kriziyle hızla yükselen altının ons fiyatı 190.-USD iken, 1979’da 300.-USD’ye yükselmiş, 1980’de ortalama 600.-USD olmuş, yıl içinde 850.-USD’ye kadar yükselmiştir. 1980 sonrası dönemde, finansal piyasalarda enstrüman çeşitliliğinin artması, geleneksel güvenli liman olan altının önemini azaltmıştır.

1980'lerin sonlarında Soğuk Savaş'ın sona ermesi ve 1992 yılında başlayan ve 2009 yılına kadar devam eden merkez bankalarının altın satışları ile oluşan arz fazlası, uluslararası piyasalardaki altın miktarını artırarak fiyatların düşmesine neden olmuştur. 1990'larda 300-500.-USD arasında seyretmiş altının ons fiyatı; 2001 yılında ABD'de meydana gelen 11 Eylül saldırısı ve takiben Afganistan işgali ile birlikte yükselme trendine girmiş, 2003 Irak Savaşı sonrası hızla artan altın fiyatı, 2008 Küresel Kriz ve takip eden 2009 Avrupa Borç Krizi ile 2011 yılında 1,900.-USD'ye ulaşmıştır. 2017 yılında ise 1,300.-USD civarında seyretmektedir. Altın fiyatlarındaki bu hızlı artış, altının sadece yatırımcıların değil, merkez bankalarının da gözdesi haline getirmiştir (Leyland 2010).

Türkiye altında net ithalatçı olması nedeniyle, yurt içi altın fiyatları uluslararası piyasalardan doğrudan etkilenmektedir. TL altın fiyatlarını etkileyen ikinci faktör ise USD/TL kurudur. Türkiye'de yatırımcı altın yatırımını TL ile yapmakta; ancak altın fiyatları uluslararası piyasalarda dolara göre belirlenmektedir. Altın fiyatı dünyada yükselirken Türkiye'de dolar kuru da yükseliyorsa altın yatırımcısı yüksek kazanç sağlayabilmektedir. Ancak altın fiyatı dünyada düşerken, dolar TL karşısında değer kaybederse, TL ile altın yatırımını yapanlar yüksek kayıplar yaşamaktadır. Bu iki durum dışında kazançlar da kayıplar da olabilmektedir (Eğilmez 2017a).

Gram altın fiyatları doğrudan yurtdışı ile korelasyon halinde iken, Cumhuriyet altını fiyatları, iç talep ve Darphane'nin talebi karşılama hızına göre dalgalanabilmektedir.

Uluslararası piyasada altın fiyatı, sadece altın piyasasının dinamiklerine göre belirlenirken, Amerikan doları, euro gibi rezerv paralar ve bu para birimlerine dayalı Amerikan devlet tahvili veya Alman devlet tahvili gibi menkul kıymetler, ilgili ülkenin hükümet politikalarından ve merkez bankasının uygulamalarından etkilenmektedir. Bu nedenle özellikle merkez bankaları tarafından altın bir rezerv varlık olarak kullanılmaktadır (Leyland 2010).



Şekil 2.2: Türkiye’de Altın Fiyatı: 2007-2018 (Gram/TL)

Kaynak: Reuters Veri Yayın Ekranı XAUTRYg=R Grafiği

2.3.1. Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörler

Literatürde altın fiyatlarını etkileyen faktörler konusunda pek çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar altın fiyatlarının ABD doları ve hisse senedi getirileri ile ters yönlü, enflasyon ve petrol fiyatları ile pozitif yönlü ilişkiye sahip olduğunu göstermekte olup, altın-enflasyon ve altın-petrol ilişkisinin gücünün incelenen döneme göre farklılıklar gösterdiği görülmektedir (Topçu 2010).

Altının piyasa fiyatının oluşmasını etkileyen etkenler diğer kıymetli madenlerden ve finansal araçlardan farklılık arz etmektedir. Üretim miktarındaki düşüşe rağmen yükselmeyen veya hızla artan üretim karşısında gerilemeyen fiyatlara sıklıkla rastlanır. Altının piyasa fiyatının belirlenmesinde politik, ekonomik, sosyal ve parasal birçok faktör rol oynar. Bunları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- (1) Merkez bankalarının piyasalardan altın alıp satmaları,
- (2) Altına olan endüstriyel talep,
- (3) Ulusal veya uluslararası politik ve ekonomik nedenlerden dolayı altına olan spekülasyon talebinin artması,

- (4) Hükümetler tarafından altın ithaline, ihracına ve bulundurulmasına ilişkin alınan kararlar, uygulanan yasaklar ve yaptırımlar,
- (5) Enerji fiyatlarındaki artış,
- (6) Amerikan dolarının değer kaybetmesi,
- (7) Gelenekler,
- (8) Üretim ve tüketim evrelerinde meydana gelen değişimler.

Altın piyasa fiyatının oluşumuna etki eden faktörlerden bazıları tahmin edilebilir ve ölçülebilir faktörlerden oluşurken, bazılarını önceden tahmin etmek ve ölçmek zordur. Örneğin; enflasyon, negatif faiz oranları ve politik belirsizlik gibi nedenlerle yükselen altının piyasa fiyatları, alternatif yatırım araçlarındaki yüksek getiri ve istikrarlı ulusal/uluslararası politikaların hüküm sürdüğü dönemlerde düşüş gösterir. Analistlerin birçoğu altının piyasa fiyatındaki dalgalanmaları tek bir faktöre bağlama eğiliminde olsalar da altının piyasa fiyatının sadece bir faktörün etkisiyle değiştiğini söylemek (altının fiyatı üzerinde etkili olan faktörleri her zaman için tam ve kesin olarak belirlemek kolay olmadığından) gerçeği her zaman için yansıtmamaktadır. Altın fiyatlarını da diğer mallarda olduğu gibi arz-talep yasası etkilemektedir. Ancak altının geçmişte bir ödeme aracı olması nedeniyle fiyatının oluşmasında kendine özgü faktörler önemli rol oynamaktadır. Altının fiyatıyla altın talebi arasında negatif bir ilişki vardır. Altın fiyatının arttığı dönemlerde mücevherat veya endüstri alanında üreticilerin altına olan talepleri azalmakta ve talep alternatif ürünlere kaymaktadır. Öte yandan altına olan yatırım amaçlı talepte düşüş gözlemlenmektedir (World Gold Council 2007).

Kültürel ve sosyal yapı da altın fiyatının belirlenmesinde önemli bir kriter olarak karşımıza çıkmaktadır. Genelde ekonomik ve politik belirsizliklerin yaşandığı Doğu toplumlarında, Batı toplumlarından farklı olarak altın, geleceği güvence altına almak için bir yatırım aracı olarak görülmekte ve bu toplumlarda altından yapılan tapınaklara, dini heykellere, yeni doğan çocuklara ve yeni evlenen çiftlere altın takılmasına, günlük hayatta altından yapılan yüksek ayarlı takıların kullanılmasına vb. sıklıkla rastlanır. Saydığımız bu kültürel ve sosyal olayların etkisiyle altın arz ve talebi durağan değildir. Bu da piyasa mekanizmasının gereği olarak yerel altın fiyatları üzerinde etkilidir. Rejim

değişikliği, ülkelerin diğer ülkelere karşı izledikleri politikaların değişmesi vb. gibi politik olaylar ile ekonomik istikrarsızlık, ulusal paranın diğer ülke paraları karşısında değer kaybetmesi, yüksek enflasyon, para ve hisse senedi piyasalarında meydana gelen değişimler, ödemeler dengesinin durumu vb. gibi ekonomik olayların ülke içinde veya dışında meydana gelmesi de altının piyasa fiyatı üzerinde etkilidir. Politik ve ekonomik belirsizliğin var olduğu dönemlerde güvenli bir sığınak olarak görülen altına olan talep artmakta, bu nedenle altının fiyatı da bu dönemlerde yükselmektedir. Birden fazla faktörün etkisiyle şekillendiği göz önünde bulundurulursa piyasaların, çeşitli olaylar karşısında her zaman aynı tepkiyi vermeyeceği de açıktır (World Gold Council 2011a).

Fiyat istikrarsızlığının artması, altın fiyatlarında özellikle ülke içi fiyatlarda önemli bir etkendir. Yüksek enflasyon yerli paranın alım gücünü hızlı bir şekilde düşürürken, elindeki paranın alım gücünü korumak isteyen yatırımcılar altına yönelmektedirler. Yüksek enflasyonun hüküm sürdüğü dönemlerde tüketim mallarının fiyatları artar, paranın değeri düşer, alım gücü azalır ve finansal varlıklara olan talep artar. Yüksek enflasyon dönemlerinde elde para tutmanın riski yüksek olduğundan yatırımcılar, böyle dönemlerde paranın değerini koruyabilecekleri alternatif yatırım araçlarına yönelerek yatırımlarını; gayrimenkul, faiz, altın gibi fiziki olarak var olan araçlara yönelirler. Serbest piyasa koşullarının hüküm sürdüğü ekonomilerde piyasa koşullarına göre şekillenen altının fiyatı, enflasyonun yükselmesine ya da düşmesine paralel olarak artacak ya da azalacaktır. Enflasyon düşük olduğu dönemlerde ise altın fiyatı arz/talep dengesine daha duyarlı hale gelir. Enflasyon beklentisiyle sıkı para politikası uygulanması faiz oranlarının yükselmesine ve yatırımcıların yüksek faizden yararlanmak amacıyla faiz getirisi olan finansal araçlara yönelmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla altının fiyatıyla para arzı arasında ters orantılı bir ilişki bulunmaktadır (World Gold Council 2011a).

Altın fiyatlarını etkileyen etkenlerin bir diğeri de faiz oranlarıdır. Altınla faiz oranları arasında aslında altının faiz getirisi olmaması dolayısı ile ters yönlü bir ilişki vardır. Ancak yüksek enflasyon dönemlerinde faiz oranları ile altının piyasa fiyatı arasında doğru orantılı bir ilişki de olabilmektedir. Enflasyonist bir ortamda yatırımcılar, kazancını arttırmak en azından anapara kaybını önlemek amacıyla farklı yatırım araçlarına yönelmektedir. Altın da bu yatırım araçlarından birisidir. Artan faiz oranları

ile enflasyona karşı bir güvence olarak görülen altının fiyatı, artan taleple birlikte artar. Dolayısıyla faiz oranları ile altının piyasa fiyatı arasında doğru orantılı bir ilişki söz konusu olur (World Gold Council 2013b).

Döviz kurları da altın fiyatlarını etkileyen diğer önemli bir değişkendir. Gelişmiş ülkelerin ekonomi kurumlarının yaptıkları açıklamalar, aldıkları ekonomik kararlar sonucunda özellikle rezerv parası olarak kullanılan gelişmiş ülke paralarının değerlerinde meydana gelen değişimler altının yurtiçi fiyatını doğrudan etkiler. Günümüzde dünyanın en önemli rezerv parası olarak kullanılan Amerikan dolarındaki değer kaybı, alternatif finansal varlıklara olan talebi artırmakta böylelikle altın fiyatlarını da yükseltmektedir (World Gold Council 2013a).

Merkez bankaları rezerv politikaları doğrultusunda altın alım satım işlemleri yaparlar. Ülkenin içinde bulunduğu ekonomik duruma göre merkez bankaları ellerinde bulunan altının bir kısmını piyasalarda satarak uluslararası altın fiyatını etkilemektedirler (World Gold Council 2013d)

Hisse senedi, tahvil vb. menkul kıymet piyasalarında meydana gelen değişimler, bu piyasalara alternatif bir yatırım aracı olan altının fiyatını ters yönde etkilemektedir. Her piyasayı kendi özel şartları içerisinde değerlendirmek gerekir. Ayrıca geleneksel olarak altın, gümüş ve platin gibi metallerin fiyatları arasında doğrudan bir ilişki bulunmamaktadır. Altının finansal bir araç olmasından kaynaklanan özelliklerinin fiyat üzerindeki etkisi, endüstriyel bir metal olmasından daha etkilidir. Diğer madenlerde talepte meydana gelen değişim, fiyatları da aynı yönde etkiler (World Gold Council 2016).

Altın fiyatlarının gelecekte nasıl olacağına dair üç farklı görüş bulunmaktadır. İlk görüşte olanlar altın fiyatlarının düşeceğini, ikinci görüşte olanlar altın fiyatlarının yükseleceğini, üçüncü görüşte olanlar ise altın fiyatlarının bugünkü düzeyinde inişler çıkışlar yaşayarak devam edeceğini öne sürmektedirler. Küresel sistem son 10 yılda üst üste pek çok şoklar yaşamıştır. Eskiden bu şokların bir iki tanesi yaşansa altın fiyatları hızla yükselir, rekor kırardı. Günümüzde fiyat artışı olmakta; ancak bu artışlar ne rekora gitmekte ne de sürekli olmaktadır. Bunun temel nedenleri arasında ekonomik ve politik şokların çok ve sık olmasının yarattığı alışkanlık eğilimi olabilir. Finans piyasaları artık

şokları kısa sürede içselleştiriyor ve krizlerden para kazanmaya çalışıyor. Bu nedenle altın bu gibi şoklarda artık eskisi kadar hızlı ve sürekli bir artış göstermiyor. Üçüncü görüşte olanların yani altının fiyatının iniş çıkışlar yaşayarak bu düzeylerde devam edeceği görüşünün en doğru görüş olduğu anlaşılmaktadır (Eğilmez 2017a).

Altın fiyatlarının seyrine ilişkin finans piyasalarında birçok senaryo dile getirilmektedir. Başta Rusya ve Çin merkez bankaları olmak üzere birçok merkez bankasının uzun vadeli altın alım programı olmasının altın fiyatlarının ciddi şekilde gerilemesine izin vermeyeceği belirtilmektedir. Öte yandan, özellikle gelişmiş ekonomilerde iyileşme işaretlerinin görülmeye başlamasıyla birlikte likidite koşullarının sıkılaşacağı, Amerikan dolarına olan talebin artacağı ve Amerikan dolarının değer kazanacağı, buna bağlı olarak da altın fiyatlarının gerileyeceği düşünülmektedir. Bununla birlikte, Euro Bölgesi borç sorunu bir çözüme ulaşmadan ve küresel kriz sonrası ekonomiler dengeye oturmadan altının seyrine ilişkin uzun vadeli tutarlı tahminlerde bulunmak mümkün gözükmemektedir (Türkiye İş Bankası 2013).

2.4. ULUSLARARASI ALTIN PİYASASI

Altın uluslararası piyasalarda Amerikan doları ve eurodan sonra en çok işlem gören üçüncü önemli finansal araçtır (Baur 2009).

Tezgahüstü piyasalarda günün 24 saati hem spot hem de vadeli işlemlerin gerçekleştirilmesi söz konusudur. Dünyada önemli altın piyasaları; Londra, New York, Zürih, Dubai, Şangay ve Hong Kong'tadır. Günümüzde en önemli tezgahüstü altın piyasaları Londra ve Zürih piyasalarıdır. Bu piyasaların dışında New York, Uzakdoğu ve Dubai'de daha küçük ölçekli tezgahüstü altın piyasaları vardır. Uluslararası altın piyasalarının en önemli katılımcıları arasında ticari bankalar, madencilik şirketleri, merkez bankaları, mücevher ve takı üreticileri ile altını endüstriyel alanda kullanan firmalar bulunmaktadır. Bu temel piyasa katılımcılarının dışında piyasaların en önemli unsurlarından olan Kurumsal yatırımcılar da tezgahüstü altın piyasasının önemli unsurudur (World Gold Council 2007).

Uluslararası tezgahüstü altın piyasasında piyasa katılımcıları, işlemlerini herhangi bir aracı olmaksızın karşılıklı olarak gerçekleştirirler. Piyasada garantör konumunda

herhangi bir kurum bulunmamaktadır. Dolayısıyla taraflar karşılıklı olarak kredi riski taşırlar. Ancak borsalarda gerçekleştirilen işlemler -ağırlıklı olarak türev işlemlerdir-, takas kurumları tarafından garanti edilmektedir. Türev işlemlerde piyasasının ana ağırlığı New York Emtia Borsası NYMEX'e bağlı Emtia Borsası COMEX'de gerçekleşmektedir (Doran 1998).

Uluslararası altın piyasasının önemli ayaklarından birini ödünç piyasası oluşturmaktadır. Altın ödünç piyasası, altının belli bir faiz karşılığında, belli bir vadede ödünç alınıp verildiği tezgahüstü bir piyasadır. Merkez bankalarının rezervlerinde bulundurdukları altınları yatırıma tabi tutarak belirli bir kazanç elde etmeleri için fırsat sağlayan altın ödünç piyasası 1980'li yılların başında oluşmuştur. Piyasadaki işlem hacmi 1990 yılında 900 tona, 2001 yılı itibarıyla 4.700 tona yükselmiştir. 2000'li yıllarla birlikte bu piyasada işlem hacimleri düşmüştür. Üç farklı piyasa katılımcısı vardır. Bunlar, yeni altın yataklarını ortaya çıkarıp oldukça verimli bir şekilde bu yataklardaki altını çıkaran madencilik şirketleri, üreticilerin ihtiyaçlarını karşılamak için hem aracılık yapan hem de yeni ve komplike teknikler geliştiren külçe altın bankaları (*gold bullion banks**), ödünç verme ve takas işlemleri aracılığıyla hedging piyasası için önemli bir likidite sağlayan merkez bankalarıdır. Piyasadaki işlem hacminin 1990'lı yıllarda büyümesinin en önemli sebebi, altın ödünç piyasasının başlıca talep faktörü konumuna gelen madencilik sektörünün hedge işlemlerinin yarattığı altın ödünç alma talebidir. Piyasada altın fiyatlarının düşeceği yönünde bir beklenti oluştuğunda, altın üreticileri gelecekteki olası fiyat düşüşüne karşı kendilerini koruma altına almak amacıyla, fiyatı ve tarihi bugünden belli olmak üzere külçe altın ticareti yapan banka veya aracı kurumlara vadeli altın satmaktadırlar. Söz konusu hedging işleminde karşı tarafı da kendisini korumak için piyasadaki altın ödünç alarak, spot piyasada satın elde ettiği nakit fonları faiz kazanmak üzere yatırıma tabi tutmaktadır. Vade dolduğunda ise, merkez bankasına olan altın yükümlülüğünü, üreticiden almayı taahhüt ettiği altından karşılamakta, fonları ise üreticiye ödemektedir.

Altın üreticilerinin ödünç piyasasındaki işlemlerinin diğer bir önemli nedeni de altın fiyatlarında yaşanan düşüşlerin üreticileri maliyetlerini düşürmeye zorlamasıdır. Maden

* İngilizce *gold bullion bank* olarak adlandırılan bankalar, Londra külçe altın piyasasının önde gelen bankalarını ifade eden sektörel bir terimdir. Bu bankalar arasında Deutsche Bank, HSBC gibi büyük küresel bankalar vardır (Yazarın notu).

şirketleri altın üretimi için gerekli yatırım ve işlem harcamalarını finanse edebilmek amacıyla bankalardan altın ödünç alarak, ödünç alınan altınları gelecekteki üretimden ödeme yolunu tercih etmişlerdir. Üreticiler ödünç aldıkları altınları spot piyasada genellikle ABD doları olmak üzere nakit fon karşılığında satmakta, karşılığında sağlanan fonları ise üretimlerinin finansmanında kullanmaktadırlar. Altın üreticilerinin hedging işlemlerini desteklemek, araştırma ve kaynak yaratma aktivitelerini finanse etmek amacıyla ödünç altın talep etmelerinin yanısıra; ödünç piyasasındaki diğer talep unsurları; kuyumcular, mücevher imalatçıları, ticari bankalar, aracı kurumlar, yatırımcılar ve spekülâtörlerdir. Kuyumcular ve imalatçılar üretimlerinde kullanmak üzere ya da hammaddenin son mamul haline gelene kadar karşılaşılabilecekleri fiyat riskinden korunmak amacıyla ödünç altın talebinde bulunmaktadırlar. Yatırım fonları ve spekülâtörler ise kendi yatırım stratejileri doğrultusunda, fiyatların ileride düşmesini beklemeleri halinde açığa satış yapmak üzere altın ödünç alıp, ödünç aldıkları altını spot piyasada satmaktadırlar. Vade geldiğinde ise altın borçlarını piyasadaki altınla karşılamaktadırlar. Ödünç altın piyasasında son dönemde kaydedilen hızlı büyümede merkez bankalarının rezervlerindeki altınları ödünç verme konusunda gösterdiği istekliliğin oldukça ciddi bir payı bulunmaktadır. Merkez bankaları altın ve döviz rezervlerinin yönetimi konusunda daha tutarlı ve sistematik bir yaklaşım içine girmişlerdir. Bu çerçevede, atıl durumdaki altın rezervlerini de son dönemlerde etkin olarak yöneterek elde ettikleri kazançlarını artırma amacını gütmüşler, ödünç altın piyasasında sıklıkla yer almaya başlamışlardır.

Merkez bankaları vadeli altın işlemleri veya döviz karşılığı altın swap işlemleri yoluyla ödünç piyasasına likidite sağlamaktadırlar. Merkez bankaları depo işlemleri kanalıyla ticari banka ve kuruluşlara altın ödünç verirken, bankanın riskini tamamen üzerlerine almaktadırlar. Swap işlemlerinde vade sonuna kadar ödünç verilen altın karşılığında döviz alınmaktadır. Her iki yöntemde de ödünç verilen altının faizi döviz ya da altın olabilmektedir. Yıllar boyunca piyasada aktif olan merkez bankalarının sayısındaki artış ve altın maden üreticilerinin hedging işlemlerinin yaygınlaşması piyasadaki arz ve talebin büyük ölçüde artmasına neden olmuştur. Merkez bankalarından ödünç aldıkları altınları altın üreticileri için hedging piyasasının büyümesinde kullanan külçe altın bankalarının da piyasadaki büyümede önemli etkisi olmuştur.

Üreticilerin hedging işlemlerini azaltmaları paralelinde ödünç altın talebinin azalması ve altın faiz oranlarının gerilemesi nedeniyle merkez bankalarının altın rezervlerini düşük faiz oranından ödünç vermek istememeleri de ödünç piyasasına merkez bankalarından sağlanan likiditenin azalmasına yol açmıştır. Ayrıca, kredi derecelendirme kuruluşlarının bankacılık sektöründe kredi notlarını ardarda düşürmesi nedeniyle bankaların kredibilitesi konusunda artan endişeler, merkez bankalarının vadeli işlemler sonucunda altınlarını geri alamama riskinin artmasına, bu çerçevede altınlarını yatırıma tabi tutmak istememelerine yol açmıştır. Son dönemde ödünç altın piyasasına merkez bankaları tarafından sunulan likiditenin azalmasında bu etkenin rolü olmuştur. Merkez bankalarının yanısıra piyasadaki diğer likidite kaynağı külçe bankalarında tutulan tahsisli kişisel altın hesaplarından ödünç piyasasına yapılan arzlar, yani özel yatırım hesaplarıdır.

Son yıllarda uluslararası altın piyasasındaki en önemli gelişmelerden biri, 1919 yılından beri Londra piyasasında gerçekleştirilen altın ve gümüş fiyat sabitlemesine katılan külçe bankacılığı yapan bankaların fiyat sabitlemesinden çekilmesi ve fiyatlamanın daha geniş kapsamlı hale getirilmesidir. Bu süreçte Eylül 2014 tarihinde, fiziki altın üretiminin ve tüketiminin en önemli aktörü olan Çin Halk Cumhuriyeti'nin Şangay Serbest Bölgesi'nde "Şangay Uluslararası Altın Borsası" adı altında bir uluslararası altın piyasası kurulmuştur. Bu borsaya; HSBC, Standard Chartered, Nova Scotiabank, Goldman Sachs, Deutsche Bank, UBS, JP Morgan Chase gibi uluslararası altın piyasasının önde gelen finans kuruluşları üye olmuşlardır. Çin'in uluslararası altın piyasası kurmasındaki ana amaç ise, Londra ve New York gibi dünyanın önde gelen altın piyasalarından birine sahip olmak ve Çin yüeni üzerinden bir fiyat sabitlemesi oluşturabilmektir.

2.4.1. Londra Külçe Altın Piyasası

Londra 1700'lü yıllardan beri önemli bir finansal merkezdir. 20. yüzyılın başlarından itibaren İngiliz yönetimleri, yerel ve bölgesel piyasaların gelişmesinden ziyade yurtdışı finansal kaynaklar ve firmalar çekmeyi amaçlamıştır. Bu nedenle yasal düzenlemeler uluslararası pazarların ihtiyaçlarına cevap verecek şekilde yeniden hazırlanmıştır. Londra piyasası, teknoloji çağına hızla adapte olmuştur. 2008 küresel krizi sonrası,

Londra’da finans sektöründe derinleşmesi amacıyla kurulan *CityUK* ile lobi faaliyeti yürütülmeye başlanmıştır. Özel sektör profesyonellerinden oluşan ve Londra belediyesinin de desteğini alan lobi, birçok ülkede Londra merkezli finansal firmaların tanıtılması için çalışmaktadır. Günümüzde Londra piyasası; bankacılık ve sigortacılığın yanı sıra, tahvil, türev, döviz ve kıymetli maden işlemlerinde önemli bir derinliğe sahiptir. Dünyadaki en büyük kıymetli maden piyasası başta altın olmak üzere Londra’dadır. Ayrıca İngiltere’nin tezgahüstü döviz işlem hacmi, dünyadaki toplam döviz piyasası işlem hacminin neredeyse yarısını oluşturmaktadır. Londra, yatırımcı haklarının korunması açısından en güvenli şehirlerden biridir. Dünyanın önde gelen tahkim merkezlerinden biri olan ve uluslararası bir yapıya sahip olan Londra Uluslararası Tahkim Merkezinde, davaların ortalama %80’i yabancı uyruklu yatırımcılardan oluşmaktadır. Bunun yanı sıra, dünyanın finans merkezlerinden biri olmasının bir sonucu olarak, finans alanında uzman personel de bu şehirde yoğunlaşmıştır. Londra’da finans sektörde 1 milyona yakın kişi çalışmaktadır. İngiltere, hukuk sistemi, güçlü ekonomisi ve sağladığı çeşitli imkanlarla günümüzde yatırımcıların en çok tercih ettiği ülkedir. New York’tan sonra dünyanın en büyük ikinci uluslararası finans merkezi olan Londra, hem bankacılık hem sermaye piyasaları açısından en gelişmiş şehirlerden biri olup, uluslararası altın piyasasının da en önemli merkezidir (Anıl 2019).

İngiltere’nin fazla miktarda altın madeni olmamasına rağmen, Londra’daki altın piyasası dünyanın önde gelen külçe altın piyasasıdır. Günümüzde dünyanın en önemli tezgâhüstü altın piyasası olan Londra altın piyasasının oluşumu 17.yüzyıla kadar uzanmaktadır. Dünyada ilk kez 1897 yılında, Londra’da gümüş fiyat sabitleme işlemi ve 1919 yılında da altın fiyat sabitleme işlemi yapılmaya başlanmıştır. Londra altın piyasası 1980’li yıllarda dünyadaki enflasyonist etki nedeniyle altın fiyatlarının artmaya başlamasıyla katılımcı sayısı ve çeşidinin artmaya başlaması sonucunda uluslararası altın fiyatlarında referans alınan bir merkez haline gelmiştir. Bu gelişmelerin ardından, 1986 yılında yasayla Londra Altın Piyasası’nın hukuki altyapısı oluşturulmuş ve 1987 yılında da Londra Külçe Piyasası Birliği (*London Bullion Market Association-LBMA*) kurulmuştur. Aralarında merkez bankaları, ticari bankalar, madencilik şirketleri, altın rafinerileri ve kuyumculuk şirketleri ile dünya çapında yatırımcıların da bulunduğu çok geniş bir piyasa katılımcı kitlesi vardır (LBMA 2016).

Spot piyasanın yanında, Londra’da büyük bir tezgahüstü altın piyasası da bulunmaktadır. Bu piyasada spot ve türev altın işlemler yapılmaktadır. Londra altın piyasasında günlük ortalama yaklaşık 5.000 ton külçe altın işlem görmektedir. Londra piyasasındaki işlemlerin yaklaşık %90’ı iki gün valörlü spot işlemlerdir. %10’u ise türev işlemlerden oluşmaktadır (Murray 2011) .

LBMA 1987 yılında, Londra altın piyasası ile Londra gümüş piyasası katılımcılarının biraraya gelmesiyle kurulmuştur. LBMA, piyasa ve piyasa düzenleyici kamu kurumları arasında bir aracı rolü üstlenmiştir. LBMA’nın en önemli işlevlerinden biri kıymetli maden rafinerilerinin standartlarını belirlemek ve sertifikasyonunu yapmaktır. LBMA aynı zamanda piyasanın takas ve saklama işlemlerini de organize etmektedir. Bunun yanında piyasa işlemlerine ilişkin standart dokümantasyon da oluşturmaktadır. Londra piyasasında, piyasa üyesi kuruluşlar tarafından saklaması yapılan altın külçe hesapları için *Loco London* olarak adlandırılan hesaplar kullanılmaktadır. Bu hesaplar; altın külçelerinin fiziksel olarak Londra’da tutulduğunu ve ağırlık, boyut, saflık, tanıtıcı rafineri damgası gibi özellikleri karşıladığını ve LBMA tarafından yayınlanan “Altın ve Gümüş Külçeleri için İyi Üretici Kuralları”nda belirtilen görünüme uygun olduğunu simgeler. Bu gereksinimleri karşılayan altın külçeleri “Londra İyi Üretici Külçeleri” (*London Good Delivery Bullions*) olarak bilinir. Bir Londra İyi Üretici Külçesi, tezgahüstü piyasa işleminde takasta teslimat için kabul edilebilir. Aksi belirtilmedikçe, spot piyasa altın fiyatı daima “Londra İyi Üretici Külçesi”nin fiyatını gösterir. Londra piyasasında alım-satım işlemleri telefonla ve/veya elektronik satış sistemleri ile yapılmaktadır. Londra altın piyasasında günde iki kez fiyat sabitlemesi yapılır. Uluslararası piyasalarda itibar edilen altın fiyatı, Londra piyasasında sabah ve öğleden sonra ilan edilen bu fiyat sabitlemesinde ortaya çıkan fiyatlardır (LBMA 2008).

Londra piyasasında organize borsaların aksine standart işlem büyüklükleri, vadeler ve teslimat şekilleri yoktur. Bu açıdan gerçekleşen işlemler esnek bir yapıdadır. Küresel piyasalarda tezgahüstü fiziki teslimatlı altın işlemlerinin takas işlemleri ağırlıklı olarak Londra piyasasında gerçekleşir. Takas işleminin iki günde yapıldığı spot piyasada, piyasa katılımcıları arasında yapılan minimum altın işlem miktarı bin onstur (gümüş için ise beş yüz bin onstur). Bu piyasada işlem gören altın külçelerinin minimum 995/1000 saflıkta olması zorunludur. Türev piyasada forward sözleşmelerinin

büyükluğu altın swapları için minimum otuz iki bin onstur (gümüş için ise bir milyon onstur) (LBMA 2008).

Daha önce de ifade edildiği üzere, Londra altın piyasasında günlük 5.000 ton altın işlem görmektedir. Ancak bazı uzmanlar, Londra piyasasında LBMA'in ilan ettiği fiziki altın işlemlerinin önemli bir kısmının fiziki olmadığını, açığa satış yapılarak, varolan fiziki altının 100 katı işlem yapıldığını belirtmektedirler. Bunun nedeni olarak ise işlemler sonunda fiziki teslimat talebinin az olması olduğu ifade edilmektedir. Piyasada takas işlemleri Londra Külçe Takas Şirketi (*London Bullion Clearing Inc.*) adlı bir şirket tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu şirket tarafından yönetilen takas sistemi dünya piyasalarında en çok kullanılan külçe altın takas sistemidir. Takas işlemleri üye kuruluşlar tarafından günlük bazda, sadece kendi portföylerine yaptıkları işlemlerin değil, müşterileri adına yaptıkları işlemlerin takasını da gerçekleştirirler (LBMA 2008).

Londra'da başta İngiltere Merkez Bankası olmak üzere aralarında özel bankaların da bulunduğu şirketlerin tahmini olarak toplam 9.000 ton kapasiteli altın saklama kasaları bulunmaktadır.

2.4.2. Zürih Külçe Altın Piyasası

Dünyada altının toptan “fiziki teslimatlı” olarak alınıp satıldığı piyasa Zürih piyasasıdır. Zürih piyasası Londra piyasasından farklı olarak fiziki teslimatın yoğun olarak gerçekleştirildiği bir piyasadır. Zengin altın maden kaynaklarına sahip olmamasına rağmen, İsviçre dünya altın ticaretinde önemli bir yere sahiptir. Bunun en önemli nedeni, İsviçre’de gelişmiş bir bankacılık sisteminin kurulu olması ve İsviçre’nin altın rafinericiliğinde dünyanın önde gelen ülkelerinden biri olmasıdır. İsviçre’de 1968 yılında Credit Suisse ve UBS tarafından Zürih Altın Havuzu adıyla bir piyasa işlem hesabı oluşturulmuştur. Bu piyasa özellikle Güney Afrika’dan gelen altının fiziki olarak alınıp satıldığı bir piyasa olmuştur. İsviçre’ye o dönemde yılda yaklaşık 1,000 ton altın girdiği bilinmektedir. İsviçre bankaları UBS ve Credit Suisse ile Deutschebank fiziki teslimatlı altın işlemlerinde önde gelen firmalardır (Doran 1998).

Londra altın piyasasının İngiltere Merkez Bankası tarafından 1968 yılında belli bir süre kapatılmasıyla Zürih’in önemi artmış, çeşitli ülkelere altın bu bölgeye getirilmeye

başlanmıştır. 1970’li yıllarda, Londra altın piyasası, Güney Afrika’dan çıkarılan ve dünya altın talebinin %80’ini oluşturan altını temin edememesi nedeniyle; Credit Suisse, Swiss Banking Corporation ve UBS’ten oluşan üç İsviçre bankası bir araya gelerek altın için uluslararası bir piyasa kurmuşlardır. Bu tarihten itibaren Zürih Altın Piyasası yeni çıkarılan altının satıldığı, dünya çapında bir piyasaya dönüşmüştür. 1972 yılından sonra Sovyetler Birliği’nde üretilen altının satışı da yine Zürih piyasasında gerçekleşmiştir. Bugün Zürih dünyanın önemli fiziki altın piyasalarından biridir (“Swiss Gold Market” 2017).

Günümüzde İsviçre’nin iki dev bankası UBS ve Credit Suisse Bank, İsviçre altın piyasasının önde gelen iki merkez kuruluşudur. Bu iki bankanın müşterileri arasında merkez bankaları, altın madenleri ve rafinerileri ile kurumsal yatırımcılar yer almaktadır. Aynı zamanda UBS, Londra piyasasında da aktif olup LBMA üyesi ve Londra fiyat sabitlemesindeki katılımcı kuruluşlardandır (“Swiss Gold Market” 2017).

Zürih’te işlem yapan bankalar toptan satış ve perakende satış olmak üzere iki farklı fiyat vermektedirler. Piyasada perakende satış fiyatı üç bankayı da bağlayan resmi fiyat olarak kabul edilirken, toptan satış fiyatları her işlem için bankalar tarafından ayrı ayrı verilmektedir. Zürih’te, Londra’da olduğu gibi LBMA’ya benzer şekilde tek bir çatı kuruluş olmamasından dolayı, bu piyasadaki işlemlere ilişkin toplu bir veri bulunmamaktadır. İsviçre piyasası Londra piyasası ile de etkileşim halindedir. 1979 yılında Londra piyasasındaki kurumlarla ortak bir şekilde, işlem yapılan altın ve altın üreticilerine ilişkin standartlar hazırlanmıştır. Londra’da olduğu gibi altın yatırımcısı kuruluşların, Zürih’teki bankalarda altın hesapları (*Loco Zurich*) bulunmaktadır. Her üç bankanın da Londra şubeleri Londra Külçe Piyasası Birliği LBMA’ye üyedir (“Swiss Gold Market” 2017).

İsviçre aynı zamanda dünyanın önde gelen dev altın rafinelerinin de merkezidir. Bunlar Argo-Heraeus, Valcambi, PAMP ve Metalor’dur. Bu firmalara “dört büyükler” denilmektedir. Valcambi’nin yıllık altın işleme kapasitesi 2.000 ton, PAMP’ın 550 ton, Argor Heraeus 450 ton, Metalor firmasının ise İsviçre, ABD, Hong Kong ve Singapur’daki rafinerilerinde toplam 800 ton altın işleme kapasitesine sahiptirler (“Swiss Gold Market” 2017).

2.4.3. Çin: Hong Kong ve Şangay Altın Piyasaları

Çin, dünyanın en büyük altın piyasası konumundadır. Dünya altın talebinin yaklaşık üçte biri Çin tarafından oluşturulmaktadır (World Gold Council 2014b).

Çin devleti altın ithalat ve ihracat rakamlarını yayınlamamakta, rakamlar sadece tahmin edilebilmektedir. Bu tahminlere göre Çin'in iç piyasasında altın arzı 2009 yılından bu yana toplamda yaklaşık 5.150 ton olarak gerçekleşmiştir. 2009-2016 döneminde toplam altın talebi ise 5,150-5450 ton civarında olduğu düşünülmektedir (World Gold Council 2014b).

Çin altın piyasasının merkezinde Şangay Altın Borsası yer almaktadır. Tüm ithalat bu borsa üzerinden yapılmakta olup, burada ticareti yapılan altından katma değer vergisi alınmamaktadır (World Gold Council 2014b).

Çin hükümeti ülkede altın piyasasının gelişimini desteklemektedir. Çin Altın Birliği'nin ve Şangay Altın Borsası'nın kuruluşu ile piyasa daha organize bir hale getirilmiş, özellikle de 2014 yılında Şangay Uluslararası Altın Borsası'nın kuruluşu ile de uluslararası piyasada söz sahibi olabilmek için de adım atılmıştır (World Gold Council 2014b).

Şangay'ın yanında Hong Kong da önemli bir altın piyasasına sahiptir. Hong Kong'da ilk altın borsası 1910 yılında Altın ve Gümüş Şirketi adıyla açılmıştır. 1918 yılında ismi Çin Altın ve Gümüş Borsası (*Chinese Gold and Silver Exchange Society - CGSE*) olarak değiştirilmiştir. Bu borsanın faaliyetleri 2. Dünya Savaşı yıllarında da devam etmiştir. Hong Kong Altın Borsası, Londra ve New York piyasalarının kapalı olduğu saatlerde açık olması ve Hong Kong'un bir serbest ticaret bölgesi olması gibi avantajlardan dolayı uluslararası altın piyasasında önemli bir pozisyonu vardır. Bu borsaya ulusal ve uluslararası finans kuruluşları ile altın sektöründe faaliyet gösteren firmalar üyedir. Borsa üyelerinin Hong Kong'da yerleşik olması zorunludur. Hong Kong Borsası'nda altına dayalı dört, gümüşe dayalı iki farklı işlem sistemi bulunmaktadır. Farklı ağırlıkta olan altın ve gümüş külçeleri için farklı işlem standartları vardır. Fiziki teslimatlı sözleşmelerde, sözleşmeye konu olan külçe

altınların borsa tarafından belirtilen bir altın rafinerisinin damgasına sahip olması zorunludur (Altaş 2010).

Şanghai Altın Borsası (SGE) ise 2002 yılında Çin Merkez Bankası tarafından kâr amacı gütmeyen bir kamu kurumu olarak kurulmuştur. Şanghai Altın Borsası'na; banka, aracı kurum ve altın ticaretiyle uğraşan firmalar üye olabilmektedir. Borsa üyeliği Çin Merkez Bankası'nın onayına bağlıdır. Borsa üyeliği için sermaye yeterliliği gibi birtakım kriterler bulunmaktadır. Şanghai Altın Borsası'nın yüzün üzerinde üyesi bulunmaktadır. Borsada iki tip üyelik vardır. Finansal üyeler müşterileri adına da işlem yapabilirken, diğer üyeler sadece kendi portföyleri için işlem yapabilmektedirler. 2007 yılına kadar sadece tüzel kişilerin işlem yapabildiği Şanghai Altın Borsası'nda 2007 yılından sonra bireysel yatırımcılar da işlem yapmaya başlamıştır. Yine 2007 yılında yabancı bankalara üyelik izni verilmeye başlanmıştır. Ancak yabancı bankaların borsada işlem yapabilmesi için Çin'de yerleşik temsilciliklerinin bulunması zorunludur (Altaş 2010).

Şanghai Altın Borsası'nda altınının yanında platin de işlem görmektedir. Piyasada 50 gr, 100 gr, 1 kg ve 3 kg olmak üzere 4 farklı sözleşme büyüklüğü bulunmaktadır. Bunların saflık oranı 999/1000 ve 995/1000 olabilmektedir. Fiyat kotasyonları Çin Yüeni/Gram olarak girilmektedir. Külçe altınların Şanghai Altın Borsası tarafından belirlenen altın rafinerilerinin veya üreticilerinin damgasını taşıması gerekmektedir. Piyasada işlemler elektronik sistemle hafta içi her gün 10:00-11:30 ile 13:30-15:30 arasında iki seansta yapılır. Borsada alış ve satış emirleri fiyat ve zaman önceliğine göre eşleşir. Gerçekleşen işlemlerin takası Şanghai Altın Borsası tarafından yetkilendirilen dört banka tarafından yürütülmektedir. Gerçekleşen işlemlerin takası işlem gününde gerçekleştirilir (T+0). Fiziki teslimat ise borsanın tespit etmiş olduğu 34 farklı şehirdeki 41 farklı saklama kasasında yapılabilmektedir (Altaş 2010).

Hong Kong Altın Borsası'nda işlemler seans içinde geleneksel "sözlü müzayede yöntemi" ile gerçekleştirilir. Borsadaki aracı kurum temsilcileri emirleri el kaldırarak birbirlerine iletirler. Satış işleminin on beş dakika içinde gerçekleşmesi gerekmektedir. Hong Kong Altın Borsası'nda sabah 9:00-12:30 ile öğleden sonra 14:30-17:00 olmak üzere iki işlem seansı yapılır. Bunun yanında 2008 yılında elektronik bir işlem sistemi de faaliyete geçirilmiştir. Bu sistemde, işlemler akşam 20:00 ile bir sonraki gün

akşamüstü 15:30'a (toplam 19,5 saat) kadar devam etmektedir. Gerçekleşen işlemlerin takası borsa tarafından yetkilendirilmiş bir banka aracılığıyla gerçekleştirilir. Her borsa üyesinin bu bankada takas hesapları bulunmaktadır. Sabah yapılan bir işlemin takası öğleden sonra, öğleden sonra yapılan bir işlemin takası ise akşam gerçekleştirilir. Takas işlemleri için borsa, sabah seansındaki işlemler için 11:30'da, öğleden sonraki işlemler için de 16:30'da tüm sözleşmeler için takas fiyatları açıklar. Fiziki teslimatlı işlemlerde, takas şartları taraflar arasında belirlenir. Bu tür takas işlemlerinde fiziki teslimat ve nakit ödeme için herhangi bir zaman sınırlaması bulunmamaktadır. Fiziki takası yapılacak külçe altınların borsanın belirlediği altın rafinelerine ait damgayı taşımaları gerekmektedir. Spot bir piyasa olan Hong Kong Altın Borsası, prim sistemi ile bir nevi vadeli işlemlerin yapılmasına olanak sağlamaktadır. Prim, fiziki teslimatın veya nakit ödemenin geciktiği durumlarda karşı tarafa ödenen ücrettir. Primler, günün belirli saatinde piyasa tarafından belirlenmektedir. Prim tutarların hesaplanmasında gecelik para piyasasındaki faiz oranlarını temel alınır. Borsa yönetimi tarafından primler üzerinde yapılacak manipülasyonları engellemek için bazı limitler konmuştur. Hong Kong Altın Borsasında gerçekleşen işlemlere yönelik verilere ulaşılammakla birlikte, günlük ortalama 2 milyon tael (yaklaşık 75 ton) altın işlem gerçekleştiği tahmin edilmektedir (Altaş 2010).

2.4.4. Dubai Altın Piyasası

Dubai Ortadoğu'nun en önemli finans merkezidir. Birleşik Arap Emirliklerinin en büyük ikinci emirliği olan Dubai'nin resmi dili Arapça olmasına rağmen, şehirde en çok konuşulan dil İngilizce'dir. Yabancılar, Dubai nüfusunun %85'ini oluşturmaktadır. Birleşik Arap Emirlikleri'nin gerçekleştirdiği altyapı reformları sonrasında ülkenin ana gelir kaynakları gayrimenkul, turizm ve enerji sektörü haline gelmiştir. Birleşik Arap Emirlikleri, dünyanın petrol rezervi bakımından en zengin altıncı ülkesidir. Ancak Dubai kalkınmasını sağlayan petrol rezervlerinin sınırlı olmasından ve sürdürülebilir olmamasından dolayı, uzun vadede ekonomik gelişme adına stratejik bir ekonomi politikası yürütmüştür. Önce gelirlerini altyapıya yatıran ve havalimanı, yol çalışmaları gibi alanlara yönelen şehirde, 1980'lerden itibaren dış ticareti desteklemek amacıyla serbest bölgeler kurulmuştur. Dubai, uluslararası finans merkezi olma hedefi ile yaptığı yatırımlarla hızla gelişmiştir. Günümüzde petrol gelirleri emirliğin ekonomisinin

%5'ten azını oluşturmaktadır. Dubai ekonomisinin büyük kısmını turizm, gayrimenkul ve finans sektörleri oluşturmaktadır. Dubai'nin günümüzde uluslararası bir finans Merkezi olmasını sağlayan en önemli özellikler; yatırımcılara sunduğu destekleyici vergi politikaları, bağımsız ve uluslararası düzenlemeler ile tahkim merkezleridir. İstikrarlı bir ekonomiye sahip olan emirlikte finans alanında özellikle İslami finans ve kıymetli madenler piyasaları gelişmiştir. Dubai finansal teknoloji konusunda da adımlar atmakta, uluslararası fintek merkezi haline gelmeyi amaçlamaktadır. Sonuç olarak, hükümetin bir yandan şehri bir finans, ticaret ve turizm Merkezi haline getirmek adına yaptığı yatırımlar ve düzenleme alanında yatırımcıları teşvik edici uyguladığı politikalar sayesinde Dubai, günümüzde önemli bir finans merkezi olmuştur. Dubai altın piyasası Ortadoğu'nun önde gelen altın piyasası haline gelmiştir (Anıl 2019).

Dubai şehri gerek Suudi Arabistan, Türkiye ve Hindistan gibi fiziki altın talebinin yüksek olduğu ülkelere yakınlığı, gerekse gelişmiş bir serbest bölge işlevine sahip bulunması nedeniyle fiziki altın ticaretinde önemli bir yere sahiptir. Dubai hükümetinin girişimiyle Dubai'de kıymetli maden ve emtia ürünleri için bir merkez oluşması için 2002 yılında Dubai Emtia Merkezi (*DMCC-Dubai Multi Commodities Center*) kurulmuştur (Swiss Gold Market 2017).

DMCC, *Dubai World Group*'un bir iştirakidir. Serbest bölge niteliğindeki DMCC'de başta altın ve diğer kıymetli madenler ile enerji olmak üzere çeşitli ürünlerin ticareti yapılmaktadır. DMCC'de altının rafine edilmesi ve işlenmesi gibi faaliyetler de yürütülmektedir. Dubai'de kurulun yabancı sermayeli altın rafinerilerine 50 yıllık gelir ve kurumlar vergisinden muafiyet verilmektedir (Swiss Gold Market 2017).

Hâlihazırda DMCC'nin yerli ve yabancı 1.800'e yakın üyesi vardır. Bu üyelerden 1.300 tanesi altın ve kıymetli madenler ticaretiyle uğraşmaktadır. DMCC, ticarete konu olan altınlara ilişkin aynı Londra piyasasında olduğu gibi belirli standartlar (*Dubai Good Delivery*) getirmiştir. DMCC'de ancak bu standartları karşılayan altın rafinerilerinin damgasını taşıyan külçe altınlar alınıp satılabilmektedir (Swiss Gold Market 2017).

2.5. BORSALAR VE TÜREV PİYASALAR

Altının işlem gördüğü diğer tür piyasalar ise borsalar ve türev piyasalardır. Futures Sektör Birliği'nin FIA'nın 69 organize türev borsasından derlediği bir çalışmaya göre altın, platin ve gümüş gibi kıymetli metallere dayalı türev işlemler toplam türev işlemler içindeki payı %1'dir. Spot piyasalarda olduğu gibi türev işlemlerde de borsalar, dayanak varlık için kontrat büyüklüğü ve saflık dereceleri gibi çeşitli standartlar koymuşlardır. Futures Sektör Birliği'nin FIA'nın hazırladığı raporda sözleşme bazında işlem hacimleri de bulunmaktadır. Bu tür piyasaların başlıcaları; CME, Tokyo Borsası, Hindistan Borsası, Dubai Borsası ve İstanbul Altın Borsası'dır. Altına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri içinde en çok işlem Chicago Mercantile Exchange CME'de gerçekleşmektedir (Altaş 2010).

2.5.1. CME Group

1848 yılında ABD'de kurulmuş olan, dünyanın ilk organize türev borsası Şikago Ticaret Borsası (*Chicago Board of Trade CBOT*), Amerika'nın diğer önde gelen türev borsası Chicago Mercantile Exchange (CME) ile 2007'de *CME Group* adı altında

Tablo 2.11: Dünyada Borsalarda Altın İşlem Hacmi (Metrik Ton)

Borsa	2015	2016	2017
COMEX	130.135	179.047	226.440
SHFE	25.317	34.760	19.478
SGE	7.288	11.793	11.754
TOCOM	7.928	8.541	6.398
MCX	3.947	4.094	2.297
SGE Spot	4.727	3.699	3.956
DGCX	348	453	359
ICE Futures US	508	294	152
Borsa İstanbul	383	339	426

Kaynak: Thomson Reuters. 2018. "GFMS Gold Survey 2018" s. 14.

birleşmiştir. Birleşme ile ürün çeşitliliğini geliştiren CME Grup, 2008 yılında da enerji ve kıymetli madenlerin işlem gördüğü *New York Mercantile Exchange*'i (*NYMEX*) bünyesine katarak dünyanın en büyük türev borsası haline gelmiştir. Altına dayalı türev işlemler 1979'da Chicago Board of Trade'de, 1974'te de New York Mercantile

Exchange’de işlem görmeye başlamıştır. Bu borsada ayrıca, bakır, gümüş ve platine dayalı futures sözleşmeleri ile opsiyonlar işlem görmektedir (Altaş 2010; CME Group).

Emtiaya ve birçok farklı finansal araçlara dayalı çok geniş bir ürün yelpazesine sahip CME Grubu nezdinde; *CME*, *CBOT*, *NYMEX* ve *COMEX* adlı dört ayrı piyasa bulunmaktadır. Altına dayalı futures sözleşmeleri ile opsiyonlar, birleşme öncesi COMEX’te işlem görmekteydi. İşlemler sesli müzayede sistemi (*New York*) veya *CME Globex* adlı elektronik sistem ile gerçekleştirilmektedir. Borsada işlem gören vadeli altın sözleşmeleri (*COMEX Gold*) 100 ons büyüklüğünde, minimum 995/1000 saflıktadır. Sözleşme vadeleri Şubat, Nisan, Ağustos ve Ekim’dir. Sözleşme büyüklüklerinin 33 ons (*COMEX Mini Gold*) ile 50 ons (*E-Mini Gold*) olduğu farklı türev ürünler de vardır. Ancak bu sözleşmeler çok az işlem görmektedir. COMEX’te işlem gören altın opsiyonları Amerikan tipidir. Opsiyonların dayanak varlıkları ise COMEX Gold sözleşmeleridir. Opsiyonların son işlem tarihi dayanak sözleşmelerin teslim ayından önceki ayın dördüncü işlem günüdür. Bu opsiyonlarda Amerikan tipi olduğu için dayanak varlıkların vadesi gelene kadar işlem yapılabilir. Opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri için fiyat kotasyonları USD/Ons, minimum fiyat hareketi ons başına 0,1 USD’dir. Sözleşmelerin takası fiziki olarak yapılır. Fiziki teslimat ilgili ayın herhangi bir gününde yapılabilir (Altaş 2010; CME Group).

2.5.2. Tokyo Emtia Borsası

Tokyo Emtia Borsası (*TOCOM*) 1984 yılında Japonya’da faaliyet gösteren 3 borsanın (*Tokyo Gold Exchange*, *Tokyo Rubber Exchange* ve *Tokyo Textile Exchange*) birleşmesiyle kurulmuştur. Tokyo Emtia Borsasında tarım-orman ürünleri, kauçuk, petrol ve petrol türev işlemlerinin yanında platin, paladyum, alüminyum ile altın ve gümüşe dayalı sözleşme ve opsiyonlar da işlem görmektedir. Bu sözleşmeler; değerli metaller, petrol, alüminyum ve kauçuk adlı dört ayrı piyasada işlem görmektedir. Tokyo Emtia Borsasında farklı borsa üyelik türleri bulunmaktadır. Finansal kuruluşların yanı sıra, işlem gören ürünlerle ilgili faaliyet gösteren firmalar ticari üye olabilmektedir. Ticari üye statüsünde olan üyeler sadece kendi portföylerine işlem yapabilmektedirler. Yabancı bir borsaya üye olan kuruluşlar da özel üye olabilmektedir. Üyelik, işlem gören piyasalara göre olmaktadır. Bir firma birden fazla piyasada üye olabilmektedir. Örneğin

altın sözleşmeleri için üye olan bir firma, petrol ürünleri için ticari üye olabilmektedir (Altaş 2010; TOCOM Tokyo Commodities Exchange).

Tokyo Emtia Borsasında altına dayalı ürünler, futures sözleşmeleri ile bu sözleşmelere dayalı opsiyonlardır. Standart kontrat büyüklüğü 1 kg, işleme konu olan altının saflık derecesi 999/1000'dur. Fiyat kotasyonu Japon Yeni/Gram olan sözleşmelerde minimum fiyat hareketleri 1 Japon Yeni/Gram'dır. Borsadaki opsiyon sözleşmeleri 2004 yılında başlamıştır. Her bir opsiyon sözleşmesinin dayanağı 1 altın futures sözleşmesidir. Opsiyonlar Amerikan tipidir. 2007 yılında dayanak altın ağırlığı 100 gram olan mini sözleşmeler de işlem görmeye başlamıştır. Standart sözleşmelerden farklı olarak bu sözleşmelerin takası nakit olarak yapılır. Standart altın vadeli işlem sözleşmelerinin vade zamanı yılın çift aylarıdır. Vadenin dolmasından üç gün öncesine kadar işlem yapılabilmektedir. Borsada elektronik ortamda yapılan işlemler 9:00-15:30 arasındaki gündüz seansı ile 17:00-23:00 arası gece seansında yapılır. Altın külçeleri, Tokyo Emtia Borsasının lisans verdiği saklama kasalarında tutulur. Fiziki teslimat her ayın son günü yapılmaktadır. Fiziki teslimatlar çift ayların 28. gününde yapılır. Tokyo Emtia Borsasında bir yatırımcı aylık en fazla 5.000 kontratlık işlem yapabilmektedir (Altaş 2010; TOCOM Tokyo Commodities Exchange).

2.5.3. Hindistan Emtia Borsası

Hindistan'ın altın talebi dünyadaki altın talebinin yaklaşık %20'sini oluşturmaktadır. Bu durum ülkenin finans piyasasına da yansımıştır. Altın yatırım aracı olarak farklı borsalarda işlem görmektedir. Kasım 2003'te faaliyete geçen Hindistan Emtia Borsası'nda (*Multicommodity Exchange of India - MCX*) tarımsal ürünler, kıymetli madenler, enerji ürünleri, petrol ve metaller başta olmak üzere pek çok ürün çeşidi bulunmaktadır. Halihazırda borsada 60'a yakın ürün işlem görmektedir (Altaş 2010; MCX).

Hindistan Emtia Borsası'nda aracı kuruluşların yanı sıra ilgili ürün ticaretiyle uğraşan gerçek ve tüzel kişiler de borsa üyesi olabilmektedir. 4 farklı üyelik türü bulunan Hindistan Emtia Borsası'nda bazı kurumlar takas üyesi olabilirken, bazı kurumlar sadece kendi portföylerine işlem yapabilmektedirler. Kıymetli maden işlemleri

konusunda türev borsalarda önemli bir yere sahip olan Hindistan Emtia Borsası'nda altına dayalı dört farklı futures sözleşmesi bulunmaktadır. Fiyat kotasyonları Hindistan Rupisi/Gram olarak verilir. Sözleşme büyüklükleri 1 kg, 100 gram ve 8 gram'dır. En fazla işlem gören kontratlar GOLD olarak adlandırılan sözleşmelerdir. Bu kontratların büyüklüğü 1 kg olup, dayanak varlık olan altın külçeler minimum 995/1000 saflıktadır. Bu ve diğer kontratlara konu olan altınların saflık oranının LBMA veya borsanın onay verdiği kurumlarca tespit edilmesi gerekmektedir. Kontratların vadeleri yılın çift aylarında dolmaktadır. GOLD M olarak adlandırılan diğer altın kontratlarının büyüklüğü 100 gr. olup, son yıllarda bu sözleşmelerin işlem hacminde hızlı artış yaşanmıştır. Bir diğer ürün GOLD HNI sözleşmeleri olup, bu kontratların da büyüklüğü 1 kg'dır. GOLD sözleşmelerinden farklı olarak altınların 999/1000 saflıkta olması gerekmektedir. Bu sözleşmelerin vadeleri Ocak, Nisan, Temmuz, Ekim aylarındadır. Borsada işlemler, haftaiçi 10:00 ile 23:30 arası, Cumartesi günleri de 10:00-14:00 arası elektronik bir sistemde gerçekleşir. Piyasada işlem yapmak için başlangıç teminatı işlem tutarının %4'üdür. Yatırımcının ve üyelerin alabileceği pozisyonlar için limit vardır. İşlemlerin takası fiziki olarak yapılmaktadır. Saklama hizmeti borsanın onayladığı saklama kasaları tarafından verilmektedir (Altaş 2010; MCX).

2.5.4. Dubai Altın ve Emtia Borsası

Dubai Altın ve Emtia Borsası Dubai Emtia Merkezi ile Hindistan Emtia Borsası'nın işbirliğiyle 2005 yılında kurulmuştur. Borsada altın türev işlemlerinin yanı sıra gümüş, bakır ile döviz, enerji ve plastik ürünlerine dayalı futures sözleşmeleri işlem görmektedir. Borsaya kendileri ve müşterileri adına işlem yapabilen aracı kuruluşlar ile sadece kendileri adına işlem yapan ticari şirketler üye olabilmektedir. Aracı kuruluşlar isterlerse borsa temsilcisi belirleyebilirler (Altaş 2010; DGCX).

Gerçekleşen işlemlerin takas işlemleri borsanın iştiraki olan Dubai Emtia Takas Şirketi (DCCC) tarafından gerçekleştirilir. Bununla birlikte, borsada işlem yapmayan kurumlar da DCCC'ye üye olup takas hizmeti verebilirler. Borsada işlemler haftaiçi 8:30-23:30 arası tek bir seansta elektronik bir platformda gerçekleştirilir. Piyasanın 24 saat açık olması için çalışmalar yürütülmektedir. Borsada altına dayalı tek tür vadeli işlem sözleşmesi ile bu sözleşmeye dayalı altın opsiyonu işlem görmektedir. Kontrat

büyüklüğü 32 ons (yaklaşık 1 kg) olup, fiyat kotasyonu USD/Ons şeklindedir. Söz konusu altınların saflık oranı 995/1000 olmalıdır. Altınların Dubai Emtia Merkezinin belirlediği standartlara uyan altın rafinerilerince üretilmiş olması şarttır. Kontratların başlangıç teminatı 1.200 USD'dir. Kontratların vade sonları yılın çift aylarındadır. Opsiyonlar Amerikan tipidir (Altaş 2010; DGCX).

2.5.5. Borsa İstanbul Altın Piyasası

1993 yılında Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'da yapılan değişikliklerle altının fiyatının belirlenmesi ile ithalatı ve ihracatı serbestleştirilmiştir. Altın ticaretinin liberalleştirilmesi yönünde alınan kararlarla, altının ithal ve ihraç aşamasında kolaylıklar getirilmiştir. Bu gelişmeler sonucunda sektörde yaşanan hızlı büyüme, ekonomik açıdan Büyük potansiyel taşıyan altın konusunda yeni kararlar alınmasını hızlandırmıştır. Alınan yeni kararlarla altın sektörünün yeniden yapılandırılması amaçlanmıştır. İstanbul Altın Borsası'nın kuruluşu ile ilgili ilk düzenleme olan Kıymetli Madenler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik 1993 yılında yayımlanmıştır. Söz konusu Yönetmeliğe dayanılarak 26 Temmuz 1995 tarihinde İstanbul Altın Borsası faaliyete geçmiştir. İstanbul Altın Borsası'nın kuruluş amaçları arasında;

- (1) Altın sektörü ile finans sektörü arasında köprü görevini üstlenmek,
- (2) Sektörün kurumsallaşmasına,
- (3) Uluslararası rekabete açılmasına ve altının önemli ihracat kalemlerinden biri durumuna gelmesine katkı sağlamak,
- (4) Kıymetli madenlerin dünya piyasalarına paralel şartlarda işlem gördüğü bir piyasa ortamını oluşturmak,
- (5) Teşkilatlı bir kurum kimliğinde likidite sağlamak,
- (6) Kıymetli maden işlemlerinde referans fiyatı belirlemek,

(7) Başta altın olmak üzere kıymetli madenlere dayalı yatırım araçları vasıtasıyla finansal ürün yelpazesini genişleterek ulusal ve uluslararası piyasalara entegrasyonu sağlamak,

(8) Kıymetli taş işlemleri ile de sektöre ihtiyaç duyduğu alanlarda organize piyasa şartları sunmak sayılabilir.

Diğer taraftan, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri çerçevesinde İstanbul Altın Borsası ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının tüzel kişiliklerinin sona ermesi ve yeni bir borsanın kurulması sonucunda, Borsa İstanbul A.Ş. 03.04.2013 tarihinde faaliyete geçmiştir. Kıymetli maden ve kıymetli taş işlemleri İstanbul Altın Borsası yerine Borsa İstanbul A.Ş. bünyesinde kurulan Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası Bölümü tarafından yürütölmeye başlanmıştır (Borsa İstanbul 2015).

Kıymetli Madenler Piyasası'nda altın, gümüş, platin ve alım satımı yapılabilmektedir. Ayrıca kıymetli madenlerin saklanması da Borsa İstanbul kasasında yapılabilmektedir (Borsa İstanbul 2015).

Kıymetli Madenler Piyasasında aşağıdaki özelliklere sahip standart özelliklere sahip kıymetli madenler işlem görebilir (Borsa İstanbul 2015):

(1) Standart Kıymetli Madenler:

- a. Standart İşlenmemiş Altın: En az 995/1000 saflıkta barlar veya külçeler halindeki altın,
- b. Standart İşlenmemiş Gümüş: En az 999/1000 saflıkta, bar, külçe veya granül halindeki gümüş,
- c. Standart İşlenmemiş Platin: En az 995/1000 saflıkta, barlar veya külçeler halindeki platin,
- d. Standart İşlenmemiş Paladyum: En az 995/1000 saflıkta barlar veya külçeler halindeki paladyum.
- e. Kabul edilen standart bar ve külçe tipleri aşağıdaki gibidir:
 - i. Mini Bar: 1 gr, 2,5 gr, 5 gr, 10 gr, 20 gr, 50 gr, 100 gr, 250 gr ve 500 gr,
 - ii. Külçe: 1 kg,
 - iii. Large Bar: 1 kg'ın üzerinde külçe,

iv. Granül: Torba şeklinde ambalajlı, muhtelif ağırlıklarda granül (Sadece gümüş için)

(2) Standart Dışı Kıymetli Madenler:

- a. Standart dışı işlenmemiş altın: 995/1000'den düşük (995/1000 saflık hariç) saflıkta külçe, bar, dore bar, granül, toz veya hurda şeklindeki altın,
- b. Standart dışı işlenmemiş gümüş: 999/1000'dan düşük (999/1000 saflık hariç) saflıkta külçe, bar, dore bar, granül, toz veya hurda şeklindeki gümüş,
- c. Standart dışı işlenmemiş platin: 995/1000'ten düşük 995/1000'saflık hariç) saflıkta külçe, bar, dore bar, granül, toz veya hurda şeklindeki platin,
- d. Standart dışı işlenmemiş paladyum: 995/1000'ten düşük (995/1000 saflık hariç) saflıkta külçe, bar, dore bar, granül, toz veya hurda şeklindeki paladyum.

(3) Cevherden Üretim Kıymetli Madenler:

- a. Türkiye'de kurulu rafinerilerde rafinaj işlemine tabi tutulur ve rafinaj işleminin tamamlanmasını müteakip yedi iş günü içinde Borsa kasasına teslim edilir ve
- b. Kıymetli Madenler Piyasasında alım satımı gerçekleştirilir veya Borsa tarafından belirlenecek işlem esasları dahilinde Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü veya bu kurumun belirleyeceği kuruluşlarca düzenlenecek ayar raporunda yer alan miktarlarına göre ayrı ayrı işlem yapılmak suretiyle Kıymetli Madenler Piyasası'nda alım satımı gerçekleştirilir.

Kıymetli Madenler Piyasasında, Hazine Müsteşarlığı'ndan faaliyet izni almış ve akabinde Borsa İstanbul A.Ş. Yönetim Kurulunun gerekli gördüğü hususları yerine getirmiş olan bankalar, yetkili müesseseler, kıymetli madenler aracı kurumları, kıymetli maden üretimi veya ticareti ile iştigal eden anonim şirketler, yurt dışında yerleşik şirketlerin Türkiye'deki şubeleri işlem yapabilirler (Borsa İstanbul 2015).

Kıymetli Madenler Piyasasında hafta sonu ve tatil günleri dâhil olmak üzere kesintisiz seans yapılır. Günlük seans 16:00'da başlatılır ve bir sonraki iş günü 16:00'ya kadar devam eder. Takas işlemleri iş günlerinde mesai saatleri içinde gerçekleştirilir. Piyasada işlemler TL/kg, ABD Doları/ons ve Euro/ons üzerinden gerçekleşir. Altın, platin ve paladyum işlemlerinde, minimum fiyat aralığı TL/kg emirleri için 1 kuruş, ABD Doları/ons ve Euro/ons emirleri için 5 cent'tir. Gümüş işlemlerinde minimum fiyat

aralığı TL/kg emirleri için 1 kuruş, ABD Doları/ons ve Euro/ons emirleri için 1 cent' tir. TL/kg , USD/ons ve Euro/ons işlemlerinin valörü aynı günden (T+0) dan başlamak üzere doksan iş gününe (T+90) kadardır. İşlemlerin takasının vade tarihinde yapılması gereklidir (Borsa İstanbul 2015).

Altına dayalı yatırım araçları temelde fiziki yatırım araçları ve finansal araçlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Altın paralar, külçe altın ve mücevher fiziki araçlar kapsamında; altın depo hesapları, altına dayalı yatırım fonları, altın bonoları ve türev ürünler de finansal araçlar kapsamında incelenecektir.

Altın sadece bir finansal araç olmayıp daha önceki bölümlerde de belirtildiği gibi insanlık tarihi boyunca önemli bir ödeme aracı da olmuştur. İnsanlığın en eski ödeme araçlarından bir olan altının para olarak kullanımı bir sonraki bölümde incelenecektir.

3. ÖDEME ARACI OLARAK ALTIN

Elinde altın bulunduran paraya sahip demektir.

Alan Greenspan
Amerikan Merkez Bankası Eski Başkanı

3.1. ALTININ PARA OLARAK KULLANIMI

Altın yüzyıllar boyunca parasal sistemleri domine etmiş, halen günümüzde fiat paraya (yasal olarak kullanımı zorunlu olan paraya) dayalı modern parasal sistemimizde finansal kurumlar arasındaki işlemlerde önemli bir role sahiptir. Modern finansal sistemimizde altın, finansal kurumlar ve birçok birey tarafından, felaket senaryoları ve kriz ortamlarında güvenli bir liman olarak görülmektedir (Barro 2016).

Tarihçiler, insanoğlunun uzun mesafeli ticarete başlamasıyla takasa dayalı ticaretin yerini altın ve gümüş karşılığı ticarete bıraktığını, bunun nedeninin ise tüccarların uzun mesafeli ticaret seferlerinde ödeme için çabuk bozulan veya taşınması zor olan ticari mallar yerine, altın ve gümüşü yanlarına almaları olduğunu düşünmektedirler (Eagleton ve Williams 2011: 12).

Kıymetli madenlerin para olarak kullanımı Eski Mısır'a kadar uzanmaktadır. Eski Mısır'da, büyükbaş hayvanlar değişim aracı olarak kullanılırken, bakırın kullanımının yaygınlaşmasıyla, belli ağırlıkta bakır külçeleri yapılan ödemelerde büyükbaş hayvanların yerini almıştır. Mezopotamya'da uzun mesafe ticaretinin başlamasıyla tüccarlar, belli ağırlıklardaki gümüşü para olarak kullanmışlardır. Ancak bu ilk dönemlerde para olarak kullanılan kıymetli madenlerin, ağırlığını ve saflık derecesini belirleyen merkezi bir otoritenin olmaması, sahteciliklere zemin hazırlamıştır. Bu nedenle, hükümdarlar değişim aracı olarak kullanılan bu kıymetli maden parçalarının üretimini tekelleştirmişler ve bugünkü anlamda kamu malı olarak kullanılan para ortaya çıkmıştır (Eagleton ve Williams 2011:4).

Tarihte, bir devlet tarafından standartları belirlenen ilk altın ve gümüş paralar, Lidya Kralı Kroisos döneminde ortaya çıkmıştır (MÖ 560-547) (Eagleton ve Williams

2011:17). Eski Yunan, Helenistik Çağ ve Roma döneminde basılan altın ve gümüş sikkeler; Orta Asya, Arabistan, Kuzey Avrupa ve Kuzey Hindistan'a kadar yayılmıştır (Weber 2012).

Ortaçağ İslam ve Hristiyan dünyası altın ve gümüş paralar darp etmeye devam etmişlerdir. Emeviler döneminde darp edilmeye başlanan altın dinarlar, 11. yy'a kadar Akdeniz havzasında ve Kuzey Avrupa'da sirkülasyonda kalmıştır. İslam dünyasında kullanılan para birimleri olan altın *dinar*, gümüş *dirhem* ve bakır *fulus* sözcüklerinin kökenleri sırasıyla; Roma (*denarius*), Helenistik Çağ (*drachma*) ve Bizans'tan (*folles*) gelmekteydi (Kaplan 2003:24).

Avrupa'da Batı Roma İmparatorluğu'nun çöküşünden Kutsal Roma Cermen İmparatoru 2. Frederich'e kadar, yani 450 yılından 1250 yılına kadar yaklaşık 800 yıl boyunca altın para darp edilmemiştir (Mundell 1997a). 1280'li yıllara kadar Avrupa'da yegane kullanılan altın para, Bizans İmparatorları tarafından darp ettirilen ve Avrupalıların *bezant* ismini verdikleri altın paralardı. 12. ve 13. yüzyıllarda, 4.5 gramlık altın dinardan ve bezanttan daha hafif olan 3.5 gramlık Venedik'in *ducato* ve Floransa'nın *florin*'i hem Akdeniz dünyasının hem de Avrupa'nın uluslararası parası hüviyetlerini kazanmışlardır (Eagleton ve Williams 2011:107).

Avrupalıların keşifleri ve sömürgecilik faaliyetleri, altın ve gümüşün para olarak kullanımını, Amerika kıtasına ve Uzakdoğu'ya taşımıştır. 19. yüzyıla gelindiğinde ise tüm dünyada hem altın hem de gümüş sikkeler yaygın olarak geçer akçe olarak kullanılmaktaydı.

İslam geleneğini izleyen Osmanlılar için ise sikke, hutbe ile birlikte egemenliğin en önemli iki simgesinden biriydi. Altın ve gümüş sikkeler, hükümdarın gücünü yansıtıyordu (Pamuk 2003:16).

Osmanlı İmparatorluğu'nda parasal sistemi dönemsel olarak aşağıdaki gibi ayırabiliriz (Pamuk 2003:20):

1. 1300-1447: Anadolu ve Balkanlarda, gümüş akçeye dayalı göreceli stabil bir para sistemi.

2. 1477-1585: Altın, gümüş ve bakır sikkelerin kullanıldığı, ekonomik, mali ve politik açıdan güçlü, altın sikke basımının yeknesaklaştırıldığı, imparatorluğun farklı bölgelerinde farklı gümüş sikke kullanılan bölgelerin oluştuğu, yoğun bir kredi ağının ortaya çıktığı dönem.
3. 1585-1690: Kıtalararası ticaretin olumsuz etkilerinin yansıdığı, mali, ekonomik ve politik zorlukların başgösterdiği, akçe kullanımının ortadan kalktığı, Avrupa menşeli gümüş sikkelerin ve bunların daha düşük ayarlı versiyonlarının kullanıldığı dönem.
4. 1690-1844: Göreceli olarak 1780'lere kadar stabil kalan yeni gümüş sikke kuruşun kullanımı ile imparatorluğun merkez ve çevre bölgelerinin parasal açıdan bağlanması, 1780'ler sonrası ağır mali krizler ve kuruşun ayarının düşürülmesi ile İstanbul'un para ticareti yapan sarraflarının finansal burjuvaziye dönüşerek devlete büyük miktarlarda borç vermeye başladığı dönem.
5. 1844-1918: Sanayi devrimi sonrası dünya piyasalarına entegrasyonun gerçekleştiği, altın lira ve gümüş kuruşa dayalı bimetal para sisteminin kurulduğu, mali gelir elde etme amaçlı olarak sikkelerin ayarının düşürülmesinin yasaklandığı, yurtdışı borçlanmanın arttığı, ticari bankacılığın geliştiği, "topal mikyasa" olarak adlandırılan kısmi bir altın standartının uygulandığı dönem.

3.2. ULUSLARARASI ALTIN STANDARTI

Altın; yukarıda da belirtildiği gibi, eski çağlardan beri bir değer biriktirme ve ödeme aracı olması rağmen, uluslararası altın standartı sistemi uygulanmaya 1870'lerde başlamıştır. Uluslararası altın standartı sistemi I. Dünya Savaşı'na kadar devam etmiş, 1920'li yıllarda sistemi yeniden canlandırma çabası olmuş ancak kısa sürmüştür. Gerçek anlamda, altın ve gümüşün birlikte resmi ödeme aracı olduğu bimetalizmin yerine, sadece altına dayalı resmi altın standartı sisteminin ilk uygulandığı ülke İngiltere olmuştur. Altının tek resmi ödeme aracı olduğu parasal sistem *de facto* 1717 yılından itibaren yasal olarak ise 1816 yılında İngiltere'de uygulanmıştır (Cooper 1982). Ancak Çin, Meksika ve Osmanlı İmparatorluğu gibi gelişmiş ülkeler dışındaki bazı ülkelerde gümüş sikkeler resmi ödeme aracı olarak kullanılmaya devam edilmiştir (Cooper 1982).

Klasik altın standardında, tek resmi para birimi belli ayar ve ağırlıkta basılmış altın sikkeler ve altın külçelerdi. Devletler altını belli bir sabit fiyattan almakta ve satmaktaydılar. Tüm kamu ve özel finansal ödemeler nihai olarak altın ile yapılmaktaydı. Banknot veya bozuk paralar (ağırlıklı olarak gümüş ve bakır) altın paraya çevrilebilmekte, altının ithalat ve ihracatında ise herhangi bir kısıtlama bulunmamaktaydı. Altın standardının uygulandığı dönemde parasal ödemeleri sadece altınla yapılmamakta, merkez bankaların veya özel bankaların bastığı, üzerindeki yazılı para miktarını altın sikke olarak ödemeyi garanti eden, yani altına tahvil edilebilir, banknotlarla da yapılabilmekteydi. Bu dönem aynı zamanda kağıt banknotların yaygın olarak kullanılmaya başlandığı dönemdir. Ancak altın standartının bu temel özellikleri, zamana ve mekana göre, özellikle 1914 sonrası, değişmekteydi. 1914 sonrası bazı merkez bankaları, altın yerine başka ülke paraları cinsinden ihraç edilmiş faizli finansal varlıkları rezerv olarak tutmuşlardır. Bir sonraki aşamada, banknotların altın sikkelere konvertibilitesi kaldırılmış yerine altın külçelere konvertibilite getirilmiştir. Konvertibilite imkanı bir süre sonra sadece resmi kurumlara tanınmış, sade vatandaşların banknotları altına çevirmeleri yasaklanmıştır. Sürecin en son halkası ise merkez bankalarının zorunlu altın karşılığı bulundurma yükümlülüklerinin sona erdirilmesi olmuştur. 1944 sonrası Bretton Woods sisteminde sadece Amerikan Merkez Bankası zorunlu altın karşılığı tutmuş ve altın fiyatlarını sabitlemiş iken, Amerikan dolarının altına konvertibilitesine olan güvenin erozyona uğramasıyla, sistem 1970'lerde çökmüştür. O yıllardan bu yana ise parasal sistemde altının önemli bir rolü bulunmamaktadır (Schwartz 1987a:388).

3.2.1. Altın Standartının Teorik Çerçevesi

İktisat biliminin ortaya çıkmasıyla paraya ilişkin teoriler de geliştirilmiştir. Altın standartına ilişkin teorik çerçeve ise 19. yüzyıl ve 20. yüzyılda oluşturulmuştur. Altın standardı uygulaması öncelikle klasik ve neoklasik iktisat teorisinin varsayımlarına dayanmaktadır. Klasik iktisat anlayışında ekonomi tam rekabet koşullarına göre işleyen bir piyasaya ve liberal bir devlet anlayışına sahip olmalıdır. Para ise sadece bir ödeme aracıdır. Klasik iktisat okuluna göre altının, uluslararası para birimi olarak kullanılmasıyla uzun dönemde ekonomilerin iç ve dış dengeye ulaşacakları

düşünülmektedir. Altının para olarak kullanılması uzun vadede fiyat istikrarını sağladığı düşünülmektedir (Bordo 1996).

Geçmişten günümüze kadar altının ideal para olarak görülmesinin ana nedeni, altının her zaman kendinden belli bir değere sahip olması (*intrinsic value*) ve tarih boyunca değişim aracı olarak kullanılmasıdır. Altın standardının en önemli özelliklerinden birisi otomatik istikrar sağlayıcı olmasıdır. Bir ülkede para arzı, cari ödemeler dengesi fazla verdiğinde artacak, açık verdiğinde azalacaktır. İlgili ülkenin ihracatçıları yabancı müşterilerden ihracat karşılığı altın elde ettiğinde, bunu kendi merkez bankalarına satacaklar, karşılığında da kağıt para alacaklardır. Böylece merkez bankası piyasaya yeni para sürmüş olacaktır. Merkez bankasının piyasaya sürmüş olduğu bu para ile kendisine getirilen altın miktarı artacaktır. Tam tersi durumda, ithalatçılar, ithalat karşılığı yurtdışına altın cinsi ödeme yaptıklarında, merkez bankasından altın satın almak amacıyla kağıt para verecekler ve ülke içinde para arzı azalacaktır. Böylelikle, uluslararası ticarete yönelik ödemeler, otomatik olarak para arzını dolayısıyla fiyatları, enflasyonu ve dış ticaret dengesini sağlayacaktır. Teorinin bu şekilde olmasına rağmen uygulamada otomatik stabilizasyon çoğu zaman tam olarak gerçekleşmemiştir (Bordo 1996).

Cantillon, Hume, Ricardo, Thornton, Mill, Cairnes, Goschen ve Bagehot klasik iktisat okulu oluşturan sekiz önemli iktisatçıdır. Cantillon tek fiyat kanunu ve uluslararası denge mekanizmasını, Hume fiyat-para akış mekanizmasını, Ricardo kıymetli metallerin doğal dağılımı teorisini geliştirmiş, parasal standart ve parasal reformlara katkı sağlamıştır. Mill, klasik iktisat anlayışının tüm yönlerine ilişkin belirleyici çalışmalar yapmış, Goschen kısa vadeli sermaye hareketlerini incelemiş, Bagehot ise altın standartında Merkez bankasının rolünü belirlemiştir (Bordo 1984:28).

Neoklasik okulda emtia para standartını en açık şekilde tanımlamış olan Irving Fisher'dır. Fisher, öncelikle altın standartında sınırsız altın para basımı durumunda altın külçe fiyatlarının altın sikke fiyatlarını nasıl etkilediğini ve nasıl kamu kesimine senyoraj imkanı verdiğini modellemiştir. İkinci olarak, Fisher dünya altın stoğu ile dünya parasal altın stoğunun altın üretim ve tüketiminden nasıl etkilediğini incelemiştir. Fisher diğer neoklasik iktisatçılar gibi parasal standartın tek bir kıymetli metale dayalı olmasının, arz ve talepten kaynaklanan istikrarsızlık nedeniyle doğru olmadığını

savunmuştur. Fisher, dayanak varlığı külçe altın olan altın sertifikaları çıkararak külçe altının fiyatını belli bir endekse bağlanmasının altın fiyatının daha stabil hale getirerek doların daha istikrarlı bir para olmasını sağlayacağını savunmuştur (Bordo 1984:53).

F.W. Taussig ve öğrencileri olan Viner, Graham, White, Williams ve Beach geleneksel ödemeler dengesi mekanizmasını; altına dayalı uzun vadeli sermaye hareketlerinin dışsal etkileri, genel fiyat düzeyindeki değişimleri, kısa vadeli sermaye hareketlerini ve faiz oranlarını kapsamlı bir şekilde formülize etmişlerdir. Arjantin, ABD, İngiltere, Fransa, Kanada gibi ülke örneklerini incelemişlerdir (Bordo 1984:28).

Avusturya Okulu'nun önemli iktisatçılarından Ludwig von Mises'in regresyon teorisi parasal iktisadın en önemli teorilerinden biridir. Bu teoriye göre; bir metanın para olarak kullanılabilmesi için, ticari olarak alınıp satılması ve para olarak kullanılmasından çok daha önce ticari bir meta olarak alınıp satılması gerekmektedir. Mises'e göre, altın ve gümüş gibi stabil ve yüksek bir talebi olan kıymetli madenler bu özelliğe diğer tüm ticari emtiadan daha fazla haizdir. Mises yukarıda bahsedilen kendi oluşturduğu teoriye dayanarak altın standartının bir piyasa ekonomisi için en çok arzu edilen parasal sistem olduğunu tüm kalbiyle benimsemiştir. Mises, altın standardının paranın satın alma gücünün devletin müdahalesi olmadan serbestçe belirlenebileceği yegane parasal sistem olduğunu düşünmekteydi (Ebeling, R. M. 1985:43). Ludwig von Mises özellikle Kore Savaşı sonrası, ABD'de artan enflasyonla mücadele etmek için tekrar altın standartına geçilmesini savunmuştur. Mises öncelikle altın para darpedilmesini, akabinde Merkez Bankası yerine halkın altın paraları isterse kağıt paralara dönüştürebileceği bir Değişirme Kurumu (*Conversion Agency*) kurulmasını önermiştir (Paul 1985:131).

Para arzının devletin kontrolünden çıkarılmasını savunan bilinen en iyi öneri Nobel Ekonomi Ödülü sahibi Fredrich Hayek ve takipçilerinden gelmiştir. Hayek'in "paranın özelleştirilmesi (*denationalization of money*)" teklifi, para arzını devletin tekelinden çıkararak, resmi ödeme aracı olarak kanunla belirlenen bir "geçer akçe" yerine, bireylerin veya kurumların altın karşılığı kendi isim ve amblemleri koyabilecekleri farklı para birimlerinin var olduğu serbest bir parasal sistemi savunmuştur (Hayek 1990:19).

Daha sonraki yıllarda Hayek, Avrupa ve Kuzey Amerika'da, farklı para birimlerinin rahatlıkla geçer akçe olabileceği bir parasal alan hayal etmiş ve ortak bir Avrupa parası oluşturulmasına karşı çıkmıştır (Hayek 1990:20).

3.2.2. Klasik Altın Standartı: 1870-1913

1914 öncesi uygulanan klasik altın standardı, devletlerin sabit bir fiyattan altın alım-satım yükümlülüğünün olduğu, altına konvertibl olan ulusal paranın basılabilmesi için belli miktarda altının karşılık olarak tutulma yükümlülüğünün bulunduğu bir parasal sistemdi (Schwartz 1987a:387).

Altın standardı, aşağıda belirtilen hususların var olup varolmamasına bağlı olarak, tarihsel süreçte, ülkeden ülkeye farklılıklar göstermiştir (Schwartz 1987a:386):

1. Ulusal bir para birimi,
2. Devlet veya ticari bankalar tarafından basılan altın olmayan bir ulusal para,
3. Altın rezervi olan veya ağırlıklı olarak döviz rezervi olan bir merkez bankası,
4. Ulusal paranın altın paraya veya külçe altına konvertibilitesi.

Yukarıda belirtilen unsurların tam olarak olup olmamasına bağlı olarak, altın standardı uygulaması ülkeden ülkeye farklılıklar gösterebilmekteydi. Klasik altın standardında, her devlet kendi parasının resmi değerini (altın sikkenin ağırlığını) belirlemek zorundaydı. Her ülkenin hazinesinin veya varsa merkez bankasının, kendilerine teslim edilen belli standarttaki altın külçeleri satın almaya ve bunları resmi ödeme aracı olan altın paraya çevirme yükümlülüğü vardı. Böylece altın; teoride, hiçbir kısıtlamaya tabi olmadan hem iç piyasada hem de dış piyasalarda serbestçe tedavül edebilmekteydi. Eğer piyasada altın talebi artacak olursa, kamu kesimi piyasaya külçe altın sürerek fiyatın yükselmesini önlemekteydi. Bu sistemde teoride ülkedeki altın rezervi daima iç para arzı miktarına eşitti. Sisteme dahil olan her ülke parasını sabit bir fiyattan altına endekslediği için, ülkeler arasındaki döviz kurları da sabitlenmiş oluyordu. Sisteme dahil her ülke vatandaşı diğer bir ülkenin vatandaşına olan borcunu ödeyebileceğinden emin olmaktaydı. Çünkü istediği ülkenin parasını bulamasa da kendi ülkesinin parasını altına çevirerek borcunu ödeyebilmekteydi. Döviz kurları birim başına paraların içerdikleri altın miktarlarına göre sabitti. Yalnızca altın göndermenin ulaşım masrafı

olan ve altın noktaları olarak bilinen çok dar sınırlar içerisinde değişiyordu. 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 (Schwartz 1987a: 368).

19. yüzyıl sonu ile 20. yüzyıl başlarında hemen hemen tüm dünyada resmi ödeme aracı olan altın, I. Dünya Savaşı'nın başlamasıyla birlikte bu özelliğini kaybetmiştir. Özellikle savaşa katılan ülkelerin savaşı finanse etmek ya da savaşta gördüğü zararı telafi etmek amacıyla altın karşılığı gözetmeksizin banknot basması sistemin sürdürülememesinin en önemli nedeni olmuştur (Schwartz 1987a: 389).

3.2.3. Osmanlı'da Altın Standartı: “Topal Mikyas”

Osmanlı İmparatorluğu'nda, 1844 yılında resmi olarak bimetal sisteme geçilerek, altın lira ve gümüş kuruş, belli bir resmi kurdan (altın-gümüş fiyatları 1:15.09 olarak sabitlenmişti) ödeme aracı olarak kabul edilmiş ve ayarlarının düşürülmesi kanunen yasaklanmıştı. Altın lira ve gümüş kuruşlar, 1922 yılına kadar bu standartlara uygun olarak darp edilmiştir. Bakır “para”lar ise gündelik bozuk paralar olarak kullanılmıştır (Pamuk 2003:208).

İmparatorlukta bimetal sistemi, 1871 yılına kadar resmi olarak uygulanmıştır. ABD'nin Kaliforniya eyaletinde yeni altın rezervlerinin bulunması, gümüşün değer kazanmasına neden olmuş, başta Fransa olmak üzere gelişmiş ülkeler parasal sistemde ağırlığı altına vermeye başlamıştır. Bunu takip eden süreçte, ABD'de keşfedilen yeni gümüş yatakları bu sefer gümüş fiyatlarında hızlı düşüşlere neden olmuş, altın-gümüş rasyosu 16'dan 35'e düşmüştür. Fransa ve Latin Para Birliği'nin diğer üye ülkeleri 1870'lerin sonlarında, gümüş sikkelerin resmi para birimi olduğu, ancak gümüş sikkelerin darp edilmediği ve ticaret hayatında kullanılmadığı “aksak altın standartı” sistemini (*limping gold standart*) uygulamaya başlamışlardır (Pamuk 2003: 216).

Bu gelişmeler karşısında, mali açıdan zor durumda olan ve 1876'da moratoryum ilan eden Osmanlı İmparatorluğu, 1881 yılında bimetal sistemden altın standartına geçmiştir.

Sadece altın lira resmi ödeme aracı olarak kabul edilerek, gümüş rezervlerinin yetersizliği nedeniyle gümüş kuruş basımı durdurulmuştur. Ancak uygulamada devlet, gümüş kuruş üzerinden de ödemeleri kabul etmeye devam etmiş ve gümüş kuruş günlük finansal işlemlerde yaygın olarak kullanılmıştır. Altın para cinsinden ödemeler ise ağırlıklı olarak uluslararası ödemelerde kullanılmıştır. Altın lira gümüş kuruş karşılığı dalgalanmaya bırakılmış, zaman ve bölgeye bağlı olarak ise altın liranın gümüş kuruş karşılığı farklılık arz etmiştir. Bu uygulama imparatorluk sathında, aynı 1870'lerin Fransa'sındaki yaygın tabiriyle, “topal mikyasa” (*limping gold standart*) olarak adlandırılmıştır (Pamuk 2003:218).

1916 yılında çıkarılan Tevhidi Meskukat Kanunu ile 1 lira 100 kuruşa eşitlenerek, total mikyasa gümüş bacağı sona erdirilmiş ve Osmanlı İmparatorluğu tam altın standartına geçmiştir. Bu uygulama, parasal sistemde birliği ve stabilizeyi sağlamış olmasına rağmen, 1. Dünya Savaşı'nın yıkıcı etkisine dayanamamıştır (Pamuk 2003:223).

3.3. İKİ SAVAŞ ARASI DÖNEM: 1918-1938

Bir önceki bölümde belirtildiği gibi, 1. Dünya Savaşı'nın maliyetini karşılamak için savaşa katılan hemen hemen tüm ülkeler yüksek miktarlarda altın karşılığı olmayan banknot piyasaya sürmüş, rezerv olarak tutulan altın karşılığında çok daha fazla genişleyen para arzı yüksek enflasyona neden olmuştur. Savaş döneminde, İngiliz sterlini alım gücünün %98'ini ve Amerikan doları ise %94'ünü kaybetmiştir. İki savaş arasındaki dönemde uluslararası ekonomik ve finansal ilişkilerde tam bir kaos yaşanmıştır. Altın standardı yıkılmış, yerine yeni bir sistem konulamamış, uluslararası ödemeleri gerçekleştirmek büyük bir sorun olmuştur. Birçok ülke birbirleriyle karşılıklı ticaret ve ödeme anlaşmaları yaparak, aralarındaki ticareti takas esasına döndürmüşlerdir. İngiltere'nin önderliğindeki bir grup ülke, paralarını sabit kurlardan İngiliz sterlinine bağlayarak “sterlin bölgesini” oluşturmuşlardır. Bu ülkeler Londra'da tuttıkları sterlin rezervleri ile kendi aralarındaki ödemeleri göreceli bir kolaylıkla gerçekleştirmiş, bölge dışına ödemelerini ise kısıtlamışlardır. Bu ülkeler çoğunluğu İngiliz sömürgelerinden oluşan İngiliz Milletler Topluluğu (*British Commonwealth*) ülkeleriydi. Fransa'nın öncülüğünü yaptığı ufak bir grup ülke (İsviçre, Belçika ve Hollanda) ise paralarının altına bağlamayı sürdürmüşlerdir. Bu ülkeler de “altın

blokunu” oluşturmuşlardır. Bir grup ülke de paralarını Amerikan dolarına bağlamış, böylece “dolar bölgesi” ortaya çıkmıştır. 2. Dünya Savaşı'ndan sonra ise sıkı bir uluslararası işbirliği dönemine girilmiştir. İki savaş arasındaki dönemin güçlükleri karşısında ülkeler, uluslararası ticareti serbestleştirecek ve finansal akımları düzenleyecek bir sisteme şiddetle ihtiyaç duymuşlardır. O nedenle 2. Dünya Savaşı'nı kazanan ülkeler yeni bir uluslararası para sistemi oluşturmak üzere, Amerika'da Bretton Woods kasabasında konferans düzenlemişler ve yeni bir uluslararası sistemin temellerini atmışlardır (Seyidoğlu 2003:11).

Bretton Woods öncesinde, iki savaş arası dönemde yaşanan 1929 Ekonomik Buhranı altın standartına büyük zarar vermiştir.

3.4. 1929 EKONOMİK BUHRANI

Tüm dünyada 1.Dünya Savaşı'na (1914) kadar, altın standardı geçerliydi. Fakat savaş öncesinden başlayarak gelişmiş ülkelerdeki sıradan insanlar bankalardan altınlarını çekmeye başlamışlardır. Bunun en büyük nedeni resmi para ile altın arasındaki ilişkinin zayıflmış olmasıydı. Bankaların mudilerine verdiği kağıt paralar istenildiği zaman altın çekilemez hale gelmiştir. Yeterli altın mevcudu olmayan bankalar sanki altın varmış gibi halka kredi olarak vermişlerdir. Bunu altını vererek değil de, altın tutarının belli bir miktarını ifade eden kağıt paralar ile yapmışlardır.

Kağıt paraların altın karşılığı, bankada yoktu ve altın hazır bulunmadığı gibi bir çok kişiye kredi olarak verildi. Yani aynı altının birçok sahibi vardı. Dolayısıyla para miktarı anormal şekilde karşılıksız şişirilmiştir. Bununla birlikte malların ve hizmetlerin fiyatlarının çok yükseldiği, insanların şirketlerde hisse sahibi olmaya çok rağbet gösterdikleri, şirket hisselerinin de aşırı şekilde değerlendirildiği görülmüştür. Böylelikle hisse senetleri asıl değerlerinden kat kat yüksek duruma getirildi. Bu abartma borsaya yansdı. Şirketlerin hisseleri, şirketin toplam sermayesinin fiyatını geçen değere sahipti. Alacaklılar paralarını isteyince bunu ödemek mümkün değildi. Bankalar ve şirketler çöktü, müthiş bir mali kriz yaşandı (Seyidoğlu 2003:11).

Gelişen süreçte finansal sistemdeki çöküşü engelleyebilmek için Amerikan dolarının tekrar altına dayalı hale getirilmeye çalışılmıştır. 1930'ların enflasyon oranları 1914 yılı

seviyelerinden çok daha yüksekti. Aşırı fiyat artışları nedeniyle 1914 yılındaki altın/dolar paritesine dönülemedi. ABD başkanı Roosevelt 1933'de doların değerini altının karşısında düşürdü (35\$/ons). Roosevelt'in yapmış olduğu aktif müdahalelere rağmen kitlesel işsizlik ve ekonomik durgunluk yalnızca bir ölçüde hafifledi. İkinci Dünya Savaşı'nın arifesine gelindiğinde uluslararası mali alan tam bir karışıklık içinde bulunuyordu. Evrensel altın standardı yıkılmış, onun yerine birbirinden kopuk üç para bloku oluşmuştur. Almanya ve çoğunluğu az gelişmiş ülkelere oluşan bir grup ülke kambiyo kontrolü uygulamasına geçtiler. Kambiyo kontrolü uygulayan ülkelerin ulusal paraları konvertibl olmaktan çıkmıştır. Bu dönemde yüksek gümrük tarifeleri ve sıkı ticaret kotaları tüm dünyada yaygın bir uygulama haline gelmiştir. Sabit kur uygulamasında, bir ülkenin parası aşırı değerlenince devalüasyon yapılıyordu. Ancak bu ülkenin ticaret ortakları bundan zarar görmemek için karşı devalüasyonlara başvuruyorlardı. Fransa'nın önderliğinde bir grup ülke ise (İsviçre, Belçika ve Hollanda) altın standardını sürdürmeye çalışmıştır. Bunlar da altın bloğunu oluşturmuşlardır. Altın bloğuna bağlı ülkeler de sabit kur uygulamasından doğan dış açıkları önlemek için gümrük tarifelerini yükseltip, ticaret kotaları getirmişlerdir. Sterlinin altına bağlılığının kaldırılmasından sonra çoğunluğu eski İngiliz sömürgelerinden oluşan bir grup ülke, ulusal paralarını sterline bağlamalarıyla sterlin bloğu oluşmuştur. Yalnız sterlin sahasında ticaret nispeten serbestçe yürütülüyor ve para birimleri kendi aralarında sınırlı bir konvertibiliteye sahip bulunuyorlardı (Seyidoğlu 2003: 10).

Yaşanan tüm bu sorunlar, bugünkü parasal sistemin temellerini oluşturan gelişmeleri doğurmuştur. Dünya para sistemi, II.Dünya Savaşı'nın hemen ardından savaş galibi ülkeler lehine oluşturulmuştur. Savaş galibi ülkelerin desteği ile Bretton Woods Sistemi (1944-1973) altın-döviz standardına dayandırılmıştır.

3.5. BRETTON WOODS SİSTEMİ: 1944-1973

Bretton Woods Konferansları'nda ABD'nin görüşleri doğrultusunda yeni bir uluslararası para sisteminin kurulmasına karar verilmiştir. Bretton Woods Sistemi Amerikan dolarına ve onun aracılığıyla, altına bağlı bir para sistemiydi. Bretton Woods'da birbirinin ikiz kardeşi kabul edilen iki yeni örgütün kurulmasına karar verilmiştir.

Bunlar Uluslararası Para Fonu (IMF) ile Dünya Bankası (World Bank) idi. Uluslararası Para Fonu IMF uluslararası finansal ilişkileri düzenlemek, Dünya Bankası da önceleri savaşta yıkılan Avrupa ekonomilerinin onarımı, daha sonra da az gelişmiş ülkelerin kalkınması amacıyla, mali yardım sağlamak üzere görevlendirilmişti. IMF, fiilen 1946 yılında faaliyete geçmiştir . Yeni sistemin uygulanmasından sorumlu olması dolayısıyla, Bretton Woods Sistemi'ne “IMF Sistemi” veya öngörmüş olduğu kur düzenlemelerinden ötürü “ayarlanabilir sabit kur sistemi (*adjustable peg*)” denmiştir. 1946 yılında uygulanmaya başlanan bu sistem 1973 yılında yıkılmıştır. Bu yapıda anlaşmayı onaylayarak IMF'ye üye olan her ülke, ulusal parasını sabit bir kurdan Amerikan dolarına bağlamıştır. Ulusal paranın bu sabit dolar kuruna dolar paritesi deniyordu. ABD ise doları başka bir ülkenin ulusal parasına değil, 1 ons saf altın = 35 dolar biçiminde sabit bir fiyattan altına bağlanmıştı. Diğer yandan ABD yabancı merkez bankalarına da altın konvertibilitesi hakkı tanımıştı. Amerikan Merkez Bankası, yabancı merkez bankalarına arz edecekleri dolarlar karşılığında 35 dolar üzerinden altın satma taahhüdü altına girmiştir. Bu şekilde her ülke parası dolara bağlandığı ve dolara da altın konvertibilitesi tanındığı için, ulusal paralar dolaylı yoldan altına bağlanmış oluyordu. Sisteme göre, her ülke, ulusal parasının döviz piyasasında dolar paritesi etrafında en fazla yüzde l'lik alt ve üst sınırlar içerisinde dalgalanmasına izin verirdi. Daha yüksek değişimleri ise merkez bankasının piyasaya dolarla müdahale ederek önlemesi gerekmektedir. Bununla birlikte, ancak ödemeler bilançosunda aşırı bir dengesizlik bulunması durumunda IMF'nin onayı ile üye ülkelere paralarını dolara göre devalüe etme yetkisi verilmişti. Bretton Woods Sistemi, Amerikan Merkez Bankası'nı bir tür dünyanın merkez bankası durumuna getirmişti. Bu durum ABD ekonomisinin o günün koşulları içinde dünya ekonomisindeki rakipsiz üstünlüğünden kaynaklanıyordu. Amerikan ekonomisi İkinci Dünya Savaşı'ndan daha da güçlenerek çıkmıştı. Zaten Avrupa ülkelerinin ve Japonya'nın ekonomileri 2. Dünya Savaşı'nda neredeyse çökmüştü. Bretton Woods Sistemi'nde bütün uluslararası ödemeler dolarla yapılıyordu. Diğer yandan ulusal merkez bankaları da kurları sabit tutmak için, piyasaya dolar alım-satımlarıyla müdahale ediyorlardı (Seyidoğlu 2003:13).

3.6. BRETTON WOODS SİSTEMİ'NİN ÇÖKÜŞÜ VE SONRASI

Sistem, önceleri göreceli olarak iyi işlemiştir. Ancak 1960'ların sonu ve 1970'lerin başında uluslararası piyasalarda altın spekülasyonu ABD dolarının değerini artırmıştır. Dolar gerek altına göre, gerekse Alman markı ve Japon yeni gibi güçlü paralar karşısında aşırı değerlenmiş bir duruma gelmiştir. İlginç olan nokta, ABD'nin ulusal parasını başka bir ülkenin ulusal parasına bağlamadığı için, doları tek başına devalüe etme olanağına sahip bulunmamasıydı. Diğer ülkeler ancak paralarının dolar paritesini düşürdüklerinde (revalüasyon) dolar dolaylı yoldan devalüe edilmiş oluyordu. Bu yüzden ABD hükümeti büyük dış ödemeler fazlasına sahip Almanya ve Japonya gibi ülkelere paralarını dolara göre revalüe etmeleri konusunda baskı yapmıştır. Başkan Nixon 1971 Ağustos'unda bu ülkeleri kur ayarlamalarına zorlamak üzere bir dizi önlem aldı. Bu arada yabancı merkez bankalarına karşı doların altın konvertibilitesini de durdurdu. Bu gelişmeler karşısında İngiliz sterlini ve Fransız frankı devalüe edildi. Almanya markı kısa bir süre için dalgalanmaya bıraktı. Markın piyasada bir miktar değer kazanmasına izin verdikten sonra yeniden sabit kur uygulamasına döndü. Uluslararası piyasalarda spekülasyonun durmaması üzerine 1973 yılında Avrupa döviz piyasaları iki hafta süreyle kapatıldı. Piyasalar açıldığında Avrupa Topluluğu ülkeleri yeni aldıkları kararları bütün dünyaya duyurdular; bundan böyle bu ülkeler paralarını sabit kurlardan birbirlerinin paralarına bağlıyor ve dolar karşısında ayrı ayrı dalgalanmaya bırakıyorlardı. Öteki büyük ülkelerin paraları da zaten o zamana kadar dolara karşı dalgalanmaya bırakılmıştı. Böylece 1946'da uygulamasına başlanan sabit kurlu Bretton Woods Sistemi bu tarihte yıkılmıştır (Seyidoğlu 2003:13).

Bretton Woods Sistemi'nin sona ermesiyle, halen içinde bulunduğumuz döneme girilmiştir. Bugünkü sistem, fiili olarak ortaya çıkmış bir sistemdir. Günümüzdeki yapının temel özelliği dalgalı kur rejimi olmakla birlikte, IMF'nin 1976'da belirlediği ilkelere uymak koşuluyla dileyen ülke dilediği sistemi benimsemekte serbesttir. Bu durumda serbest dalgalanmaya geçmek, başlıca sanayileşmiş ülkeler için hemen hemen tek seçenek olmuştur. Çünkü uygulayabilecekleri, önceden hazırlanmış, anlaşmalara dayalı bir para sistemi yoktu. Ancak yine de dalgalı kur uygulamalarının kısa süreli olacağı düşünülüyordu. İleride, geçmiştekine benzer biçimde geniş kapsamlı yeni bir uluslararası düzenleme yapılması bekleniyordu. Ancak geçen zaman, ülkelerin bu

uygulamalardan fazla şikayetçi olmadıklarını göstermiştir. Belki bu nedenle de, yeni bir sistem oluşturulması konusu büyük ölçüde güncelliğini yitirmiştir. Bugün dünyada bütün ülkeler tarafından paylaşılan, anlaşmalarla kurulmuş, aynı kur sistemine bağlı uluslararası bir para sistemi yoktur. Bunun yerine, sabit kur sisteminden dalgalı kur sistemine kadar değişen ve ülkelerin kendileri tarafından seçilen, farklı kur rejimleri vardır. IMF uluslararası finansal ilişkileri düzenleme görevini halen sürdürmektedir. Ancak Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasından sonra üye ülkelerin farklı uygulamalarına yasallık kazandırmak için, IMF'nin kuruluş yasasında değişiklik yapılmıştır. Yapılan değişiklikle, belirli ilkelere uymak kaydıyla, dileyen üyenin dilediği kur sistemini benimseyebileceği kabul edilmiştir. Bugün çeşitli dünya ülkelerinin kur rejimleri, sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine kadar uzanan geniş bir yelpaze oluşturur. IMF'nin yaptığı sınıflandırma, ülkelerin döviz kuru rejimleri ile uyguladıkları para politikalarının birlikte gruplandırılması esasına dayanır (Seyidoğlu 2003:14).

3.7. BRETTON WOODS SONRASI DÖNEM: GÜNÜMÜZ

Dünyada döviz kuru rejimleri, para politikası çerçevesiyle birlikte belirlenmektedir. Ülkeler dalgalı kur rejiminin ve uluslararası para piyasalarının çalkantılı ortamında birbirlerinden oldukça farklı politikalar uygulayabilmektedirler. Aşağıda IMF tarafından hazırlanan ve dünyada uygulanan kur rejimlerini sekiz ana başlıkta toplayan bir özet yer almaktadır (IMF 2002):

- (1) **Ayrı Bir Resmi Para Biriminin Olmaması (*No Separate Legal Tender*):** Yabancı bir ülkenin para birimi tedavülde bulunmakta, o ülkenin resmi para birimi bulunmamaktadır (resmi dolarizasyon). Veyahut ülke bir parasal birliğe üye olup, aynı para birimi üye ülkelere de kullanılmaktadır (örneğin Euro Bölgesi). Bu rejimin uygulanmasıyla, uygulandığı ülkenin para otoriteleri, para politikası üzerindeki kontrollerini kaybederler.
- (2) **Para Kurulu (*Currency Board*):** Bu kur rejiminde yasal olarak yerel para birimi için sabit bir kur oranı taahhüt edilir. Para basmaya yetkili olan kurum veya kurumlar için yasal olarak düzenlenmiş sınırlamalar mevcuttur. Burada yerel para birimi sadece sahip olunan döviz miktarı kadar basılır. Basılan para karşılığı varlık

olarak yabancı para birimi tutulur. Bu rejim, merkez bankalarının geleneksel işlevleri olan parasal kontrol ve son borç verme mercii uygulamalarını ortadan kaldırır. Bir miktar esneklik de uygulanabilir. Bu esneklik para kurulu düzenlemelerinin bankacılıkla ilgili düzenlemelere ne derecede kısıtlama getirdiğine bağlıdır.

- (3) **Diğer Sabit Kur Rejimleri:** Para otoritesi resmi veya de facto olarak ülkenin resmi para birimini yabancı bir para birimine veya bir döviz sepetine sabitler. Döviz sepeti, o ülkenin dış ticaretinde önemli payı olan ülkelerin veya finansal alanda iyi ilişkileri olduğu ülkelerin para birimlerinden oluşur. Sepetteki dövizlerin ağırlığı ticaret, hizmetler ve sermaye akımlarının coğrafi dağılımını yansıtır. Döviz sepetinin dağılımı SDR uygulamasında olduğu gibi standart hale getirilir. Kur \pm % 1 oranındaki dar bir aralıkta dalgalanmaya bırakılmakta veya döviz kuruna %2 oranında bir aralıktan oluşan bir maksimum ve minimum oran belirlenmekte ve bu aralıkta üç aya kadar bir süre zarfında dalgalanmasına müsaade edilmektedir. Para otoritesi sabit kur oranını korumak için doğrudan veya dolaylı müdahale eder. Bu tür kur rejimlerinde uygulanan para politikası, yukarıdaki iki kur rejiminden daha esnektir; çünkü geleneksel merkez bankacılığı fonksiyonlarını uygulamak mümkündür. Para otoritesi sınırlı da olsa kur oranını ayarlayabilmektedir.
- (4) **Bant Aralığında Sabit Kur (*Pegged Exchange Rates within Horizontal Band*):** Döviz kurunun değeri, en az \pm %1 değerinde bir aralıkta sabit bir oran etrafında dalgalanmaya bırakılır, veya maksimum ve minimum bir aralıkta en fazla %2 oranında dalgalanmaya bırakılır. Bu kur rejiminde sınırlı bir para politikası uygulama imkanı vardır.
- (5) **Sürünen Sabit Kur (*Crawling Peg*):** Döviz kuru belli periyotlarda sabit bir oranda ve küçük miktarlarda veya ana ticaret ortağı olan ülkelerdeki geçmiş enflasyon oranları, hedeflenen enflasyon oranı ile ana ticaret ortağı olan ülkelerdeki beklenen enflasyon oranı gibi seçilmiş belli göstergelere tepki olarak ayarlanır. “Sürünme oranı” enflasyona göre ayarlanan döviz kuruna (geriye dönük), veya önceden ilan edilen sabit bir oran ve/veya beklenen enflasyon oranlarına göre (ileriye dönük) belirlenir. Bu kur rejiminde aynı sabit kur rejiminde olduğu gibi kısıtlı bir para politikası uygulanabilir.

- (6) **Sürünen Bant Aralığında Kur (*Exchange Rates within Crawling Band*)**: Döviz kuru en az \pm %1 oranında bir aralıkta veya maksimum ve minimumum %2 oranında bir bantta dalgalanmaya bırakılır veya aralıklar belli periyotlarda, belli oranlarda veya belli göstergelere tepki olarak belirlenebilir. Kurun esnekliği bant genişliğine bağlıdır. Bant ya sürünen sabit kur oranı etrafında simetrik olarak belirlenir veya asimetrik olarak alt ve üst bantlar genişletilir. Bu son durumda önceden ilan edilen bir kur oranı yoktur. Kurun belli bir bantta tutulacağı taahhüdü para politikasını bant genişliği ölçüsünde kısıtlar.
- (7) **Yönetilen Dalgalı Kur (*Managed Floating with No Predetermined Path for the Exchange Rate*)**: Para otoritesi döviz kurunu önceden ilan edilen bir patika veya hedefe göre belirlemeye çalışmamaktadır. Kuru yönetmek için bakılan göstergeler (örneğin ödemeler dengesi, uluslararası rezervler veya finansal piyasalardaki gelişmeler gibi) para otoritesinin yargısına dayalıdır. Kur ayarlamaları otomatik olarak yapılmaz. Kura müdahaleler doğrudan veya dolaylı olabilir.
- (8) **Dalgalı Kur (*Floating Rate*)**: Döviz kuru piyasa tarafından belirlenir. Önceden ilan edilen veya taahhüt edilen bir kur oranı yoktur. Para otoritesi döviz kuruna müdahale etme zorunluluğunda değildir.

3.9. İSVİÇRE'DE ALTIN STANDARTI: BİR İSTİSNA

Bretton Woods sistemi sonrası 27 yıl boyunca İsviçre, her ne kadar dalgalı kur rejimine geçmiş ve İsviçre frankı para piyasalarında işlem görmüş olsa da, İsviçre Anayasası'nda 1997 yılına kadar İsviçre Merkez Bankası'nın rezervlerinin minimum %40'ının altın olarak tutulma zorunluluğu yer almış, yasal olarak İsviçre frankı altına bağlı kalmıştır. İsviçre Merkez Bankası 2000 yılında anayasa değişikliği sonrası yasal düzenlemeler yapılmaya kadar altının resmi fiyatını 1 kg = 4,595.-CHF olarak sabitlemişti. 1973 yılından 2000 yılına kadar İsviçre Merkez Bankası SNB neredeyse hiç altın satışı yapmamıştır (Hildebrand 2005)

Ancak anayasa değişikliğini takiben 1999-2005 yılları arasında İsviçre Merkez Bankası elindeki altın rezervinin 1.300 tona tekabül eden yaklaşık yarısını tedricen uluslararası piyasalarda satmış, 2007-2008 yılları arasında ise 250 ton satış gerçekleştirmiştir. İsviçre frankı bu dönemde finansal piyasalarda "güvenli bir liman" olarak görülürken

2000’li yıllarda bu algısını kaybetmiştir. İsviçre frankının güvenli liman olarak görülmüş olmasının altın rezervlerine bağlı olmadığı belirtilmektedir. İsviçre’nin iki dünya savaşına da girmemiş olması ve istikrarlı bir ekonomiye sahip olmasının isviçre frankına bir istikrar kattığı ifade edilmektedir (Baltensperger ve Kugler 2016).

3.12. BRETTON WOODS SONRASI TEORİK ÇERÇEVE

Altın standartının Bretton Woods sonrası tekrar gündeme gelmesinin en önemli nedenleri 1970’li ve 1980’li yıllarda gelişmiş ülkelerde yaşanan; (1) yüksek ve dalgalı enflasyon ile görece yüksek faiz oranları, (2) verimlilikteki düşük artış ve (3) döviz piyasalarında yaşanan çalkantılardır (Schwartz 1987:364). Ancak 1990’lı yıllarda Merkez bankalarının enflasyon hedeflemesiyle enflasyonu düşük seviyelere indirmeleri altın standartının tekrar uygulanmasını gündemden düşürmüştür (Bordo vd. 2003). Ancak 2008 küresel krizi sonrası ABD’de tekrar altın standardı gündeme gelmiştir.

Bretton Woods sonrası dönemde 1980’li yılların başına kadar literatürde altının tekrar parasallaştırılmasına yönelik bazı çalışmalar yapılmıştır. Bunlar arasında; (i) Salant ve Henderson’ın “altın piyasasının kısmi denge modeli”, (ii) Arthur B. Laffer’in “parasal altın standartına tekrar dönülmesini savunan yaklaşımı” ve (iii) Robert J. Barro’nun “altın standartında fiyat ve para dinamiklerini modelleyen çalışması” ile (iv) Paul Krugman’ın kur rejimi krizlerini inceleyen ve “devletin para ve altın politikası çerçevesini modelleyen çalışması sayılabilir (Flood ve Garber 1984). Bunlara ek olarak; Murray N. Rothbard, Richard H. Timberlake, Ron Paul, Lawrence H. White ile Olivier Ledoit ve Sebastien Lotz’un çalışmalarını da sayabiliriz.

Altına tekrar parasal sistemde yer verilmesine ilişkin teklifleri temel olarak iki ana başlık altında toplamak mümkündür (Cooper 1982):

- 1) Ulusal paranın altına konvertibilitesi olmadan altın karşılığının olması,
- 2) Ulusal paranın altına konvertibl olması,

Ulusal paranın konvertibilite olmadan altın karşılığının olması, yani merkez bankaları nezdinde “zorunlu altın karşılığı” tutulması teklifinin ana amacı; para arzındaki büyümeye belli bir limit getirme ile ulusal para birimine psikolojik destek sağlamaktır.

Bu uygulamanın en yakın örneği; 2000 yılına kadar anayasasında merkez bankası rezervlerinin %40'nın altın olarak tutulmasının zorunlu olduğu İsviçre'dir (Cooper 1982).

Ulusal paranın altına konvertibl olması teklifinin farklı versiyonları bulunmaktadır;

- 1) Bazıları merkez bankalarının bastığı banknotların %100 altın karşılığı olmasını ve hatta özel bankaların banknot basma yetkisi olmasını gerektiğini savunurken,
- 2) Bazıları ise Bretton Woods Sistemi'nin tekrar hayata geçirilmesini ve ABD dolarının altına endekslenmesini ve ABD dolarının da yabancı merkez bankalarına karşı altına konvertibl olmasını istemektedirler (Cooper 1982).

“Altın fiyat kuralı” başta Arthur B. Laffer, Robert Mundell, ve Jude Wanniski gibi arz yönlü iktisatçılar tarafından 1980'lerin başında teklif edilmiş bir para politikası kuralıdır. Laffer üç aylık bir geçiş dönemi sonrasında, Amerikan Merkez Bankası'nın Londra altın piyasasındaki ortalama altın fiyatı üzerinden bir resmi altın fiyatı açıklamasını, bu tarihten itibaren ise Amerikan Merkez Bankası'nın rezervlerini doların açıklanan resmi altın fiyatı üzerinden altına çevirmesini önermiştir. Belli bir süre sonra Amerikan Merkez Bankası yükümlülüklerinin %40'ı oranında ortalama altın rezervi tutmaya başlayacaktır. Laffer tutulacak bu altın rezervi miktarına “Hedef Rezerv Miktarı” demiştir (Laffer 1980; Salerno 1982).

Laffer'in “Altın Fiyat Kuralı” tam olarak uygulanmaya başladığında; dolar tamamen altına konvertibl olacaktır. Merkez Bankası'nın altın rezervi ise Hedef Rezerv Miktarı'nın $\pm\% 25$ 'ini aşamayacaktır. Bu parasal miktar parasal tabanı oluşturacaktır. Eğer altın fiyatı, Merkez Bankası'nın altın rezervinin yükümlülüklerinin %40'ından şekilde düşerse, Merkez Bankası doların altın konvertibilitesini üçer aylık dönemler itibariyle geçici olarak durduracak ve altın fiyatları piyasada serbestçe belirleyecektir. Bu dönemlerde Merkez Bankası parasal tabanı etkileyecek herhangi bir işlem yapmaz. Altının piyasa fiyatı tekrar eski düzeyine geldiğinde doların altın konvertibilitesi tekrar tesis edilir (Laffer 1980; Salerno 1982).

Laffer, Amerikan Merkez Bankası bu sistemi uygulamaya başladıktan sonra yabancı ülkelerin de para birimlerini dolara endekslenmesini öngörmekteydi. Laffer'ın Altın

Para Kuralı bir yandan yeni bir Bretton Woods sistemini çağrıştırırken aynı zamanda parasal büyüklük hedeflemesi politikasını da ayrıca andırmaktadır. Laffer'in Hedef Altın Rezervi Miktarı, 2000 yılında değiştirilen İsviçre Anayasası'nda yer alan Merkez Bankası'nın altın rezervlerinin toplam rezervin %40'ından az olmamasına ilişkin kuralı da çağrıştırmaktadır.

Murray Rothbard, günümüzde altın para olarak kullanılmamasına rağmen, birçok devletin ve merkez bankasının yüksek miktarda altın rezervi bulduklarını ve ileride bu rezerv altınların tekrar dolar, sterlin gibi para birimleri için bir standart olabileceğini ifade etmiştir (Rothbard 1985:7).

Rothbard, Carl Menger ve Ludwig von Mises gibi Avusturya okulu iktisatçıların izinde giderek Amerikan dolarının belli ağırlıkta altına endekslenmesini ve doların altına konvertibilitesini savunurken, aynı zamanda merkez bankasının lağvedilmesini ve “serbest bankacılığa” geçilmesini de savunmuştur (Rothbard 1985:12).

Bretton Woods sonrası dönemde farklı bir altın standardı önerisi de Richard Timberlake'den gelmiştir. Cato Enstitüsü profesörlerinden Richard Timberlake, Amerikan Merkez Bankası'nın altın rezervlerinin tamamının özel sektöre satılmasını, Amerikan Merkez Bankası'nın ortağı olan bankalar tarafından yönetilmesini, bölgesel Federal Rezerv Bankalar'ın, buldukları bölgelerde sadece birer takas kurumu gibi çalışmalarını, halihazırda varolan dolar banknotların yanında özel bankaların altın rezervleri karşılığında banknot çıkarmalarını öngörmektedir (Timberlake 1981; Salerno 1982).

ABD'de, modern finansal sistemde paralel bir altın standardı kurulması, birçok defa başkan adayı olmuş ABD'li senatör Ron Paul tarafından ABD Kongresi'ne sunulan; ancak reddedilen 2011 tarihli “Resmi Para Biriminde Serbest Rekabet Hakkında Kanun Teklifi (*Free Competition in Currency Act of 2011*) ile detaylı bir şekilde açıklanmıştır. Bu kanun teklifinde (White 2011b);

- 1) Amerikan Merkez Bankası'nın bastığı banknotlar ile Amerikan Hazinesi'nin darp ettiği bozuk paraların, ülke genelinde tek resmi ödeme aracı olmaktan çıkarılması,
- 2) Altın ve gümüş sikkelerden her türlü vergi, resim ve harcın kaldırılması,

- 3) ABD yasal mevzuatından, özel sektör tarafından darp edilen belli standartlara haiz metal sikkelerin para olarak kullanılmasını yasaklayan ve hukuken cezalandıran hükümlerin kaldırılması yer almaktaydı.

Bu kanun teklifi, Amerikan siyasetinde belli bir süredir var olan, sadece merkez bankasının değil, özel bankaların da rezerv olarak tutacakları, altın karşılığı basacakları banknotların resmi ödeme aracı olarak kullanılmasını öngören “altın standardı ve serbest bankacılığın tekrar uygulanması” olarak adlandırılabilir, ABD’de libertaryen olarak adlandırılan politik akımın görüşlerini yansıtmaktadır.

Özel bankaların basacakları banknotların resmi ödeme aracı olarak kullanılmasına örnek olarak, günümüzde İskoçya’da ve Kuzey İrlanda’da İngiltere Merkez Bankası’nın banknotlarının resmi ödeme aracı olmamasını, bunun yerine özel bankaların bastığı banknotlarının geçer akçe (resmi ödeme aracı değil) olarak kabul edilmesini göstermektedirler (White 2012).

Lawrence H. White, ABD’nin tekrar altın standartına dönmesini savunmakta ve bu yeni altın standartının geçiş dönemine ilişkin bazı önerilerde bulunmaktadır. White, “*Making The Transition To A New Gold Standard*” adlı makalesinde; ABD’de uygulanmasını önerdiği “yeni altın standardı”na geçiş için iki ana yöntemi olduğunu; bunlardan birincisinin, “paralel bir altın standardı” oluşturmak, ikincisinin ise “klasik altın standardı”na geri dönmek olduğunu ifade etmiştir. White, Senatör Ron Paul’un kanun teklifine paralel olarak altın standartına geçiş için iki yöntem önermektedir (White 2012):

- 1) Fiat para ile birlikte paralel bir altın standardı oluşturulması ve
- 2) Fiat paranın doğrudan belli ağırlıkta bir altın tutarına endekslenmesi.

White ABD’de özellikle yüksek enflasyon yaşanması durumunda Amerikan dolarına alternatif bir ödeme aracının olmasının bilhassa tüketiciler açısından çok değerli olacağını belirtmiştir (White 2012).

Tam altın standardı ile birlikte uygulanacak serbest bankacılık sistemi ile bir merkez bankasına ve para politikasına ihtiyaç duyulmayacağını savunan White, Hayek’in “paranın özelleştirilmesi” fikrini de desteklemekte, özellikle günümüzün para transfer

teknolojisindeki gelişmeler ışığında parasal sistemde, fiat paranın yanında paralel bir altın standartının kurulmasının çok daha kolay olacağını ifade etmiştir (White 2012).

Olivier Ledoit ve Sébastien Lotz, “*Coexistence of Commodity Money and Fiat Money*” adlı makalelerinde fiat paranın yanında emtia paranın kullanılmasını analiz etmişler ve uygulamaya ilişkin bazı önerilerde bulunmuşlardır. Ledoit ve Lotz, İsviçre parlamentosuna “altın İsviçre frankı” basılması ve İsviçre frankı ile birlikte tedavüle alınmasını öneren bir kanun teklifine atıp yaparak, sözkonusu uygulamanın teorik ve pratik yönlerini irdelemişlerdir. Ledoit ve Lotz, günümüzün modern ekonomisinde altın paraların saklama maliyetinin düşük olması durumunda, fiat paranın saklama maliyetinin sıfır olması durumunda bile altının para olarak çok daha fazla tercih edileceğini ifade etmişlerdir (Ledoit ve Lotz 2011).

Makalelerinde, küçük parasal tutarları temsil eden altın paraların sistemde nasıl kullanılabilmesine ilişkin olarak dört farklı çözüm önermişlerdir (Ledoit ve Lotz 2011):

- 1) Teknolojik gelişmeler 1 gramdan daha az altın rafinasyonunu mümkün kılmakta, böylelikle 0.1 gram altın ihtiva eden metal paralar darp edebilmek mümkün gözükmektedir.
- 2) Altın paranın yanında sirkülasyonda fiat paranın da (örnekte İsviçre frankının) olacak olması ile düşük meblağlar için düşük küpürlü kağıt paralar da kullanılabilir.
- 3) Bozuk para olarak altın ihtiva etmeyen metal paralar kullanılabilir veya
- 4) Düşük tutarlı alışverişlerde, bankaların vereceği altın hesabı bankamatik kartları ile ödeme yapılabilir.

Ledoit ve Lotz’un makalesinin en can alıcı noktası, “altın paranın anti-enflasyonist para politikası uygulanan dolarize olmuş ülkelerde daha rahat uygulanabileceğini” ifade etmeleridir. Ledoit ve Lotz, kronik yüksek enflasyon nedeniyle, Amerikan dolarının ulusal parayla birlikte resmi geçer akçe olduğu gelişmekte olan ülkelerdeki ikili parasal sistemi örnek vererek, Amerikan doları yerine altın parayı koyarak, özellikle anti-enflasyonist para politikası uygulanan ülkelerde altının, aynı ulusal paranın yanında Amerikan dolarının geçer akçe olarak kullanıldığı gibi para olarak kullanılabilmesini belirtmişlerdir (Ledoit ve Lotz 2011).

3.13. ALTININ TEKRAR PARASALLAŞTIRILMASINA KARŞIT GÖRÜŞLER

Altına dayalı bir para sistemine karşı olanların görüşleri sırasıyla şunlardır:

- 1) Altın fiyatları 1870’li yıllardan bu yana dalgalı bir seyir izlemektedir. Altın fiyatları stabil değildir. Bu nedenle, altına dayalı bir parasal sistem de stabil olmayacaktır. Ayrıca altın fiyatının Bretton Woods sistemindeki gibi sabitlenmesi durumunda, altının fiyatı şu anki fiyatından kat kat daha yüksek olması gerekmektedir.
- 2) Altın standardı, özellikle kriz dönemlerinde hükümetlerin ve merkez bankalarının ellerini zayıflatır, kriz dönemlerinde ekonomiyi rahatlatmak için parasal genişleme rahatlıkla yapılamaz. Küresel finans sisteminde halihazırdaki parasal büyüklükleri karşılayacak yeterli altın stoğu bulunmamaktadır. Altına dayalı bir parasal sistemde para arzı uluslararası ticaret ve ekonominin sağlıklı bir şekilde büyümesine yetecek kadar genişletilemez. Günümüzdeki dünya altın madenciliğindeki üretim artışı yıllık %1.5 - %2 arasındadır. Bu artış miktarı ise küresel ekonominin sağlıklı bir oranda büyümesine engel olur (Waggoner 2012).
- 3) Fiat para sistemi, esnek olduğu için enflasyonla mücadelede daha etkindir. Altın standartının deflasyonist bir etkisi vardır. Fiat para sistemi, merkez bankalarının resesyon dönemlerinde parasal genişlemeye giderek ekonomiyi resesyondan daha rahat çıkmasını sağlar. Altın piyasasında yaşanacak şoklar, örneğin yeni altın rezervlerinin keşfi, altına yatırım talebini etkileyerek tek bir ülkenin altın standartını uyguladığı bir durumda bu ülkenin enflasyon veya deflasyon yaşamasına neden olacaktır (Schwartz 1987a:386).
- 4) Altın standardı uygulandığı dönemde, finansal paniklere, bankaların iflas etmesine ve 1929 Büyük Ekonomik Buhran’ın uzamasına neden olmuştur.
- 5) Para bir kamu malıdır ve kamu tarafından üretilmelidir. Özel sektörün de para üretmesi, kamunun etkin bir para politikası yürütmesine engel olur, sahtecilik ve kalpazanlık artar. Bilim insanlarının büyük çoğunluğu, merkez bankalarının başkanları ve ekonomistleri ile birçok düşünce kuruluşu yeni bir altın standartına karşıdır. Eski Amerikan Merkez Bankası Başkanı ve bir akademisyen olan Ben Bernanke ise, “Altın standardı hem pratik hem de politik sebeplerden dolayı uygulanabilir değildir.” demiştir. Nobel ekonomi ödülü sahibi olan Paul Krugman

ise “Altın standartına geri dönüşün neredeyse komik derecede kötü bir fikir olduğunu ifade etmiştir (Krugman 2012).

3.14. ALTININ TEKRAR PARASALLAŞTIRILMASINA YANDAŞ GÖRÜŞLER

Altın standartının tekrar uygulanmasını savunanlar; altın standartının uygulandığı dönemde, dünyada kişi başına reel gelirin arttığını, gıda maddeleri fiyatlarının düştüğünü, ekonomik istikrarın sağlandığını ve yeni altın yatakları keşfedildiğini ifade etmektedirler. Aynı zamanda altın standartının etkin kaynak dağılımına katkı sağlayarak ekonomik gelişmeyi hızlandırdığını savunmaktadırlar. Altın standartının uygulandığı dönemde dış ticaret serbestliği sağlanmış ve sermaye verimliliğinin yüksek olduğu bölgelere kayarak yurtdışı fiyat istikrarı konusunda güvence sağlanmıştır. Altın standardı esasen savaş ve ihtilaller yüzünden sona ermiştir (Schwartz 1987a:389).

Günümüzde yeniden bir altın standardı uygulanmasının isteyenlerin görüşleri ise şunlardır:

- 1) Altın fiyatları, para birimleri karşısında her zaman daha değerli olmuş, altının satın alma gücü tarih boyunca düşmemiştir. Altın standartında, altın fiyatları para arz ve talebine göre piyasa koşulları içinde belirlenir. Altın standartında fiyatlar her zaman uzun dönemde tahmin edilebilir ve uzun vadeli sözleşmeler rahatlıkla düzenlenebilir (Schwartz 1987a: 388).
- 2) Ulusal ve uluslararası finans piyasalarındaki en büyük sorunlardan biri aşırı parasal genişlemedir. Reel para arzı sürekli artmaktadır. Altın standardı para arzını “otomatik” bir şekilde düzenler. Altın standardı devletlerin para arzını keyfi olarak, düzenli bir şekilde artırmalarına engel olur. Uluslararası ve ulusal finans piyasalarındaki en büyük sorunlardan biri aşırı parasal genişlemedir. Reel para arzı sürekli artmaktadır. Altın standardı para arzını otomatik bir şekilde düzenler (Chatham House. 2012).
- 3) Altına dayalı bir parasal sistem, hükümetlerin sürekli olarak para arzını genişletmelerine engel olarak anti-enflasyonist bir etki oluşturur.

- 4) Para, 20. yüzyılın ilk çeyreğine kadar, özel sektöre ait darphaneler ve özel bankalar tarafından üretilebilmekteydi. Paranın tamamıyla bir kamu malı olması, serbest piyasa mantığına ve liberal ekonomi anlayışına aykırıdır.
- 5) Bazı siyasetçiler ve ekonomi basınındaki bazı yazarlar ile Avusturya ekolüne bağlı bazı bilim insanları yeni bir altın standartını savunmaktadırlar.

Altının doğada sınırlı miktarda bulunması, altın madenciliğinin ve rafinasyonun belli bir maliyeti olması nedeniyle, altın arzı talep düzeyine göre belli bir düzeyde gerçekleşmektedir. Altına dayalı bir parasal sistemde, para arzını artırabilmek için altın rezervini artırmak gerekmektedir. Altın rezervlerini artırmak altın piyasasında altın fiyatlarını yükseltecek ve maden üretimini artıracaktır. Artan altın üretimi para arzındaki artışı karşılayacak, altın talebi azalacak, altın fiyatları düşecek, maden üretimi ise azalacaktır. Böylelikle altın standardı kendi kendini dengeleyen bir sistemdir (White 2008).

Ron Paul gibi bazı Amerikalı siyasetçiler doğrudan altın standartına geçişi talep ederken, eski Fransa Cumhurbaşkanı Nicolas Sarkozy gibi bazı Avrupalı siyasetçiler yeni Bretton Woods sistemi kurulmasını önerirken, eski İtalyan Dışişleri Bakanı Romano Prodi ise Euro Bölgesi üyesi ülkelerin altın rezervleri karşılığı tahvil ihraç etmesini önermiştir. Dünya Bankası Başkanı Robert Zoelick, “yeni parasal sistemde altının enflasyon, deflasyon ve kurlara ilişkin piyasa beklentilerinde uluslararası bir referans noktası olarak kullanılmasının düşünülmesi gerekliliğini” dile getirmiştir (Chatham House 2012).

Günümüzde altın para standardını savunan iktisatçılar, altın para standardının uygulandığı yaklaşık 40 yıl boyunca paranın değerini ve istikrarını koruduğunu iddia etmektedirler. Altın para standardında, para arzının altına bağlı olması nedeniyle kolayca manipüle edilemeyeceği ileri sürülmekte, altın para standardının parasal disiplin ve parasal istikrarı sağlayacağını iddia edilmektedir. Fiat parayı savunanların en can alıcı savunmaları ise, ekonomik krizlerde merkez bankalarının krize müdahale edebilmek için rahatlıkla fiat para arzını arttırabildiklerini, bunun altında mümkün olmadığını, parasal genişlemenin veya daralmanın kolaylıkla yapılamayacağıdır.

3.15. ALTININ PARASAL SİSTEMDEKİ GELECEĞİ

Keynes'den Thorton'a kadar birçok ünlü iktisatçı, uluslararası düzeyde fiyat istikrarının temin edilebilmesi için altın standartının tekrar kullanılmasından, bimetalizm, simmetalizm (paranın ikiden fazla kıymetli metale bağlanması) ve geniş bir ticari emtia sepetine dayalı uluslararası bir paraya kadar değişen ve genellikle uluslararası bir merkez bankasının kurulmasını öneren görüşler ileri sürmüşlerdir (Bordo 1984).

Günümüzde uluslararası parasal sistemin geleceği; ABD, AB ve Çin ekonomisinin geleceğiyle çok yakından ilgilidir. Büyüyen Çin ekonomisi, Euro Bölgesi'nin ortaya çıkışı, ABD ekonomisinde görülen zayıflama ve gelişmekte olan ülkelerin dünya ekonomisindeki payının artması uluslararası parasal sisteminin geleceğine ilişkin tartışmaları artırmıştır (Costancio 2011). Amerikan dolarının ABD'nin önde gelen ticaret ortaklarının para birimleri karşısında zayıflaması, ABD'nin sürekli cari ödemeler dengesi ve bütçe açığı vermesi, 2008 Küresel Kriz ve sonrası dönemde Amerikan Merkez Bankası'nın parasal genişlemeye gitmesi, piyasalarda Amerikan dolarının dünyanın *de facto* rezerv parası olmasının daha ne kadar bir süre devam edeceğinin sorgulanmasına neden olmaktadır. Konunun uzmanları önümüzdeki dönemde en yüksek olasılığın ABD doları, euro ve Çin yueninden oluşan bir "çoklu rezerv para sistemi (*multi-currency system*)" olabileceğini söylemektedirler (Del Vecchio 2009).

Uluslararası sistemde bir süper gücün varolması aynı zamanda bu süper gücün uluslararası para sisteminde merkezi bir rol oynamasını da sağlamaktadır. Babil İmparatorluğu'nun para birimi *şekel*, Pers İmparatorluğu'nun para birimi *dari*, Helenistik Çağ'da *stater* ve *drahma*, İslam dünyasında *dinar*, Venedik *düka altını*, İspanyol doları, Fransız *livresi*, 19. yüzyılda İngiliz sterlini ve günümüzün Amerikan doları, uluslararası para sisteminde "süper güç etkisi"nin örnekleridir (Mundell 1997b).

Uluslararası siyasetteki gelişmeler, uluslararası parasal sistemleri de etkilemektedir. Şunu da gözardı etmemek gerekir ki uluslararası parasal sistemlerin hepsi büyük bir askeri çatışmanın ardından ortadan kalkmışlar ve yerlerine yeni parasal sistemlere bırakılmışlardır. Avrupa'da bimetal sistem Napolyon Savaşları sonrası başlamış, 1871 Fransız-Alman Savaşı sonrası sekteye uğramaya başlamış, klasik altın standardı ise 1. Dünya Savaşı sonrası dağılmaya başlamış, Bretton Woods sistemi ise 2. Dünya Savaşı

sonrası ortaya çıkmış ve Vietnam Savaşı'yla birlikte sona ermiştir. Her kurulan uluslararası siyasal düzen beraberinde yeni bir ekonomik ve parasal sistem getirmiştir. Unutulmamalıdır ki her uluslararası parasal sistem belli bir süre devam etmiş ve sona ermiştir. Altın ve gümüşün birlikte ödeme aracı olduğu bimetal sistem 58 yıl (1815-1873), klasik altın standardı 41 yıl (1873-1914), Bretton Woods sistemi 30 yıl (1944-1974) sürmüştür. Günümüzdeki “fiat paraya dayalı dalgalı kur sistemi” ise 44 yıldır (1974-2018) devam etmektedir.



Tablo 3.1: Altın Standartına İlişkin Destekleyen ve Karşıt Görüşler

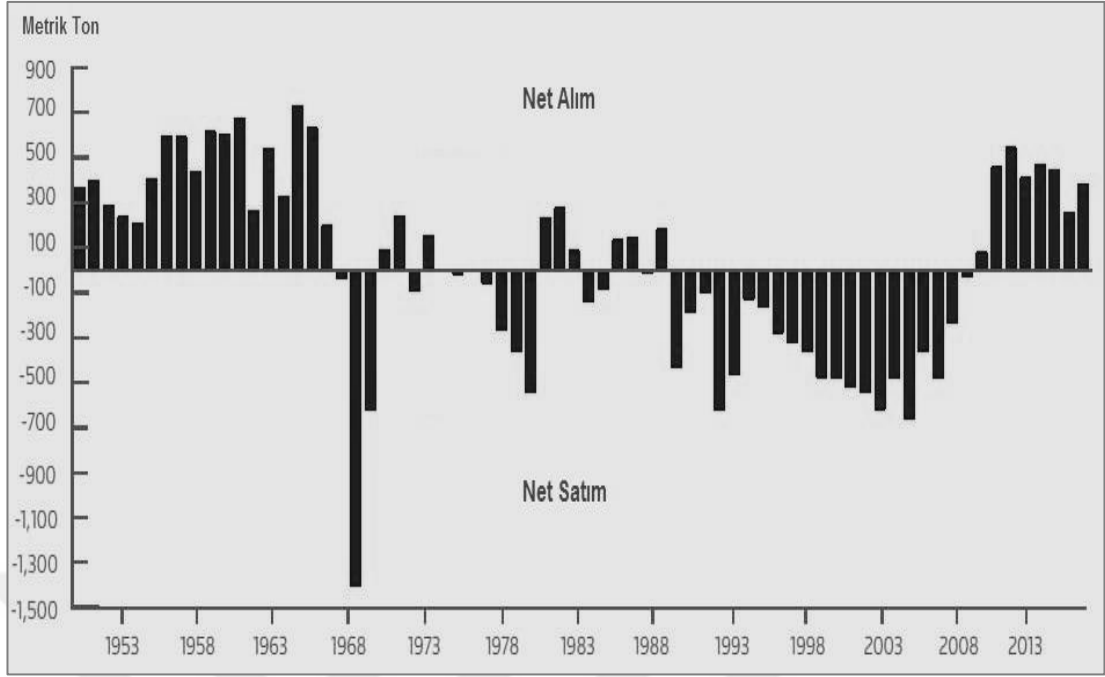
Destekleyen Görüş	Karşıt Görüş
<p>Altın fiyatları, para birimleri karşısında her zaman daha değerli olmuş, altının satın alma gücü düşmemiştir.</p> <p>Altın standartında, altın fiyatları para arz ve talebine göre piyasa koşulları içinde belirlenir.</p>	<p>Altın fiyatları 1870’li yıllardır bu yana dalgalı bir seyir izlemektedir. Altın fiyatları stabil değildir. Bu nedenle altına dayalı bir parasal sistem de stabil olmayacaktır.</p> <p>Altın fiyatının Bretton Woods sistemindeki gibi sabitlenmesi durumunda, altının fiyatı şu anki fiyatından kat kat daha yüksek olması gerekmektedir.</p>
<p>Altın standartı devletlerin para arzını keyfi olarak, düzenli bir şekilde artırmalarına engel olur.</p> <p>Uluslararası ve ulusal finans piyasalarındaki en büyük sorunlardan biri aşırı parasal genişlemedir. Reel para arzı sürekli artmaktadır.</p> <p>Altın standartı para arzını “otomatik” bir şekilde düzenler.</p>	<p>Altın standartı, özellikle kriz dönemlerinde hükümetlerin ve merkez bankalarının ellerini zayıflatır, kriz dönemlerinde ekonomiyi rahatlatmak için parasal genişleme rahatlıkla yapılamaz.</p> <p>Küresel finans sisteminde halihazırdaki parasal büyüklükleri karşılayacak yeterli altın stoğu bulunmamaktadır.</p>
<p>Altına dayalı bir parasal sistem, hükümetlerin sürekli olarak para arzını genişletmelerine engel olarak “anti-enflasyonist” bir etki oluşturur.</p>	<p>Fiat para sistemi, esnek olduğu için “enflasyonla mücadelede daha etkindir”.</p> <p>Altın standartının “deflasyonist” bir etkisi vardır.</p> <p>Fiat para sistemi, merkez bankalarının resesyon dönemlerinde parasal genişlemeye giderek ekonominin resesyondan çıkmasını daha rahat sağlar.</p>
<p>Altın standartı parasal sisteme istikrar getireceği için, ekonomik krizler azalır, ekonomik büyümeye katkı sağlar.</p>	<p>Altın standartı uygulandığı dönemde, finansal paniklere, bankaların iflas etmesine ve 1929 Büyük Ekonomik Buhran’ın uzamasına neden olmuştur.</p>
<p>Para, 20. yüzyılın ilk çeyreğine kadar, özel sektöre ait darphaneler ve özel bankalar tarafından üretilebilmekteydi.</p> <p>Paranın tamamıyla bir kamu malı olması, serbest piyasa mantığına ve liberal ekonomi anlayışına aykırıdır.</p>	<p>Para bir kamu malıdır ve kamu tarafından üretilmelidir. Özel sektörün de para üretmesi, kamunun etkin bir para politikası üretmesine engel olur, sahtecilik ve kalpazanlık artar.</p>
<p>Bazı siyasetçiler ve ekonomi basınındaki bazı yazarlar ile Avusturya ekolüne bağlı bazı bilim insanları yeni bir altın standartını savunmaktadırlar.</p>	<p>Bilim insanlarının büyük çoğunluğu, merkez bankalarının başkanları ve ekonomistleri ile birçok düşünce kuruluşu yeni bir altın standartına karşıdırlar.</p>

4. REZERV VARLIK OLARAK ALTIN

Merkez bankaları yüzyıldan fazla bir süredir yüksek miktarda altın rezervi tutmaktadırlar. Gelecekte de büyük altın rezervlerini korumaları beklenmektedir. Bunun en önemli nedenlerinin başında insanların altına karşı olan psikolojik davranış ve tutumları gelmektedir. 20'inci yüzyılın sonlarına doğru değişen ekonomik koşullara uyum sağlamak için bazı merkez bankaları tuttıkları altın rezervinde düşüş gerçekleştirmişlerdir. Ancak bu süreç son on yılda değişiklik göstermiştir. Özellikle 2008 küresel kriz sonrası başta Rusya ve Çin olmak üzere altın rezervlerini arttırmışlardır.

Merkez bankaları, özellikle gelişmiş ülke merkez bankaları, klasik altın standardı döneminden bu yana yüklü miktarlarda altın rezervi tutmaktadırlar. "Parasal altın (*monetary gold*)" olarak ifade edilen bu altınlar likit piyasalarda, güvenli hesaplarda ve likit altın araçlarında tutulur, ilgili merkez bankası ya da para otoritesinin yasal düzenlemelerinde belirtilen kurallar ve piyasa gelişmeleri dahilinde kullanılır. Merkez bankaları dünyadaki toplam altın stoğunun yaklaşık beşte birine sahiptir. 1990'lı yılların sonunda bazı merkez bankaları altın rezervlerini azaltmışlardır. Ancak 2008 küresel kriz sonrası dönemde, merkez bankalarının altın rezervlerinde değişen finansal koşullarla birlikte altın rezervlerinde tekrar bir artış yaşanmıştır. Uluslararası piyasalarda yaşanan son krizde altın önemli bir likidite kaynağı olarak rol oynamıştır. Amerikan Merkez Bankası, ülkelere açtığı swap imkanı ile altın karşılığında dolar likiditesi sağlarken, bazı merkez bankaları (İsveç Merkez Bankası gibi) altın rezervlerini teminat göstererek ulusal bankacılık sistemlerine likidite sağlamışlardır (TCMB 2017).

Miktar olarak en çok altın rezerv tutan ülkeler; ABD, Almanya, İtalya, Fransa, İsviçre, Hollanda gibi ağırlıklı olarak Batılı ülkeler olmakla birlikte; Japonya, Çin, Hindistan Tayvan ve Türkiye gibi Asyalı ülkeler de yüklü miktarda altın rezervi bulundurmaktadırlar. IMF'ye altın rezervlerini bildiren 30 gelişmiş ülkeden sadece dördünün altın rezervi bulunmamaktadır. Gelişmiş ülkelerin rezervlerinde altının payı yaklaşık %10.3'dür (Greenspan 2014).



Şekil 4.1: Dünyada Merkez Bankalarının Toplam Altın Alım-Satımı (1950-2017)

Kaynak: Reuters Veri Yayın Ekranı

Merkez bankaları, 1880'lerden başlayarak altın standardı nedeniyle altın stoklarını arttırmışlardır. Bu dönemde altın standardını uygulayan ülkeler tedavüldeki para miktarını altına endekslemişlerdir. Bankacılık ve kredilerin gelişimi, piyasada tedavülde olan paranın altın stokundan daha büyük olduğunu göstermiştir. Ancak bu dönemde kamuoyunun altın konvertibilitesi sistemine güveni olması nedeniyle kağıt paraların yüksek miktarda altına dönüştürülmesi yüksek oranda gerçekleşmemiştir. Bu en azından İngiltere için altın standardı döneminde karşılaşılan bir durum olmuştur. Diğer ülkeler de altın standardına katılmaya karar verirken, sabit bir fiyattan altın konvertibilitesini koruyabilmek amacıyla altın toplamaya başlamışlardır (Leyland 2010).

İki dünya savaşı arasındaki dönemde varolan aşırı milliyetçilik aynı zamanda ekonomiye de yansımıştır. Kamu kurumları nezdinde yüksek oranlı bir altın rezervi artışına neden olmuştur. Bu döneme kadar altının çoğu özel firmalarda tutulmaktaydı. Altın paralar bireysel işlemler ve ticari alım-satım işlemleri ile sınırlı olmak üzere piyasada sirkülasyondaydı. 1. Dünya Savaşı öncesi ilk gerçek anlamda uluslararası para sistemin temelini oluşturan altın, savaş sonrasında ülkeler arasındaki ekonomik rekabetin bir unsuru olmuştur. 1934 yılında Amerikan Başkanı Roosevelt altın

cinsinden doları devalüe etmiş, altın fiyatını ons başına 20.67 dolardan 35 dolara yükseltmiştir. Küresel piyasalar buna hazırlıksız yakalanmıştır. Elinde yüksek miktarda altın bulunduran ülkeler bundan kazançlı çıkmalarına karşın, elinde altın rezervi olmayan ülkeler büyük kayıplarla karşılaşmışlardır. Bu yeni altın fiyatı başlangıçta altını aşırı değerlendirmiş ve dünyada birçok ülke altın varlıklarını Amerika Birleşik Devletleri'ne satmıştır. ABD'nin resmi altın rezervleri, 1925 yılında 6,000 tondan, 1945 yılında 18,000 tona kadar yükselmiştir. ABD o dönemde dünyada toplam resmi altın rezervlerinin %65'ini elinde tutar hale gelmiştir. 1960'lı yıllarda zirve yapan altın fiyatları, ABD'nin altın rezervini 38,000 tona çıkarmıştır. Bu dönemde ABD'nin rezervi dünyadaki tüm altın rezervlerinin yaklaşık yarısına ulaşmıştır (Dempster 2009).

2. Dünya Savaşı öncesinde merkez bankalarının yüksek miktarda altın rezervleri bulunmaktaydı. Bunun en önemli nedeni bir önceki bölümlerde de ifade edildiği gibi altın standartıdır. Bu dönemde, merkez bankaları dolar rezervlerini külçe altına resmi dolar fiyatı üzerinden Amerikan Merkez Bankası'na satabilmekteydiler. Böylelikle altın sisteme üye ülkelerin paralarının doğrudan veya dolaylı olarak kendisine bağlı olduğu bir çıpa görevi görmüştür. Ancak yavaş yavaş, stabil fiyatlarla uyumlu olandan daha fazla para yarattıkça, sabit resmi altın fiyatı yine gerçek dışı bir hale gelmiş, ABD sistemin merkezi olarak deflasyon ve devalüasyonla yüzleşmek veya sistemi terk etme seçenekleri ile karşı karşıya kalmıştır. Bretton Woods Antlaşması ile Amerika'nın bu pozisyonu uluslararası kabul görmüş ve resmîyet kazanmıştır (Dempster 2009).

Bretton Woods sonrasındaki yirmi yılda merkez bankalarının altın rezervlerinde önemli değişiklikler olmuştur. Avrupa'nın savaş sonrası toparlanması sonucunda Almanya, Fransa başta olmak üzere Avrupa ülkeleri dış ticaret fazlası vermeye başlamıştır. Tam tersine ABD'nin dış ticaret açıkları artmış bu nedenle ABD'nin altın rezervi azalmaya başlamıştır. ABD'nin rezervleri 1950 yılında 20,000 tondan 1971 yılında 9,000 tona düşmüştür. Bretton Woods sonrası dönemde ABD'nin altın rezervi 8,000 tonun biraz üzerinde sabitlenmiştir. 1980'lerde ve 1990'larda merkez bankaları dış rezervlerinde altının rolünü yeniden değerlendirmeye başlamışlardır. 1980'li yıllarda merkez bankaları daha ihtiyatlı davranıyorlardı. Bunun nedenlerinden başlıcası olarak soğuk savaş dönemi gelmekteydi. Her an çıkabilecek bir savaşa karşı ülkeler rezervlerini en üst seviyede tutmaya çalışmışlardı. 1990'lı yıllarda, enflasyon hedeflemesi ve merkez

bankası bağımsızlığı uygulaması, merkez bankalarındaki döviz rezervlerinin yöneticilerini daha ticari bir tavır almaya yöneltmiştir. Birçok merkez bankası için döviz ve altın rezervlerinden elde ettikleri getiriler önem kazanmıştır. Bu dönemde, yüksek getirisi olmayan bir varlık olarak altın ödünç altın piyasasında bazı merkez bankaları tarafından ödünç işlemlerine konu edilmiştir. Merkez bankaları altın rezervlerini değerlendirmek amacıyla ticari bankalara sahip olduğu altın rezervlerinden 3-6 aylık gibi kısa sürelerle düşük bir faiz oranıyla ödünç vermekteydiler. Ticari bankalar ise ödünç aldıkları altınları % 1-3 arasında değişen faizlerle altın üreticilerine ödünç vermekteydiler. Altın üreticisi firmalar ise bankalardan ödünç aldıkları altınları, üretim kapasitelerini artırmak veya yeni maden sahaları açmak amacıyla spot altın piyasasında satıyorlardı. Borç olarak alınan altınlar vadesi geldiğinde ise firmalar ürettikleri altın ile ödemekteydiler. Böylece altın madenciliği yapan firmalar yatırımlarını çok düşük bir faiz maliyeti ile finanse etme imkanına kavuşmaktaydılar. Merkez bankaları da atıl duran altın rezervlerini değerlendirme imkanı bulmuş oluyorlardı. Ancak merkez bankaları bu piyasadan da fazla getiri elde edememişlerdir. Bu nedenle başta Avrupalı merkez bankaları olmak üzere birçok merkez bankası altın rezervlerini azaltmaya karar vermiştir. 1980 ile 1999 yılları arasında küresel çapta devletlerin resmi altın stoklarında yaklaşık %10 azalış meydana gelmiştir. Bu dönemde merkez bankaları dünyada varolan toplam altın stoğunun dörtte birini tutmaktaydılar. Merkez bankaları altın satış anlaşmalarına başladıkları Eylül 1999 tarihinde merkez bankalarının rezervlerinde toplam 33,000 ton bulunmaktaydı (Dempster 2009).

4.1. MERKEZ BANKALARININ ALTIN REZERVİ BULUNDURMA NEDENLERİ

Merkez bankalarının döviz ve altın rezervlerini dikkatli bir şekilde yönetmeleri gerekmektedir. Merkez bankalarının hem bağlı oldukları hükümetlere hem de buldukları ülkenin vatandaşlarına karşı ülkenin finansal servetinin düzgün şekilde yönetme yükümlülükleri vardır. Merkez bankası rezerv yönetiminin, stabilite, likidite, döviz kurlarındaki dalgalanma, finansal piyasalardaki çalkalanmalardan kaçınma ve finansal getiri elde etme gibi belli bazı amaçları vardır (Leyland 2010).

Tablo 4.1: 2018 Yılı Sonu İtibarıyla Ülkelerin Altın Rezervleri

Sıra	Ülke	Miktar (Metrik Ton)	Rezerv İçindeki Payı
1	ABD	8133	%74
2	Almanya	3370	%70
3	IMF	2814	-
4	İtalya	2452	%66
5	Fransa	2436	%60
6	Rusya	2113	%19
7	Çin	1852	%3
8	İsviçre	1040	%6
9	Japonya	765	%2
10	Hollanda	612	%66
11	Hindistan	599	%6
12	AMB	505	%26
13	Türkiye	488 (253 + 235 ROM)	%13
14	Tayvan	424	%4
15	Portekiz	382	%56

Kaynak: World Gold Council

Merkez bankalarının rezervlerinde tuttıkları finansal varlıkların herbirinin ayrı avantaj ve dezavantajları vardır. Örneğin ABD doları, dünya ticaretinde kullanılan önemli bir para birimidir. ABD doları cinsinden olan geniş bir finansal ürün çeşitliliği vardır ve bu ürünler son derece likittir. Bütün bunların yanında, Amerikan doları euroya ve altına karşı özellikle son on yılda değer kaybı yaşamıştır. Bununla birlikte Amerikan doları siyasi risk de içermektedir. ABD ile siyasi sorunlar yaşayan bir ülke iseniz, bu durum rezerv varlıklarınızı etkileyebilmektedir (Leyland 2010).

Buna karşılık altının rezerv varlık olarak avantajları şunlardır (Leyland 2010):

1) Altın, herhangi bir kişi, kurum veya devletin finansal yükümlülüğü değildir.

Merkez bankalarının rezervlerinde tutulan Amerikan doları, euro veya sterlin gibi rezerv paralar, bu paraları basan devletlerin ekonomi politikalarından ve kur hareketlerinden etkilenir. Rezerv paralar ait oldukları ülkenin merkez bankasının yükümlülüğüdür. Altın ise, herhangi bir kişi veya kurumun finansal yükümlülüğü değildir. Altın fiyatları altın piyasasında belirlenir. Altın fiyatları herhangi bir merkez bankasının politikalarından doğrudan etkilenmez. Hemen hemen hiçbir alacaklı kişi veya kurum kendisine altınla ödeme yapılmak istendiğinde bunu çok

sorgulamaz. Para birimleri rezerv para statüsünde olan gelişmiş ülkeler geçmişte kambiyo kontrolleri uygulayarak bazı gelişmekte olan ülkelerin bu para birimleri üzerinden para transferi yapmalarını zorlaştırmışlardır. Bazı zamanlarda gelişmiş ülkeler, bazı ülkelerin kendi para ve tahvil piyasalarına ulaşımını engelleyebilir, kendi ülkelerindeki varlıklarını dondurma kararı alabilirler. Bir merkez bankası rezervlerini sadece finansal araçlardan veya gelişmiş bir ülkenin para birimi cinsinden tutuyorsa, yukarıda bahsedilen durumlara karşı savunmasız kalabilmektedir. Altın ise bu tür politik risklere karşı daha az duyarlıdır. Bir merkez bankasının rezervi ihtiyaç duyulduğunda anda kullanılmak için tutulmaktadır. Bu nedenle merkez bankası rezervinin likiditesi esastır. Altın rezervleri tam olarak bunu sağlamaktadır. Çok ekstrem durumlarda kağıt para kabul edilmeyebilir. Altın ise yeryüzünün hemen hemen her yerinde her zaman kabul edilir bir kıymettir ve ödeme aracı olarak kabul edilir. Bu nedenlerden dolayı devletler her zaman belli miktarlarda altın rezervi bulundurmışlardır (Greenspan 2014). Aynı zamanda altın, rezerv bir para gibi ait olduğu ülkedeki enflasyondan ötürü değer kaybı yaşamaz, devlet tahvilleri gibi ödenmeme riski bulunmaz. Altın, uzun vadede reel satın alma gücünü her zaman korumuştur. Rezerv paraların piyasa değerinde gerçekleşen keskin düşüşler nedeniyle, bu paralar cinsinde nakit veya tahvilleri rezervlerinde tutan merkez bankaları büyük zararlar yazabilmektedirler. Yukarıda sayılan nedenlerle altın merkez bankaları rezervlerinin ciddi bir kısmını oluşturmaya elverişlidir (Chatham House 2012).

- 2) **Altın ekonomik ve siyasi krizlerde ve finansal çalkantılarda güvenli bir limandır.** Yukarıda da bahsedildiği gibi; birçok gelişmiş ülke kambiyo kontrolleri uygulayarak kendi ülkelerinin paralarının uluslararası transferine kısıtlama getirmiş veya başka ülkeleri kendi para ve tahvil piyasalarına erişimlerini engellemiş veya o ülkenin finansal varlıklarını siyasi nedenlerle bloke etmişlerdir. Bir ülkenin merkez bankasının rezervleri tamamen başka bir ülkenin para birimi cinsi finansal varlıklardan oluşuyorsa, yukarıda bahsedilen durumda büyük sıkıntı yaşayabilir. Rezervlerde tutulan, Amerikan doları ya da euro gibi rezerv paraların değeri, bu paraları basan hükümetin ekonomik politikalarına doğrudan bağlıdır. Altın herhangi bir kişi veya kurumun yükümlülüğü olmaması nedeniyle kendine özgü bir varlıktır. Altın rezervleri gelişmiş ülkelerin politikalarından olumsuz yönde etkilenmez.

Altının değeri, rezerv paranın ait olduğu ülkedeki enflasyondan ötürü değer kaybetmez. Altının ödenmeme olasılığı bulunmamaktadır. Temerrüt riski, çok ekstrem şartlar altında olmasına karşın, geçmişte kağıt para ile devlet tahvilleri için yaşanmış bir durumdur. Rezerv paraların döviz piyasasındaki değerinde kaydedilen keskin bir düşüş bir temerrüt durumu anlamına gelebilir. Bu durumda rezervlerinde bu para birimini tutan yabancı kurumlar için zarara neden olabilir. Altın rezervleri uzun vadede reel satın alma gücünü korur. Bu nedenle altın merkez bankalarının rezervlerinin bir kısmını oluşturmaya özellikle elverişlidir. Özellikle savaş durumunda kağıt paranın finansal ödemelerde kabul edilmeme durumu varken, altın her zaman kabul edilen nihai bir ödeme aracıdır. Kısaca, altın rezervlerine sahibi olmak bir merkez bankası için bilinmeyen bir geleceğe karşı sigorta anlamına gelmektedir. Altın, öngörülemeyen, ancak oluştuğunda yüksek ölçüde zarar veren olaylara karşı bir çeşit sigorta sağlar. Bu tür olaylar; savaş, enflasyon oranlarında hızlı artışlar veya dış borçların ödenmemesine yol açan genel bir ekonomik kriz, ülke para biriminin hızlı değer kaybı veya dış ticarete getirilen engeller veya bir ülkeye ambargoya uygulanmasıdır. Altın, dünyanın bir parasal sistemden diğerine geçmekte olduğu dönemlerde, örneğin Bretton Woods sonrası sabit kurdan dalgalı kura geçiş veya sterlinin hâkim para olduğu dönemden doların hakim para olduğu döneme geçiş gibi değişim zamanlarında önem arzeden bir rezerv varlık olmuştur. Tarihsel açıdan hemen hemen tüm devletler, her zaman bir miktar altın rezervi bulundurmışlardır. Bu nedenle bir merkez bankasının rezervlerinde bir miktar altın tutulması, o ülkenin finansal güvenliği açısından oldukça önemlidir (Greenspan 2014).

- 3) **Altın rezervi portföy çeşitliliği sağlar.** Bir portföyün tüm varlığını tek bir finansal varlık cinsine yatırmak modern portföy teorisine aykırıdır. Altının getirisi ile merkez bankaları tarafından yatırım yapılan diğer finansal varlıkların getirisi arasındaki korelasyon düşüktür. Herhangi bir varlık portföyünde tüm kalemleri aynı varlık olarak yatırmak makul değildir. Hem altın fiyatları hem de merkez bankası rezervlerinde tutulan paraların döviz kurları ve faiz oranları dalgalanmaktadır. Bir merkez bankasının rezervinin çeşitlendirilmesi tek bir varlığa dayalı rezervden elde edilecek getiriden daha az volatil bir getiri elde edilmesini sağlar. Altının portföye eklenmesi önemli faydalar sağlamaktadır. Bu faydalar altın fiyatının belli bir zaman

diliminde ne olabileceğine bağlı değildir. Bu durum altının getirisi ile diğer finansal varlıklarla negatif korelasyona sahip olma eğiliminden kaynaklanmaktadır. Merkez bankalarının rezervlerini çeşitlendirilme stratejisi, tek bir varlığa dayalı rezervden elde edilecek getiriden daha az volatil bir getiri elde edilmesini sağlamaktadır. Altın bazen gelir kazandırmayan bir varlık olarak tarif edilmektedir. Ancak bu doğru değildir. Merkez bankalarının rezervlerindeki altını tamamını ödünç verme yolunda kullanmak istemeleri mümkün olmamaktadır. Ancak altın ödünç piyasası altından makul getiriler elde edilmesi mümkündür. Altın getiri elde etmek amacıyla merkez bankaları tarafından piyasalarda alınıp satılabilmektedir. Rezervde altın tutmanın bir fırsat maliyeti olabilir. Ancak faiz oranlarının düşük olduğu piyasa koşullarında bu maliyet sanıldığından daha düşüktür. Küresel şoklar ulusal para ekonomilerde ciddi sorunlara neden olabilmektedir. Bu tür sıkıntılı ekonomik gelişmeler yaşandığında ekonomi yönetimleri likit finansal kaynaklara ihtiyaç duyabilmektedirler. Altın likit bir varlıktır ve dünyanın her yerinde kabul görmektedir. Altın rezervleri aynı zamanda ülkelerin yurtdışı borçlanmalarında teminat olarak da kullanılmaktadır. Bu nedenle bir merkez bankasının portföyünde sadece belli bir rezerv para, örneğin sadece Amerikan doları cinsi kıymet tutması, finansal açıdan büyük bir risktir. Altının portföye eklenmesi risk-getiri bağlamında önemli faydalar sağlaması nedeniyle fiyattan bağımsız olarak rezervde önem arzetmektedir. Bu durum altının rezervdeki getirisinin diğer finansal varlıklarla arasındaki negatif korelasyondan kaynaklanmaktadır (Chatham House 2012).

- 4) **Ülke halkına güven verir.** Kamuoyu merkez bankasının altın rezervlerini bir güvence olarak görür. Hemen hemen tüm ülkelerde yapılan kamuoyu araştırmaları, sıradan vatandaşların ülkesinin altın rezervi tutmasının doğru olduğunu düşündüğünü göstermektedir. Kamuoyu yoklamaları, sıradan vatandaşların ülkesinin bir varlık olarak altın tutmasını talep ettiklerini doğrulamaktadır (Chatham House 2012). Bugün kağıt paralar altın standardındaki gibi bire bir altın ile değiştirilebilir değildir. Ancak bununla birlikte altının varlığı günlük işlemler için kullanılan kâğıt paralardan vatandaşın gözünde daha sağlam görünmektedir. Bunun aynısı merkez bankasının tuttuğu altın için de geçerlidir. Sıradan vatandaş çoğunlukla altına ve altın rezervlerine diğer finansal varlıklara göre daha fazla güven duymaktadır.

5) **Altın madenciliğine destek sağlamak.** Altın madenciliğinde önde gelen ülkelerin merkez bankaları madencilik sektörünü destekleme amaçlı altın satın almaktadır.

Altının rezerv varlık olarak dezavantajları ise şunlardır (Leyland 2010):

- 1) Altın fiyatları birçok borsa endeksinden daha az volatil olmasına rağmen zaman zaman birçok ülke parasından daha fazla volatil olabilmektedir.
- 2) Altından elde edilen faiz getirisi diğer finansal varlıklara göre daha düşüktür.
- 3) Bazı merkez bankalarının altına dayalı belli işlemleri yapmaları kanunen yasak olması nedeniyle altın rezervlerinden yeterince getiri elde edilememektedir.

Yukarıda saydığımız avantaj ve dezavantajlara, ekonomik ve siyasi koşullara, finansal piyasalardaki gelişmelere göre merkez bankalarının altın rezervlerini yönetmeleri, rezervlerini artırmaları veya azaltmaları gerekmektedir. Bu çerçevede merkez bankaları uluslararası altın piyasasında uluslararası ekonomik konjontüre göre bazen satış bazen de alış yönünde işlem yapmaktadırlar. Özellikle 1999-2009 yılları arasında merkez bankaları uluslararası altın piyasasında ağırlıklı olarak satıcı olmuşlardır.

4.2. MERKEZ BANKALARININ ALTIN SATIŞLARI: 1999-2009

1980'li yıllara kadar dünyanın önde gelen merkez bankaları altın rezervlerinde önemli değişiklikler yapmamışlardır. Ancak 1990'lı yıllarda ve özellikle 1995-2000 yılları arasında başta Avrupa merkez bankaları olmak üzere merkez bankaları yüklü miktarda altın satışları gerçekleştirmiştir. Bu dönemde merkez bankalarının net satışları altın piyasasını önemli ölçüde etkilemiştir. Merkez bankalarının bu dönemdeki altın satışları, 1990'lı yıllardaki olumlu makroekonomik koşullar ile altın rezervlerinin güvenli liman olarak görülmemesi nedeniyle gerçekleştirilmiştir. Bu dönemde altın fiyatındaki düşüş eğilimi, merkez bankası yöneticilerinin üzerinde rezervlerde yer alan finansal varlıklardan gelir elde edilmesine yönelik siyasi baskıyı artırmıştır. Altının merkez bankaları nezdindeki cazibesini kaybettiren esas neden bu dönemde altından elde edilen kazançların düşük kalmasıdır. Satış sadece Avrupa merkez bankaları ile sınırlı kalmamıştır. Ancak tarihsel nedenlerle Avrupa'daki birçok merkez bankasının yüksek miktarda altın rezervinin bulunması, Avrupa merkez bankalarının piyasada ana satıcı

taraf olmasına neden olmuştur. Rezervlerinde düşük miktarda altın bulunduran merkez bankaları ise bu satış furyasına katılmamışlardır (Dempster 2009).

4.2.1. Merkez Bankalarının Birinci Altın Anlaşması (1999)

Eylül 1999 tarihinde Merkez Bankaları Altın Anlaşması'nın (*Central Bank Gold Agreement - CBGA*) ilki yürürlüğe girmiştir. Bu anlaşma merkez bankalarının koordinasyonsuz altın satışının altın piyasasını dengesizleştirdiğine ve altın fiyatını keskin bir şekilde aşağıya çektiğine dair endişeleri gidermek amacıyla yapılmıştır. Merkez bankaları dünyada toplam altın stoğunun dörtte birine sahip olmaları nedeniyle (1999 yılı için 33 bin ton) gerçekleştirdikleri altın işlemleri küresel altın piyasasını doğrudan etkilemekteydi. Avrupa merkez bankalarının büyük bir kısmı rezervlerinde büyük miktarda altın tutmaktaydılar. Hollanda, Belçika, Avusturya, İsviçre ve İngiltere gibi ülkeler 1990'lı yıllarda büyük miktarlarda altın satışı yapmışlardır. Aynı zamanda, borçlanılan altına karşı artan talep ile birkaç merkez bankası ödünç verme, swap ve diğer altın türev enstrümanları kullanımlarını arttırmaya başlamıştır. Bu nedenle, altın türev piyasasının çalışma sisteminden dolayı, altın ödünç verme işlemlerindeki artış normalde satılan altında artışa yol açmış, ödünç verme işlemlerindeki bu büyüme piyasaya arz edilen altın miktarına ekleme yapılması anlamına gelmiştir. Bu satışların altın piyasasındaki dengesizleştirici etkisine ek olarak, merkez bankasının niyetlerine bağlı olarak altının fiyatındaki düşüş altın üreten ülkeleri de kötü etkilemiştir. Bu ülkeler arasında önemli bir miktarı ağır borç yükü altındaki fakir ülkeler olarak sınıflandıranlar ülkeler ile bazı gelişmekte olan ülkeler sayılabilir. Bu endişelere cevap olarak 15 Avrupa merkez bankası, 11 euro bölgesi merkez bankası (Avusturya, İtalya, Fransa, Portekiz, Belçika, Lüksemburg, Almanya, İspanya, Finlandiya, Hollanda, İrlanda Merkez Bankaları) ile Avrupa Merkez Bankası ve İsveç, İsviçre ile İngiltere merkez bankaları) 26 Eylül 1999 tarihinde ilk anlaşmayı (CBGA 1) imzalamışlardır. Bu ilk anlaşmada altının küresel parasal rezervlerin önemli bir elemanı olarak kalmaya devam edeceği belirtilmiştir. Anlaşmaya imza koyan bankalar toplam altın satışlarını yılda 400 ton, beş yıl boyunca da toplam 2,000 ton ile sınırlandırmaya karar vermişlerdir (Dempster 2009).



Şekil 4.2: Uluslararası Piyasalarda Altın/Dolar Forward Swapı Faiz Oranları 1 Aylık 2012-2018

Kaynak: Reuters Veri Yayın Ekranı XAU1M=TTKL Grafiği

Bankalar ödünç verme ve türev ürünleri kullanma faaliyetlerinin bu beş yıllık sürede artırılmayacağını ilan etmişlerdir. Anlaşmaya imza koyan ülkeler o dönemde küresel altın rezervlerinin % 45'ine sahiptiler. Aynı dönemde ABD, Japonya, Avustralya, IMF ve BIS (*Bank for International Settlements*) altın satışı yapmayacaklarını duyurmuşlardır. Bu ülkeler de dahil edildiğinde anlaşma tarafından kapsamına giren toplam altın rezervleri, küresel altın rezervlerin % 85'ine ulaşmıştır. Bu satış yönlü piyasa koşulları 2000'li yıllara kadar devam etmiştir. 2000'li yılların ilk beş yılında küresel ekonomik büyüme devam etmiştir. Ancak 2000 yılında ABD piyasalarında meydana gelen *dot.com* krizi gibi ekonomik krizler ile 11 Eylül saldırıları sonrası Irak'ın işgali gibi politik krizler olumlu ekonomik verilerle görece yumuşatılmıştır. Buna istinaden Merkez Bankaları Altın Satış Anlaşması çerçevesindeki satışlar, 2006 yılında yapılan ikinci anlaşmanın (CBGA 2) üçüncü yılı da dahil olmak üzere yılda 400 ton civarında devam etmiştir. CBGA 2 dışında merkez bankalarının net satışları da düşük de olsa 2005 yılı ve sonrasında da devam etmiştir. Bu dönemde Polonya ve Filipinler gibi bazı ülkeler tam tersi altın rezervlerini artırmışlardır. Çin, 2001 ve 2002 yıllarında sırasıyla 105 ton ve 100 ton altın alımı gerçekleştirmiştir. Doğu Avrupa

ülkeleri ise düşük miktarda alımlar gerçekleştirmişlerdir. Bu dönem için en dikkat çeken istisnai durum, 2004 yılında altın stoklarını 55 ton artıran Arjantin olmuştur. Arjantin döviz kuru politikasında değişikliğe gitmiştir. 1990'lı yıllarda, Arjantinde pesonun Amerikan dolarına endeksli olduğu bir para kurulu sistemi uygulanırken, Arjantin merkez bankası kur politikasına uygun bir şekilde altın ve dolar cinsi olmayan rezervlerinin önemli kısmını satmıştır. Para kurulu uygulaması terk edildikten sonra, yeni kur rejimi oluşturulduktan ve parasal istikrar sağlandıktan sonra Arjantin yeniden altın ve diğer rezerv paralardan oluşan finansal varlıkları rezervine eklemeye başlamıştır. Arjantin Merkez Bankası rezervinde portföy çeşitlendirmesine gitmiş, parasal istikrarı artırmak amacıyla altın rezervlerini artırmıştır (Dempster 2009).

4.2.2. Merkez Bankaları İkinci Altın Anlaşması (2004)

İlk anlaşmanın süresinin dolmasını takiben anlaşmayı yapan merkez bankaları Mart 2004 tarihinde tekrar bir anlaşma yapmaya karar vermişlerdir (CBGA 2). Varılan ve önceki anlaşmanın yenilenmesi anlamını taşıyan bu anlaşmaya imza koyan merkez bankaları: Avrupa Merkez Bankası ile birlikte İtalya, İspanya, Portekiz, Yunanistan, Lüksemburg, Fransa, Belçika, İrlanda, Hollanda, Almanya, Avusturya, Finlandiya, İsviçre ve İsveç merkez bankalarıdır. Bu ikinci anlaşmaya göre altın satışları beş yıllık bir dönem boyunca planlanmış bir programa göre önceki anlaşmanın sona eriş tarihi olan 27 Eylül 2004 tarihinden başlamak üzere yapılmıştır. Anlaşmaya göre merkez bankalarının yıllık altın satışları toplam 500 tonu geçmeyecek, anlaşma dönemi boyunca toplam altın satışları 2,500 ton olacaktır. İkinci anlaşma dönemi boyunca anlaşmaya imza koyan merkez bankaları altın ödünç işlemlerinin toplam miktarının ve vadeli altın işlemleri ile opsiyonlarının toplam miktarının, önceki anlaşmanın imza tarihinde geçerli olan miktarları geçmeyeceğine de karara bağlamışlardır. Bu anlaşma beş yıl sonra 2009 yılında yeniden gözden geçirilecekti. Ancak 2000'li yılların ortaları artan kamu borçlarına ve küresel finansal piyasalardaki dengesizliklere ilişkin endişelerin yoğunlaştığı bir dönem olmuştur. Bu kaygıların 2007 yılının Ağustos ayında Lehman Brothers'ın batmasıyla başlayan krizden sonra daha da artması, merkez bankalarının altın rezervlerine daha pozitif bakmaya başlamasına neden olmuş ve altın satışları yavaşlamaya başlamıştır. Anlaşma dışında kalan ülkelerin satışlarına bakıldığında, net satışın, 2007 yılında mütevazı bir ölçekte de olsa, net alışı dönüştüğü görülmektedir. Bu

dönemde Katar ve Rus merkez bankalarının tutumu dikkat çekicidir. Katar'ın altın rezervlerini 12 ton artırması ve 2006 yılında Rusya'nın resmi altın rezervlerinde önemli artışlar gerçekleştirmesi ki özellikle küresel kriz sonrası Rusya altın rezervlerini yüksek miktarda artırmıştır. Bu gelişmeler, birçok ülkenin altın rezervlerine olan bakışının değiştiğini gösteren önemli bir gösterge olmuştur. 2007 yılındaki ilk anlaşmada, önemli bir yer tutan Avrupa merkez bankalarının satışları hızlı bir şekilde yavaşlamaya başlamıştır. Anlaşmanın son yılı olan 2009 yılında sadece 158 ton olarak gerçekleşen altın satışları merkez bankalarının altın satışlarındaki trendin sona gelmiş olduğunun bir göstergesi olmuştur (Dempster 2009).

4.2.3. Merkez Bankaları Üçüncü Altın Anlaşması (2009) ve Satışların Durması

Merkez bankaları arasında Ağustos 2009'da bir üçüncü anlaşma daha yapılmıştır (CBGA 3). Bu anlaşmada da yıllık altın satış tavanı, 400 ton olarak 2009-2014 yıllarını kapsayan beş yıllık sürede toplam altın satışını 2,000 ton olarak belirlenmiştir. Bu anlaşmada da önceki iki anlaşmada olduğu gibi Avrupa Merkez Bankası altının önemli bir parasal rezerv olmaya devam ettiğinin altını çizmiştir. Daha önceki iki anlaşmada da olduğu gibi taraflar türev ürünler ve borç piyasalarındaki altın işlemlerini ilk anlaşmadaki düzeyin üzerine çıkarmamayı taahhüt etmemişlerdir. Ancak merkez bankaları küresel krizin etkisiyle altın satışlarını çok azaltmışlardır. Anlaşmanın ilk üç yılında hiç satış gerçekleşmemiştir. Üçüncü anlaşmanın dördüncü yılı boyunca, 2013'de toplam satışlar 358 tona kadar yükselmiştir. Ancak bu dönemde sadece 5 banka satış işlemi yapmıştır (Leyland 2010).

İkinci anlaşma döneminde sadece 25 ton altın satan Alman Merkez Bankası üçüncü anlaşmada sadece 6,5 ton altın satmıştır. İsviçre Merkez Bankası da, ikinci anlaşmada yüksek miktarda altın satışı gerçekleştirmiştir. Ancak üçüncü anlaşma döneminde altın satış planlarının olmadığını deklare etmiştir. İsveç Merkez Bankası ikinci anlaşmada toplam 60 ton altın satmış; ancak üçüncü anlaşma döneminde altın satacağını ilan etmemiştir. Avrupa Merkez Bankası satışları durdururken, diğer merkez bankaları tarafından altın alımlarında artış olmuştur. Bu çerçevede özellikle Hindistan, Çin ve Rusya'nın yanı sıra Sri Lanka, Moritus, Filipinler, Venezuela Belarus gibi az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler de altın rezervlerini artırmışlardır. Onyılin sonuna doğru

ekonomik krizler ve küresel ekonomik kaygılar, artan riskler ile siyasi faktörlerin birleşimi ve bazı ülkelerin rezervlerine altın eklemeleri satın almalarda kesin bir yavaşlamayı etkilemiştir (Dempster 2009).

Küresel rezervler son birkaç yıl içerisinde önemli ölçüde büyümüştür. Ama büyüme öncelikli olarak döviz bazında olmuştur. Aynı zamanda Çin, Hindistan ve Rus merkez bankaları yüksek miktarda altın alımları yapmışlardır. Son yıllardaki altın fiyatında artış rezervlerdeki altın oranını korumak için yeterli olmamıştır. Çünkü etkisi döviz varlıklarının artmasıyla tersine dönmüş ve daha az önemli hale gelmiştir.

Genel olarak özetlemek gerekirse 1980’li yıllarda merkez bankalarının önemli bir kısmı altın rezervlerini sabit tutmuşlardır. Ancak 1990’lı yıllarda ve özellikle 1990’lı yılların ikinci yarısında Avrupa’da bazı merkez bankaları başta olmak üzere birçok merkez bankası yüksek montanlı altın satışı yapmışlardır. Altın satışları sadece Avrupa merkez bankaları ile sınırlı kalmamıştır. Bu satışlar 2008 küresel krizle birlikte sekteye uğramaya başlamıştır. Tarihsel süreçte birçok Avrupa merkez bankası için altının toplam rezervlerinde yüksek bir oran oluşturmasından dolayı esas altın satışlarını yapanlar da bu ülkeler olmuştur. Rezervlerinde Avrupa ülkelerine kıyasla çok daha az altın rezervi tutan merkez bankaları bu satışların alım tarafında pek istekli gözükmemektedirler. Merkez bankalarının bu dönemde altın satışlarını arttırmalarının sebepleri ise şunlar olmuştur (Leyland 2010):

- 1) 1990’lı yıllarda dünyada makroekonomik gelişmeler olumlu seyretmekte ve altın rezervleri bir güvenli liman olarak görülmemekteydi.
 - 2) Altın fiyatları aşağı yönlüydü.
 - 3) Merkez bankaları üzerinde rezervlerinden elde ettikleri getirileri artırma yönünde bir baskı vardı. Altına dayalı varlıkların faiz getirisi düşmekteydi.
- Ancak 2008 yılında yaşanan küresel kriz tüm bu gidişatı değiştirmiştir.

4.3. 2008 KÜRESEL KRİZİ VE MERKEZ BANKALARININ POLİTİKALARI

Bütün dünyada etkisini gösteren ve 1929 Büyük Ekonomik Buhan’la kıyaslanan küresel kriz uygulanan para politikalarını büyük ölçüde etkilemiştir. Bu bölümde, 2007 yılında ilk belirtileri görülen ve 2008 yılında ağırlaşan küresel ekonomik krizin gelişimi,

nedenleri, krize yönelik alınan önlemler ve çıkarılması gereken dersler irdelenerek bu yeni dönemde hem finansal piyasalarda hem de merkez bankalarının rezervlerinde altının artan önemi anlatılacaktır.

2007 yılının Ağustos ayında ABD'deki konut kredisi piyasasında yüksek riskli konut kredilerine ilişkin olumsuz gelişmelere bağlı olarak oluşan finansal krizin etkileri, 2008 yılının yaz aylarında ikinci el konut kredisi piyasasında faaliyet gösteren ve Amerikan hükümetince desteklenen konut finansman kuruluşları olan *FannieMae* ve *FreddieMac*'in finansal durumlarına ilişkin endişeler nedeniyle yükselişe geçmiş, artan endişelerin küresel finansal piyasalarda yarattığı bozulma, önceki dalgalanmalardan görece olarak daha az etkilenen finans sektörü dışındaki sektörleri ve diğer ülkeleri içine alacak şekilde genişlemiştir (IMF 2009a).

2008 yılı Eylül ayında gelişmiş ülkelerin merkez bankaları, finansal piyasalardaki gerginliği azaltmak amacıyla piyasalara eşgüdümlü olarak yüklü miktarlarda likidite sağlamışlardır. Alınan önlemlere rağmen söz konusu endişelerin giderilememesi sonucu, ABD'de konut kredilerine dayalı menkul kıymetlerin ana finansörlerinden olan *FannieMae* ve *FreddieMac* adlı kurumların yönetimleri Amerikan Federal Konut Finansmanı Kurumu (*Federal Housing Finance Agency-FHFA*)'na devredilmiştir. Nitekim, ABD'nin büyük yatırım bankalarından Lehman Brothers iflasını açıklamış, ardından *American International Group (AIG)* adlı dünyanın en büyük sigorta şirketinin hisse senetleri yüzde altmışa varan oranda değer kaybetmiş ve şirkete Amerikan Merkez Bankası *Federal Reserve* tarafından yüksek miktarda finansal destek sağlanmıştır. Bu gelişmelerin yanısıra; diğer büyük yatırım bankalarının, mevduat bankalarına sağlanmakta olan Amerikan Merkez Bankası'nın kısa vadeli likidite imkanlarından yararlanma istekleri piyasalardaki risk algılamasını artırmış, bu gelişme dünya genelinde bankalararası para piyasasını olumsuz yönde etkileyerek fonlama maliyetlerini yükseltmiş, piyasalardaki volatilitiyi arttırmıştır. Piyasalarda büyük finansal kuruluşlara karşı güvensizlik artmış, bankalararası işlemlerde karşı taraf riski (*counterparty risk*) algısını yükseltmiştir. Büyük bankaların aktif değerleri yüksek oranlarda düşmüştür. Likit menkul kıymetlerin fiyatları yüksek oranlarda düşmüş, kaldıraçlı enstrümanlarla işlem yapan “gölge bankacılık” sektörü büyük bir darbe yemiştir (Bank for International Settlements 2009)

Bu gelişmelerin etkileri ABD ekonomisiyle sınırlı kalmamış, finansal kriz küresel ölçekte bir ekonomik krize dönüşmüştür. Avrupa'daki bazı finansal kuruluşların da kurtarılması gereği ortaya çıkmış, buna bağlı olarak küresel piyasalarda sistemik risk artmıştır. Sistemik riskin artması sonucunda gözlenen küresel finansal sistemdeki bozulmanın reel sektöre yansması, artan fonlama maliyetleri ve daralan kredi imkanları kanalıyla ortaya çıkmıştır. Kredi piyasalarında arz yönlü daralmanın artarak devam etmesi, krizin finansal olmayan sektörleri ve gelişmekte olan ülkeleri daha da etkilemesine neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde krizin etkileri daha fazla hissedilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki kırılmalıklar ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte, küresel krizin olumsuz etkilerinin, bankacılık sektörü ve bütçe yapısı sağlam olmayan, kısa vadeli sermaye girişlerinin ağırlıklı olduğu, döviz kurundaki volatiliteye duyarlı gelişmekte olan ekonomilerde kendini daha fazla hissettirmiştir (IMF 2009a).

Küresel ölçekte makroekonomik büyümenin yavaşlaması ile birlikte büyük finansal kuruluşların iflasın eşiğine gelmesi veya iflas etmesi, kredi riskinin artmasına, banka bilançolarının bozulmasına ve hisse senetlerinin değerlerinin hızla düşmesine neden olmuştur. Söz konusu gelişmeler küresel finansal sistemin istikrarını sağlamaya yönelik kamu müdahalelerinin eşi görülmedik seviyelere ulaşmasına neden olmuştur. Bu gelişmelerin sonucunda, küresel kredi piyasalarına ilişkin hızla artan kaygılarla ABD hükümeti ve Avrupa ülkeleri 2008 yılı Ekim ayı başında yeni önlem paketlerini uygulamaya başlamışlardır. ABD'de yürürlüğe giren Acil Ekonomik İstikrar Yasası (*Emergency Economic Stabilization Act*) kapsamında geliştirilen Sorunlu Varlıkları Kurtarma Planı (*Troubled Asset Relief Program-TARP*) çerçevesinde ABD Hazine'sinin likiditesi düşük ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetleri devralmasına imkan sağlanmıştır. Söz konusu kurtarma planı ile konut kredisi kaynaklı zararların daha da büyümesinin önüne geçilmesi, konut kredisine dayalı varlıkların fiyatlanmasının daha şeffaf olmasının sağlanması ve banka bilançolarındaki likidite sıkışıklığının giderilmesi amaçlanmıştır (Naude 2009). Buna ek olarak, hem ABD'de hem de Avrupa'da mevduata getirilen güvence sınırı artırılmıştır. G-7 ülkeleri, gerektiğinde kamu kaynaklarının kullanılması yoluyla söz konusu finansal kuruluşlara sermaye aktarılabilesini kapsayan eylem planı üzerinde anlaşmaya varmışlardır. Esas itibariyle

alınan önlemlerin başında faiz oranlarını düşürerek piyasalara likidite vermek gelmiştir (TCMB 2008).

Amerikan Merkez Bankası başta olmak üzere, gelişmiş ülke merkez bankalarının piyasalara sağladığı likidite imkanları, yılın son çeyreğinde konut kredisi kaynaklı olmayan sorunlu menkul kıymetleri de kapsayacak şekilde genişleyerek devam etmiştir. Amerikan Merkez Bankası'nın gerçekleştirdiği bu operasyonlar sonucunda ABD ekonomisinde parasal taban 2008 yılında %105 gibi oldukça yüksek bir oranda artış göstermiştir. Alınan bu tedbirlere rağmen, küresel krizin yarattığı güven kaybı reel sektör üzerinde etkili olmuştur (TCMB 2008).

2008 yılında küresel büyümede gözlenen yavaşlama eğilimi iyice belirginleşirken, yılın son çeyreğine ait göstergeler ekonomik faaliyetlerdeki zayıflamanın derinleştiğini göstermiştir. Özellikle gelişmiş ülke ekonomilerinden kaynaklanan talep azalmasıyla birlikte emtia ve petrol fiyatlarında hızlı bir gerileme yaşanmış, bu da enflasyonun küresel ölçekte belirgin bir şekilde düşüş eğilimine girmesine yol açmıştır. Bu da küresel bir durgunluğun göstergesi olarak yorumlanmıştır. Ekonomik durgunluğun yayılmasına karşı önlem olarak, başta gelişmiş ülke merkez bankaları olmak üzere merkez bankaları, faizlerde önemli ölçüde indirim gitmişlerdir. Merkez bankalarının aldığı önlemlerin yanı sıra, özellikle gelişmiş ülke hükümetlerinin gerek vergi indirimlerini, gerekse kamu harcamalarını içeren kapsamlı mali paketleri uygulamaya başlamaları küresel durgunluk kaygılarını hafifletse de dünya ekonomisindeki belirgin yavaşlamayı önlemekte yeterli olmamıştır (TCMB 2009).

Genel olarak bakıldığında finansal piyasalarda başlayan ve 1929 Büyük Ekonomik Buhranı'yla karşılaştırılacak kadar dünya ekonomisini etkileyen küresel krizin ana nedenlerinden belki de en önemlisi, uzun bir süre boyunca yüksek büyüme, düşük faiz oranları ve düşük volatilitenin yaratmış olduğu kırılganlıklardır (Bank for International Settlements. 2009). Özellikle Amerikan Merkez Bankası'nın faiz oranlarını düşürerek dolar likiditesini arttırması ve finansal inovasyonla geliştirilen kaldıraçlı finansal araçlara yönelik bankaların risk algulamalarının düşmesi, bu araçların işlem gördüğü piyasalarda yüksek işlem hacimlerinin olası etkilerinin tam olarak anlaşılabilmesi krizin ana nedenleri arasında sayılmalıdır (Altunbaş, Leonardo ve Marques-Ibanez 2009). Diğer nedenleri ise üç ana başlıkta toplayabiliriz; Birincisi, finans sektöründe kamu

otoritelerinin bahse konu finansal inovasyon neticesinde oluşan riskleri ve eğilimleri tam olarak algılayabilecek donanımdan yoksun olmaları, ikincisi makroekonomik politikaların uygulanmasında, finansal sistemdeki ve konut sektöründeki sistemik risklerin dikkate alınmaması, üçüncüsü küresel düzeyde, kırılabilirliklerin ve finansal bağlantılara ilişkin olarak gözetim sisteminin çok parçalı olması ve koordineli bir gözetimin varolmamasıdır (IMF 2009b).

Krizin ekonomik faaliyetlerde tahmin edilenin ötesinde bir yavaşlamaya neden olacağı endişesi ile enflasyon kaygıları yerini deflasyon riskine bırakmıştır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının politika faiz oranlarını önemli ölçüde indirerek finansal krizin boyutlarını kontrol altına almaya çalıştıkları görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları ise başlangıçta döviz kurlarındaki değer kaybı ve finansal istikrar kaygıları nedeniyle temkinli bir tavır izlerken, krizin devamında toplam talep koşullarının sert bir şekilde gerilemesi ve enflasyonun endişe kaynağı olmaktan çıkması ile birlikte para politikalarını gevşetme eğilimine girmişlerdir (IMF 2009a).

Finansal çalkantının kriz boyutlarına çıktığı 2008 yılı Eylül ayı ile 2009 yılı Şubat ayı arasındaki dönemde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ortalama politika faiz oranları, sırasıyla, 260 ve 140 baz puan indirilmiştir. Mayıs 2009 itibarıyla Amerikan, Japon, İngiltere, Kanada, İsveç ve İsviçre Merkez Bankaları faiz oranlarını sıfıra yakın indirmişlerdir. Faiz oranlarının sıfıra yaklaşması neticesinde, bankaların mevduat faizi para piyasalarındaki faiz oranlarının altında kalmıştır. Faiz indirimlerinin firmalara ve hanehalklarına etkisinin olmayacağı gerekçesiyle merkez bankaları faizleri sıfırın biraz üzerinde tutmuşlardır (Bank for International Settlements. 2009).

Bu dönemde özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının teminat olarak kabul ettikleri menkul kıymet çeşitlerini ve işlem yaptıkları kuruluş sayısını artırma yoluna giderek finansal kuruluşların ve firmaların bilançolarındaki zararlı varlıkların tasfiyesini hızlandırmayı ve kredi mekanizmasına tekrar işlerlik kazandırmayı amaçladıkları görülmektedir (Sübiday 2009). Bunun sonucunda birçok merkez bankasının bilanço büyüklükleri tarihlerindeki en yüksek seviyelere ulaşmıştır. Merkez bankalarının piyasaya büyük miktarlarda likidite sağlamasına rağmen kredi riski algılamasının yüksek seyretmesi, bankaların kredi kullandırma konusunda temkinli davranmalarına neden olmaktadır. Kredi imkanlarındaki sıkılığın devam etmesi ve aktarım

kanallarındaki tıkanıklık para politikasının etkinliğinin kısıtlı kalmasına neden olmuştur. Merkez bankalarının aldığı önlemlerin yanı sıra, özellikle gelişmiş ülke hükümetleri, vergi indirimleri ve yeni kamu harcamalarını içeren kapsamlı mali paketleri uygulamaya koymuşlardır. Yaşanan krizin boyutu ve ekonomik faaliyetteki gerilemenin eş zamanlı olarak tüm dünya geneline yayılması, alınan önlemlerin zamanında ve diğer ülkeler ile koordineli bir şekilde uygulanmasını gerekli kılmıştır. Sonuç olarak 1980 ve 1990'ların başında yaşanan küresel kriz dönemlerine kıyasla bu dönemde alınan mali önlemler nispeten daha hızlı ve koordinasyon içinde hayata geçirilmiştir. 2009 yılı başına kadar olan dönemde açıklanan küresel mali önlemlerin toplamı 2 trilyon Amerikan dolarını aşmıştır (TCMB 2009).

Küresel kriz uygulanan para politikalarını da büyük çapta değiştirmiştir. Krizin etkilerinden biri ve belki de en önemlisi enflasyon hedeflerinin dışsal olarak tek başına enflasyon beklentilerini etkileyememesidir. Bu nedenle birçok gelişmiş ülke merkez bankası, para ve kredi piyasalarında oluşan likidite problemini çözmek yanında parasal modellerin öngördüğü gibi faiz oranları dışında geleneksel olmayan politika enstrümanları kullanmıştır. Bunlar; Miktar Genişlemesi (*Quantitative Easing*), Kredi Genişlemesi (*Credit Easing*), Genişletilmiş Kredi Yardımı (*Enhanced Credit Support*), Varlık Alım Programları (*Asset Purchase Program*)'dır (Özdemir 2009).

Geleneksel olmayan para politikası yöntemleri, temelde parasal tabanın genişletilmesine hizmet etmektedir. Bu politikalar ülkelere göre çeşitli isimler altında adlandırılabilirler. Bu farklılıklar genelde problemin kaynağını ve amaç farklılıklarını da yansıtmaktadır. Örneğin geleneksel olmayan para politikası yöntemlerinin amaçları; Japonya'da deflasyon riskini azaltmak ve ekonomiyi canlandırmak olması nedeniyle "Miktar Genişletmesi", Amerika'da para ve kredi piyasalarındaki problemleri çözmeye yönelik olması nedeniyle "Kredi Genişlemesi", Avrupa'da bankacılık kesiminin likidite problemini çözmek ve böylelikle bankaların kredi mekanizmalarını sağlıklı bir şekilde devam ettirmelerinin amaçlanması nedeniyle "Genişletilmiş Kredi Yardımı", İngiltere'de ise finansal piyasaların istikrara kavuşturulması için bankalardan önceden açıklanan bir program dahilinde doğrudan varlık alımına yoğunlaşılması nedeniyle "Varlık Alım Programı" olarak bilinmektedir (Özdemir 2009).

Bu yöntemleri krizde önce Amerikan Merkez Bankası başlatmıştır. Amerikan Merkez Bankası'nın para politikasını gevşetmek dışında aldığı önlemler üç ana noktada toplanmaktadır (Bernanke 2009).

- 1) Finansal kuruluşlara borç verme,
- 2) Kredi piyasalarına (toplam talebi desteklemek için) doğrudan likidite sağlama,
- 3) Uzun vadeli menkul kıymet alımı.

Bu yöntemlerin özünde merkez bankalarının menkul kıymet karşılığı piyasalara yüklü miktarda para vermesi yatmaktadır. Burada menkul kıymetler geleneksel olarak açık piyasa işlemlerinde kullanılan kağıtların dışında, kısa vadeli finansman bonoları, uzun vadeli ipoteye dayalı menkul kıymetler ve hisse senetleri gibi daha farklı kıymetleri kapsamaktadır. Bu önlemleri alırken dünyadaki önemli merkez bankaları koordineli çalışmaya gayret göstermiş, özellikle ABD dolarına yapılan müdahaleler de daha yakın hareket etmişlerdir (Bank for International Settlements 2009).

Yukarıda bahsedilen yöntemlerin amacı, kriz durumlarında piyasalarda güvensizliğin artmasıyla, para ve kredi piyasalarında oluşan sıkışıklığın açılmasını sağlamaktır. Bunun yapılamaması durumunda, 1929 Büyük Buhranı'nda olduğu gibi banka varlıklarının erimesi ve bunun neticesinde para arzının küçülerek para politikasının daha da sıkı hale gelmesi riski ortaya çıkmaktadır. Kredi piyasalarındaki ortaya çıkan problemler nedeniyle para politikasının daha da sıkı hale gelmesi bu piyasalarının hızla çökmesine ve krizin daha da derinleşmesi yol açabilecektir. Diğer yandan geleneksel olmayan bu yöntemlere başvurulması para politikasının etkinliğini, beklentiler, fonlama maliyetlerinin düşmesi ve toplam servetin artması gibi kanallarla da arttırdığı için, ekonominin bir an önce canlanmasına ve deflasyon riskinin azaltılmasına yardımcı olacağı düşünülmüş; bu yöntemlerin, beklentiler üzerinde doğrudan etki yaratacağı öngörülmüştür. Bu nedenle merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikası yöntemlerine başvurmaları doğrudan ekonomik canlanmaya ve enflasyonist beklentilerin oluşmasına yardımcı olmaktadır. Bir diğer aktarım mekanizması ise menkul kıymet piyasaları aracılığıyla işlemektedir. Merkez bankalarının menkul kıymet satın almaya başlaması, o menkul kıymetin fiyatının artmasına ve getirisinin düşmesine yol açmaktadır. Bu sonuç sadece o menkul kıymetin işlem gördüğü piyasada sınırlı kalmayıp, menkul kıymeti satarak likidite elde eden kişi ve kuruluşların, ellerindeki

parayla diğer menkul kıymetlere karşı talep yaratmasıyla da olabilmektedir. Böylelikle bütün piyasalarda menkul kıymet fiyatlarının artması ve getirilerinin düşmesi beklenmektedir. Bu etkinin ortaya çıkması, bir yandan ekonomik birimlerin servetleri ve harcama eğilimlerini artırmakta, diğer yandan faiz oranlarını düşürdüğü için firmaların fonlama maliyetlerini düşürmektedir. Üçüncü bir aktarım kanalı ise, ekonomideki para miktarının bollaşmasının kredi arzı üzerinde yarattığı olumlu etki yoluyla gerçekleşmektedir. Banka bilançolarında piyasaya yapılan likidite enjeksiyonuyla oluşan aşırı likiditenin bankalar tarafından karlı projelerin finansmanına yönlendirilebileceği öngörülmektedir. Bu üç aktarım kanalının etkisiyle, geleneksel olmayan para politikası yöntemleri ekonominin canlanmasını ve enflasyon beklentilerinin fiyat istikrarıyla tutarlı hale gelmesini sağlamaktadır (Bank for International Settlements 2009).

Bu yöntemlerin bir takım riskleri de bulunmaktadır. Bu risklerin birincisi bankalara verilen likiditenin krediye dönüşmeme riskidir. Bu durum aslında sorunun likiditeden çok, 1990'lı yıllarda Japonya'da olduğu gibi bankaların sermaye yapılarının kredi vererek daha fazla risk alınmasına müsait olmaması, ekonomide finanse edilebilecek karlı projelerin bulunmaması gibi sorunlara işaret etmektedir. Diğer bir risk ise uzun vadeli kamu kağıtlarının alınmasından kaynaklanabilecek problemlerdir. Kamu harcamalarının merkez bankası tarafından fonlanması anlamına gelebilecek böyle bir gelişme, piyasa tarafından karşılıksız para basma şeklinde algılanabilecektir. Böyle bir algı mali disiplinin bozulduğunu düşündüreceğinden para politikalarının güvenilirliğinin olumsuz etkilenmesine yol açacaktır. Üçüncü bir risk faktörü ise merkez bankasının geleneksel olmayan yöntemler sonucu uzun vadeli tahvilleri, finansman bonoları, diğer bir takım faiz ve kredi riski içeren kağıtları portföyüne eklemesinden kaynaklanmaktadır. Böyle bir bilanço yapısı ise faizlerin yükselmesi veya menkul kıymetleri alınan şirketlerin batması durumunda merkez bankasının zarar yazmasına neden olacaktır. Son olarak piyasalarda oluşan likidite artışının ve çıkış stratejisinin iyi ayarlanması gerekmektedir. Bu tür bir ayarlanmanın iyi yapılamaması durumunda enflasyonist beklentilerin oluşması mümkündür. Hatta kontrolün kaybedilmesi veya geleneksel olmayan bu politikalardan geç çıkılması durumunda hiperenflasyon riskinin oluşması kaçınılmaz olabilecektir (Bank for International Settlements 2009).

Ülkemizde Merkez Bankası'nın yaşanan krizlere yönelik politikalarını incelersek öncelikle Türkiye'de yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden ve alınan tedbirlerden bahsetmek gerekmektedir. Merkez Bankası bu krizleri aşmaya çalışırken bazı politika değişikliklerine gitmiştir. Türkiye, Şubat 2001'de yaşanan krizin ardından, Mayıs 2001'de dönemin hükümeti tarafından IMF destekli "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" açıklanmıştır. Bu program, bankacılık sektöründe köklü düzenlemeler, yapısal reformlar ve mali disiplinin sağlanmasına yönelik tedbirler içermektedir. Yeni program Nisan 2001 ortasında açıklanmış, Mayıs 2001'de yürürlüğe girmiştir. Bu yeni programda mali disiplin hedeflenmiş, parasal disiplin sözü verilmiş ve özellikle bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması gündeme getirilmiştir. Alınacak tedbirler konusunda niyetin ciddi olduğunun bir göstergesi olarak daha program açıklanmadan önce Merkez Bankası Kanunu değiştirilmiştir. Değiştirilen kanunda, para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olduğu belirtilmiştir. Söz konusu bu iki gelişme piyasalarda ekonomik programa olan güveni artırmıştır. Bunun yanında Şubat 2001 krizinin hemen ardından Merkez Bankası, 2000 yılı başından beri uygulanmakta olan IMF destekli istikrar programının temel unsuru olan ABD doları ve eurodan oluşan döviz sepeti uygulamasının devam ettirilmesinin, istikrar programına olan güvenin kaybolmuş olması nedeni ile artık mümkün olmadığını, dolayısı ile dalgalı kur rejimine geçileceğini ve zaman içinde para politikası olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin benimseneceğini açıklamış, bunun ardından Türkiye dalgalı kur rejimine geçmiştir. Bunu takiben 2002 yılında dönemin hükümeti tarafından uygulanmaya başlanan, 3 yıllık bir süre içinde (2002-2005) enflasyonu %12 düzeyine, daha sonra da tek haneli düzeylere indirmeyi amaçlayan ekonomik istikrar programı, ardından 2005-2008 yıllarını kapsayan, enflasyon hedeflemesini içeren yeni bir ekonomik istikrar programı açıklanmıştır. (Yakupoğlu 2010).

Türkiye'de 2001 krizi sonrası yürütülen yeni para politikası, fiyat istikrarına ulaşma amacı üzerine odaklanmıştır. Dalgalı kur rejimine geçişle birlikte, 22 Şubat 2001 tarihinden itibaren, Merkez Bankası'nın birincil önceliği; para politikasının etkinliği açısından faiz oranlarının Merkez Bankası'nca kontrol edilebilir hale gelmesi, ödemeler sisteminin çalışır hale gelerek finansal istikrarın sağlanması, borcu olan kamu ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devredilen bankalardaki yükümlülüklerin, daha uzun vadeli ve daha düşük faizle finanse edilerek kamu borcu üzerindeki baskının

azaltılması olmuştur. Böylelikle Türkiye’de para ve kur politikası açısından yeni bir dönem başlamıştır (TCMB 2007; Yakupoğlu 2010).

21. yüzyılda merkez bankacılığında önemli değişimler meydana gelmiştir. 2000’li yılların başından itibaren uluslararası likiditede görülen artış ve 1990’ların sonunda ilk defa Yeni Zelanda’da uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi stratejisi ile bağımsızlık, hesapverebilirlik, şeffaflık gibi yeni kavramlar ortaya çıkmıştır. Türkiye’de 2001 krizinin acı tecrübeleri ile birleşen bu yeni gelişmeler, 2001 krizi sonrasında Merkez Bankası’nı da etkilemiştir. Türkiye’nin uzun yıllardan beri kronik enflasyon sorununu çözememesinin getirdiği kamuoyu tepkisi ve hızla değişen ekonomik koşullar merkez bankacılığı konusunda Avrupa Birliği standartlarına ve dünyada meydana gelen söz konusu gelişmelere uyum sağlama çabalarının birleşmesiyle, modern merkez bankacılığına uygun bir yasal çerçeve oluşturmaya yönelik olarak Merkez Bankası Kanunu’nda değişikliklere gidilmiştir. 1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu’nda yapılan değişikliklerle, Merkez Bankası’nın bağımsızlığı vurgulanmış, özellikle kullanacağı politika araçlarını bağımsız olarak belirleyebileceği ve temel amacının fiyat istikrarı olduğu belirtilmiş, şeffaf ve hesapverebilir merkez bankacılığı için düzenlemeler getirilmiştir. Getirilen yenilikler esas itibariyle dört ana başlıkta toplanabilir. Bunlardan birincisi Merkez Bankası’nın nihai amacının fiyat istikrarı olmasıdır. İkincisi, Merkez Bankası’na finansal sistemin istikrarını sağlama görevinin verilmesidir. Üçüncüsü, Merkez Bankası’nın amaçlarına ulaşmada kullandığı araçları kendi inisiyatifiyle belirlemesi; yani araç bağımsızlığı ve siyasi iktidarların keyfi uygulamalarını bertaraf etmek amacıyla getirilen kurumsal bağımsızlıktır. Dördüncüsü, uygulanan politikalarda şeffaflık ile politikalar ve sonuçlarıyla ilgili olarak hükümete ve kamuoyuna hesap verme sorumluluğudur. (Yakupoğlu 2010).

2001 yılından başlayarak 2005 yılına kadar geçen dönemde Merkez Bankası “açık enflasyon hedeflemesi” rejimine geçmemiştir. Enflasyon oranlarının yüksekliği ve uygulanan politikalara kamuoyunun güveninin tam olarak sağlanmamış olması nedeniyle Merkez Bankası açık bir şekilde ifade edilmeyen bir enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamıştır. Bu stratejiye “örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi” denilmiştir (TCMB 2007; Yakupoğlu 2010).

Örtük enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi rejimine yakınsama stratejisi olarak tanımlanabilir. Örtük enflasyon hedeflemesinde bir enflasyon hedefi belirlenmiş ve para politikası gelecek dönem enflasyonuna odaklanmıştır. Merkez Bankası'nın bu dönemde uyguladığı para politikasında nihai hedefi, enflasyon hedeflemesine geçmek olmuştur. Ancak gerekli ön koşullar tamamlanmadan enflasyon hedeflemesine geçilmesinin para politikasının güvenilirliğini sarsacağı düşüncesiyle enflasyon hedeflemesine geçiş için, para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların zayıflamasının beklenmesi düşünülmüştür. Böylece örtük enflasyon hedeflemesi uygulanan 2002-2005 yılları arasındaki dönem, Türkiye'de 2006 yılında uygulanmaya başlanan açık enflasyon hedeflemesi için gerekli şartların oluşturulduğu bir dönem olmuştur (TCMB 2007; Yakupoğlu 2010).

Bu tür bir stratejinin benimsenmesinin birden fazla nedeni vardır. Birincisi, 2002-2005 döneminde bankacılık sektöründeki operasyonun devam etmekte oluşudur. İkincisi, Türkiye'de geçmiş enflasyona dayalı bir fiyatlama alışkanlığının varlığıdır. Üçüncüsü, döviz kurundaki hareketler enflasyondaki değişimi belirlemede çok önemli bir rol oynamaktaydı. Dördüncüsü ve en önemlisi ise mali baskınlıktı. Bu dönemde kamu borçlanma gereği çok yüksek düzeydeydi. Bir başka neden de kronik enflasyon ortamında para talebinin tahmininin zorlukları ve parasal göstergelerle enflasyon arasındaki ilişkinin genelde istikrarlı olmaması yüzünden, salt parasal hedefleme ile enflasyonla mücadelenin yeterli olmayacağı düşüncesi idi. Enflasyon hedeflemesinin etkinliği büyük ölçüde güvenilirlik düzeyi ile bağlantılı olup, bu nedenle Merkez Bankası koşullar oluşmadan enflasyon hedeflemesine geçilmesinin güvenilir olmayacağı saptamasından hareket etmiştir. Bu nedenlerle dalgalı kur rejimine geçiş sonrasında açık enflasyon hedeflemesine kademeli olarak yakınsama stratejisi benimsenmiş, para politikasının etkinliğini kısıtlayan ve aktarım mekanizmalarının işleme için engel teşkil eden unsurların ortadan kalkması beklenmiştir (Yakupoğlu 2010).

Merkez Bankası, 2002-2005 yılları arasında enflasyon hedeflemesi rejiminin kurumsallaşma, teknik kapasite, şeffaflık, hesapverebilirlik gibi unsurlarına kademeli olarak yaklaşma stratejisi izlemiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, Merkez Bankası hükümet ile birlikte enflasyon hedeflerini saptamış, kısa vadeli faiz oranlarını

enflasyonla mücadelede kullanırken, para tabanını da ek bir çapa olarak belirlemiş, böylelikle enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılmasını amaçlamıştır. Merkez Bankası'nın bağımsızlığı yolunda atılan adımlar ile mali disiplin ve yapısal düzenlemeler, Türkiye'de fiyat istikrarı yolunda kazanımları beraberinde getirmiştir. Piyasada dalgalı kur rejimine uyum artmış ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için elverişli bir ortam oluşmasına yönelik mesafe alınmıştır (Yakupoğlu 2010).

Merkez Bankası 2002-2005 döneminde enflasyon hedeflerinin tümüne ulaşmış, güvenilirliği artmış ve piyasadaki enflasyon beklentileri hedeflere yakınsamıştır. Kamu borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin tartışmalar ekonomideki gündem maddeleri arasında ilk sıralarda yer almışken, bu durum ortadan kalkmış, mali disiplinin sürekliliği konusundaki kaygılar büyük ölçüde hafiflemiştir. Finansal piyasaların derinliği artmaya başlamış, finansal kesimin kırılabilirliği ise azalmıştır. Döviz kurundaki ve finansal piyasalardaki volatilité azalmış, risk primi düşmüştür. 2002-2005 döneminde Türkiye'de ekonomik istikrarda alınan mesafeler ters dolarizasyon sürecinin başlamasını sağlamış, portföy tercihlerinde TL cinsinden yatırımların ağırlığı artmaya başlamış, TL'den altı sıfır atılarak Yeni Türk Lirası'na geçilmiş, temel makroekonomik değişkenlerin öngörülebilirliği Avrupa Birliği ile tam üyelik müzakerelerinin başlaması ve IMF ile yapılan anlaşmayla birlikte artmıştır (TCMB 2007; Yakupoğlu 2010).

2002-2005 döneminde enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi açısından önkoşullardan bir diğeri olan para politikasında kurumsal altyapının iyileştirilmesi konusunda da önemli adımlar atılmış, mali disiplin ve Merkez Bankası'nın kurumsal yapısında sağlanan olumlu gelişmeler; Merkez Bankası'nı bağımsız, şeffaf, hesapverebilir bir duruma getirmiş ve enflasyonist beklentileri yönlendirebilmesini sağlamıştır. Bağımsızlık noktasında uygulama anlamında önemli mesafe alınmış; bu gelişme, kronik enflasyonist sürece tekrar dönülmeyeceği konusundaki piyasa beklentilerini güçlendirmiştir. Gerek Türkiye İstatistik Kurumu'nun yayımladığı fiyat endekslerinde yapmış olduğu değişiklikler, gerekse gerçekleştirilen para reformu nedeniyle, 2005 yılında enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmemiş; ancak 2005 yılı Merkez Bankası tarafından enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için son hazırlık dönemi olmuştur. Merkez Bankası tarafından doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimine hızlı bir geçiş yapılmaması akıllıca bir karar olmuş, piyasa beklentilerinin uzun bir

süreçte yönlendirilerek bu beklentilerin kalıcı olması sağlanmıştır (TCMB 2007; Yakupoğlu 2010).

Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde 2002-2005 yılları arasında yıl sonu enflasyon hedefleri açıklanmış, enflasyon ilk üç yıl üst üste belirlenen hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Enflasyonun düşük seviyelerde istikrara kavuştuğu normal şartlar altında, gerçekleşen enflasyon rakamının sistematik olarak hedefin altında kalması olumsuz bir durum olarak değerlendirilebilir. Ancak 2002-2005 döneminde Merkez Bankası'nın kronik enflasyonist ortamdan tek haneli rakamlara giderken temel amacı yüksek enflasyonu düşürmek olduğundan, hedeflerin altında kalınması beklentileri olumsuz etkilememiş, aksine enflasyondaki düşüşün sürecine dair algılamaları kuvvetlendirmiştir. Merkez Bankası enflasyon beklentilerini hedefe doğru şekillendirmeye çalışmış, iletişim kanallarının iyi bir şekilde kullanılmasıyla üretim düzeyinde göreceli olarak az bir dalgalanma meydana gelmiştir. (TCMB 2007; Yakupoğlu 2010).

Merkez Bankası 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiğini ilan etmiş ve enflasyon hedefi “nokta hedef” olarak belirlenmiştir. Ekonomik birimler tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için, enflasyon hedefinin Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) üzerinden tanımlanması tercih edilmiş ve hedeflenen enflasyon oranı, 2003 baz yılı alınan Tüketici Fiyat Endeksi'nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yıl sonu enflasyon oranı olarak belirlenmiş ve Türkiye’de 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçilmesi nedeniyle Merkez Bankası da üç yıllık bir hedef patikası açıklamıştır (TCMB 2007; Yakupoğlu 2010).

“Açık enflasyon hedeflemesi” rejiminin uygulamaya konulması dünya konjonktüründe hızlı değişimlerin başladığı bir döneme denk gelmiş ve bu hızlı değişim sürecinin bir yansıması olarak Türkiye ekonomisi bir dizi şokla karşılaşmıştır. Bu nedenle 2006-2008 döneminde Türkiye’de enflasyondaki düşüşü engelleyen unsurlar büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelerden kaynaklanmıştır. Uzun süre etkili olan bu küresel finansal şoklar, 2006-2008 döneminde Türkiye’de enflasyonun hedeflerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin maruz kaldığı ilk ciddi şok, 2006 yılı Mayıs ayından itibaren uluslararası sermaye

koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi ve bunun sonucunda Türkiye'nin de dahil olduğu birçok ülkeden sermaye çıkışları yaşanması olmuştur. Bu dönemde TL'nin yaklaşık olarak %30 civarında değer kaybı yaşaması, yaşanan finansal çalkantının yol açtığı güvensizlik ortamı ve gıda fiyatlarındaki sert artışlarla birlikte enflasyonun yükselmesine ve enflasyon beklentilerinin Merkez Bankası'nın hedeflerinin üzerine çıkmasına neden olmuştur. Merkez Bankası bu durumun fiyatlama davranışları üzerinde kalıcı etkiler oluşturmaması amacıyla para politikasında belirgin bir sıkılaştırmaya gitmiş ve ek olarak bir dizi politika önlemi almıştır. Bu önlemler döviz alım ihalelerine ara verilmesinden, TL ve döviz likiditesine ilişkin çeşitli düzenlemelere kadar uzanmıştır. Yaşanan dalgalanma sonrasında enflasyon beklentileri ile hedefler arasındaki fark açılmıştır. 2007 yılı ve sonrasını kapsayan dönemde ise enflasyondaki düşüşü engelleyen temel unsurlar, uluslararası piyasalarda petrol ve diğer emtia fiyatlarında yaşanan keskin artışlar ile fiyat ayarlamaları olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda olduğu gibi Türkiye'de de gıda fiyatlarının TÜFE içindeki ağırlığının yüksek olması, enflasyondaki oynaklığı arttırmıştır). Enflasyon hedeflerinin tutturulamamasına rağmen, Türkiye'de makroekonomik alanda ve finansal piyasalarda yaşanan olumlu gelişmelere istinaden Türkiye'nin risk profili iyileşmiş, faiz oranları ve faiz oranlarındaki volatilité azalmış, TL daha stabil hale gelmiştir. Ancak 2008 yılında yaşanan küresel kriz bütün dengeleri değiştirmiştir. (TCMB 2008a; Yakupoğlu 2010).

2006-2009 yılları arasındaki dönemde enflasyon hedeflerine ulaşamaması esas itibariyle Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklanmasına rağmen, hedeflerin üç yıl üst üste aşılması, enflasyon hedeflerinin beklentiler için çıpa olma fonksiyonunun zayıflamasına neden olmuştur. 2006 yılında enflasyon oranı Merkez Bankası'nın belirlediği belirsizlik aralığının üst sınırını aşmıştır. 2006 yılında enflasyonun yükselmesinde belirleyici olan unsurlar ise işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı artışlar, enerji fiyatlarındaki gelişmelerin işlenmemiş gıda ve enerji hariç olarak hesaplanan mal fiyatları endeksindeki yükselişe ise daha çok döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi ile açıklanabilmektedir. 2007 yılı ve sonrasını kapsayan dönemde ise enflasyondaki düşüşü engelleyen temel unsurlar, uluslararası piyasalarda petrol ve diğer emtia fiyatlarında yaşanan keskin artışlar ile fiyat ayarlamaları olmuştur. 2007 yılı enerji ve gıda fiyatlarındaki istenmeyen gelişmelerin etkili olduğu bir yıl olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda olduğu

gibi Türkiye’de de gıda fiyatlarının TÜFE içindeki ağırlığının yüksek olması, enflasyondaki oynaklığı artırmıştır. 2006 ve 2007 yıllarında yaşanan arz yönlü şokların olağandışı boyutlara ulaşması enflasyon hedeflerinin belirgin olarak aşılmasına nedeni olmuş, 2008 yılındaki küresel kriz ise enflasyon hedeflemesini nominal çıpa özelliğinin ortadan kalkmasına neden olmuştur. Sadece Türkiye’de değil, gelişmekte olan bazı ülkelerde de enflasyon hedefinin tutturulamaması, enflasyon hedeflemesinin sanıldığı aksine zor bir para politikası stratejisi olduğunu göstermiştir. Daha önemli olan husus, arz şoklarının etkisinin başlangıçta ekonomi çevreleri tarafından tahmin edilenden daha uzun bir süre devam edeceğine ilişkin algılamaların giderek güçlenmiş olmasıdır. Bu nedenlerle 2009 yılında enflasyon hedef oranları artık nominal çıpa olma özelliğini yitirmiştir. Enflasyon hedeflerinin tutmamasının arkasındaki nedenler sırasıyla; petrol fiyatlarındaki artışlar, uluslararası likidite koşulları ile küresel risk algılamasındaki değişiklikler, dolaylı vergiler, kamunun fiyat ayarlamaları, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemez hareketler olmuştur. (Yakupoğlu 2010).

Türkiye’de piyasadaki likiditeyi asıl olarak; para tabanı artışı, Hazine Müsteşarlığı’nın Merkez Bankası’na olan kupon ve anapara itfaları, Hazine’nin TL cinsi borçlanarak net döviz cinsi borç ödeyicisi olması azaltıcı yönde etkilemekte; Merkez Bankası’nın net döviz alımları, zorunlu karşılıklar ve fazla likiditeyi çekmek için yapılan faiz ödemeleri, Hazine Müsteşarlığı’nın Merkez Bankası nezdindeki hesaplarında görülen azalış, artırıcı yönde etkilemektedir. Hazine Müsteşarlığı’nın döviz ödemelerinin döviz girişlerinden fazla olacağı varsayımı ve döviz alım ihale programı temel alındığında, zaman zaman geçici likidite sıkışıklıkları yaşanmış olsa da, piyasadaki likidite fazlası makul ölçülerde devam etmiştir. Piyasada kalıcı likidite açığının ortaya çıkması halinde, piyasalarda referans alınan kısa vadeli faizler, Merkez Bankası borçlanma faizi değil, temel fonlama aracı olan repo ihale faizleri olmuştur. Bu nedenle, likidite sıkışmaya başladığında, piyasalarca referans alınan faiz oranı, sadece likiditenin azalması nedeniyle yükselmiştir. Böyle bir durumun yaratabileceği olumsuzlukların önüne geçilebilmesi için, enflasyondaki görünümün değişmemesi halinde, Merkez Bankası borçlanma ve borç verme faizlerini likidite sıkışıklığının gecelik faizler üzerinde yarattığı baskıyı giderecek şekilde düşürmüştür. Merkez Bankası bu dönemde, piyasa koşullarında beklenmedik değişikliklere ve ortaya çıkacak ihtiyaçlara göre likidite yönetimi

stratejisinde, borçlanma ve borç verme faiz aralıklarında değişikliklere gitmiştir (Yakupoglu 2010).

Merkez Bankası'nın 2001 sonrası dönemde ana politika aracı, kısa vadeli faiz oranı (Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası borçlanma oranı) olmuştur. Hem örtük enflasyon hedeflemesi hem de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemde, Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarını kademeli olarak indirerek piyasada likidite sıkışıklığı yaşanmasını önlemeye çalışmıştır. Merkez Bankası, Şubat 2001 krizi sonrası kamu bankaları ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu bünyesindeki bankalardan, bu kurumların likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla, 14 milyar TL tutarında devlet iç borçlanma senedi almış ile 2003-2005 dönemindeki yoğun döviz alımları sonucu oluşan likidite fazlası 2006 ve 2007 yıllarında devam etmiş, Merkez Bankası piyasadaki fazla likiditeyi bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasası'ndaki TL depo işlemleri ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki repo işlemleri ile gecelik vadede çekmiş, böylece gecelik piyasa faiz oranları genellikle Merkez Bankası'nın borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşmuştur (TCMB 2008a; Yakupoglu 2010).

Merkez Bankası'nın yoğun döviz alımları nedeniyle oluşan fazla likidite koşulları Mayıs 2008'e kadar sürmüştür. Mayıs 2008'den itibaren küresel krizin etkisiyle piyasada likidite sıkışıklığı oluşmuş, bu durum yılın kalan döneminde de devam etmiştir. Merkez Bankası fazla likiditeyi gecelik vadede çekmiş, likidite açığının ortaya çıktığı Mayıs 2008 sonrasında likidite ihtiyacını düzenli olarak gerçekleştirdiği bir hafta vadeli repo ihaleleri ile sağlamaya başlamıştır. Diğer yandan bazı bankaların ikincil piyasada verdikleri faiz oranları, Merkez Bankası borçlanma faiz oranının önemli ölçüde üzerine çıkmadığı sürece bu bankalar fazla likiditelerini işlem maliyetleri, vergi farklılıkları gibi faktörlerin neticesinde Bankalararası Para Piyasası'nda Merkez Bankası'na borç vererek değerlendirmeyi tercih etmişlerdir. Bu nedenle, Merkez Bankası bir yandan piyasayı bir hafta vadeli fonlarken, diğer yandan da gecelik vadede piyasadaki borçlanmıştır. Böylece Merkez Bankası piyasadaki gecelik faiz oranlarının, referans faiz oranı niteliğindeki Merkez Bankası borçlanma faiz oranının belirgin şekilde üzerine çıkmasını önlemiş, likiditenin bankacılık sisteminde sağlıklı dağılımını sağlamış, böylelikle

Merkez Bankası borçlanma faiz oranı piyasalar için temel gösterge olmaya devam etmiştir (Yakupoğlu 2010).

Bu dönemde küresel gelişmelere paralel olarak faiz oranları düşmüş ve tek haneli rakamlara gerilemiştir. Ekonomik istikrarda alınan mesafeye bağlı olarak nominal ve reel faizler önemli ölçüde düşmüştür. Nominal faizler % 70'lerden % 8-9'lara kadar düşerken, reel faizler %20-30 aralığından % 5'in altına kadar altına kadar gerilemiştir. Faiz indirimleri gecelik para piyasasını doğrudan etkilerken, Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranlarında yaptığı bir değişiklik yaklaşık bir çeyrek yılda bankacılık sektöründe verilen kredilerin faiz oranlarına yansımaktadır. Böylelikle Merkez Bankası piyasadaki kredi talebini kısa bir sürede, faiz oranlarını değiştirerek etkileyebilmektedir. Bunun yanında Merkez Bankası faiz oranlarındaki değişimler döviz piyasasının stabilize olmasında paralel bir etki oluşturmuştur. 2008 yılında başlayan küresel krizin etkilerini azaltmak amacıyla TCMB politika faiz oranlarını kullanmaya devam etmiş, Merkez Bankası gelişmekte olan ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde politika faizlerini en fazla düşüren merkez bankası olmuştur. Faiz indirimlerinin başladığı günden bu yana gerek risk primi göstergelerinin seyrinin gerekse enflasyona ve ekonomiye dair açıklanan verilerin Merkez Bankası'nın öngörülerini teyit etmesi, para politikası kararlarının beklentiler üzerindeki etkisini güçlendirmiş, piyasa faizleri kademeli olarak gerileyerek Türkiye'nin yakın tarihindeki en düşük düzeye inmiştir. Merkez bankası'nın yaptığı 850 baz puanlık faiz indirimi, alınan mali tedbirlerin de katkısıyla, kredi piyasası ve iç talep üzerinde etkisini göstermiş, makro-ekonomik riski azaltmada önemli bir rol oynamıştır. Bu bağlamda Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinde geç kalmasının, piyasada likidite sıkışıklığına ve belki de bankacılık sektöründe bir paniğe neden olacağını da göz ardı etmemek gerekmektedir. (TCMB 2008a; Yakupoğlu 2010).

Kur politikasına bakıldığında, Şubat 2001 sonrası kur politikası dalgalı kur rejimine uygun bir şekilde yönetilmiş, Merkez Bankası gerekmedikçe döviz piyasasına müdahale etmemiştir. Merkez Bankası müdahale etmediği takdirde döviz piyasasında mevcut oynaklığın artacağını düşündüğünde "oynaklık müdahalesi" yapmıştır. Dalgalı kur rejimi altında Merkez Bankası para politikasını sabit ve öngörülebilir kur rejimine kıyasla çok daha esnek uygulayabilmiş, bankacılık sisteminin Türk Lirası likidite

ihtiyaçlarına çok daha esnek ve süratle cevap verebilmiş, enflasyon hedefi ile uyumlu olduğu sürece, para piyasası faiz oranlarının aşırı dalgalanmasını önleyebilmiştir. (TCMB 2008a; Yakupoğlu 2010).

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru ile genel fiyat düzeyi arasında yüksek bir ilişki vardır. Bu nedenle kura yapılan müdahalelerin anti-enflasyonist istikrar programı uygulayan bir Merkez Bankası için önemi büyüktür. 2002 sonrası dönemde uluslararası piyasalarda sıklıkla yaşanan çalkantılar ve iç piyasada yaşanan gelişmelerle döviz kurlarında yüksek oranlı dalgalanmalar görülmüş, döviz piyasasında hızlı ve ani hareketler gözlenmiştir. Mayıs 2006 ve Temmuz 2007’de görülen çalkantılar ile 2008 küresel krizde yaşanan döviz çıkışı bunlardan başlıcalarıdır. Bu dalgalanmalarda esas olarak uluslararası likiditenin düzeyi önem arz etmiş, Merkez Bankası döviz piyasasındaki likiditenin durumuna ve kurun seviyesine göre bu ani döviz hareketlerine müdahale etmiştir. Merkez Bankası döviz kurundaki oynaklığı takip etmiş ve kurlarda her iki yönde oluşabilecek aşırı oynaklık durumunda piyasaya doğrudan müdahale etmiştir. Bu müdahale kararlarını sadece geçmiş verilere bakarak değil, oluşan ve oluşabilecek potansiyel oynaklıkların bütün yönleri değerlendirerek almış, Merkez Bankası’nın doğrudan döviz alımlarının döviz piyasasındaki volatilitiyi azalttığı gözlenmiştir (TCMB 2009; Yakupoğlu 2010).

Korunması gereken bir kur seviyesi olmadığından, döviz rezervlerinin düzeyinin önemi sabit ya da öngörülebilir kur rejimlerinde kıyasla oldukça azdır. Ancak Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesinde ve ülkeye duyulan güvenin artırılmasında Merkez Bankası’nın güçlü döviz rezervi katkı sağlamaktadır. Bu nedenle Merkez Bankası döviz rezervinin artırılmasına yönelik olarak “rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri” gerçekleştirmiştir. Merkez Bankası, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olduğunca düşük düzeyde etkilemek için döviz alımlarını 1 Nisan 2002 tarihinden itibaren kuralları önceden açıklanmış döviz alım ihaleleri ile gerçekleştirmiş, 2005 yılından başlayarak yıllık ihale programları açıklamış, döviz likiditesinde 2008 yılındaki küresel krizde olduğu gibi olağanüstü farklılaşmalar görülmediği sürece de bu programlarda değişikliğe gitmemiştir. Merkez Bankası, açtığı döviz ihaleleriyle önceden duyurulan miktarlarda alım-satım işlemi yapmış, bazı durumlarda piyasanın koşullarına

bağlı olarak doğrudan müdahalede bulunmuştur. “Doğrudan müdahale” Merkez Bankası’nın bankalararası tezgahüstü döviz piyasasında bankaları telefonla arayarak talep veya teklif ettiği döviz miktarını belirterek ilgili bankalardan döviz alımı/satımı gerçekleştirmesidir. Merkez Bankası 2002-2009 döneminde 64 milyar 695 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir. 2006, 2007 ve 2009 yıllarında dolar kurunda meydana gelen yükselişi engellemek için düzenlediği satım ihalelerinde 2 milyar dolar, satım yönlü müdahalelerde 2 milyar 126 milyon dolar olmak üzere piyasaya toplam 4 milyar 126 milyon dolar vermiştir. Merkez Bankası’nın toplam döviz alışı ise, 43 milyar 287 milyon doları alım ihalesi, 25 milyar 534 milyon doları ise alım yönlü müdahale olmak üzere toplam 69 milyar 121 milyon dolar olmuştur. Böylelikle piyasadaki ucuz döviz temin eden Merkez Bankası, artan uluslararası likiditenin sağlamış olduğu döviz bolluğundan rezervlerini arttırarak faydalanmıştır. Merkez Bankası bu dönemde brüt döviz rezervlerini 2002 yılının başında 18,9 milyar dolardan 2009 yıl sonunda 71,5 milyar dolara çıkarmıştır (TCMB 2010; Yakupoğlu 2010).

2002-2009 döneminde Türkiye’de dolar kurunun seyrine bakıldığında volatilitenin yüksek olduğu gözlenmektedir. Dalgalı kura geçilmesi takip eden 8 yıllık dönemde dört kez yüksek oranlı dalgalanma yaşanmıştır. Her ne kadar Merkez Bankası müdahalelerde bulunsada kurdaki oynaklığın yüksek oranda seyrettiği gözlenmektedir. Bu müdahalelerin yapılmaması durumunda kurun çok daha yüksek bir oynaklığa sahip olacağı ise açıktır. 2002-2009 yılları arasında 1,15-1,80 bandında dalgalanan dolar kuru, Merkez Bankası’nın müdahalelerine rağmen küresel risk iştahında meydana gelen hızlı iniş çıkışlarla geniş bir bantta dalgalanmıştır. (TCMB 2010; Yakupoğlu 2010).

Genel olarak bakıldığında, Türkiye 2001 krizi sonrası sabit kur rejimi ve parasal hedefleme ile sabit faiz uygulamasını terk ederek, Şubat 2001 sonrası dalgalı kur rejimine ve parasal hedeflemeye geçmiş, 2002 sonrası dalgalı kur rejimiyle birlikte örtük enflasyon hedeflemesi, 2006 sonrası dalgalı kur rejimi ve enflasyon hedeflemesi uygulamıştır. Türkiye ekonomisi 2002-2009 dönemine kurtarılan bankaların bıraktığı yüksek miktarda kamu borcu, yüksek dolarizasyon ve enflasyonda ataletle başlamış, 2003 yılında ABD’nin Irak işgali, 2004 ve 2006’da küresel risk iştahında azalmayla yaşanan döviz çıkışı, 2007 Cumhurbaşkanlığı seçimi ve 2008 sonrası küresel kriz ve son olarak 2009 yılında başlayan Avrupa borç krizinin etkileriyle devam etmiştir. Bu zorlu

ekonomik ve siyasi ortamda Merkez Bankası bir yandan beklentileri yönlendirerek enflasyonu düşürmeye çalışmış, bir yandan döviz piyasasında yaşanan çalkantıları minimize etmek için piyasaya müdahalelerde bulunmuştur. (Yakupoğlu 2010).

Bu dönemde Türkiye’de uygulanan para politikasının ve kur rejiminin birden fazla sonucu olmuştur. Bunlardan birincisi; dalgalı kur rejiminin uygulanmasıyla birlikte, Merkez Bankası, piyasaya kur taahhüdü olmadan, para politikasını rahatlıkla uygulayarak hem faizi, hem de enflasyonu düşürebilmiştir. Görece siyasi ve ekonomik istikrarın etkisiyle Merkez Bankası büyük ölçüde beklentileri yönlendirerek enflasyonu tek haneli rakamlara düşürmüştür. Faiz oranları da tek haneli rakamlara inmiş, kredi maliyetleri ucuzlamıştır. İkincisi; dalgalı kur rejiminin uygulanmasıyla döviz kurunda volatilité artmış, bu durum bazı ekonomi çevrelerinde tepkiye neden olmuş, ekonominin büyümeye başladığı dönemlerde değerlendirilen Türk Lirası dış ticaret açığını olumsuz etkilemiştir. Ancak diğer yandan değerlendirilen Türk Lirası, Türkiye’de uzun yıllardır devam eden dolarizasyon sürecini tersine çevirmiş, ters dolarizasyon süreciyle birlikte toplam mevduatlar içinde döviz cinsi mevduatın payı azalmıştır. Böylelikle Türk Lirası’ndan altı sıfır atılabilmiş, yurtiçi piyasada Türk Lirası’nın itibarı artmıştır. Üçüncüsü; 2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçen Merkez Bankası üç yıl üst üste enflasyon hedefini tutturamamış, ekonomi çevrelerinde enflasyon hedeflemesinin doğru bir strateji olup olmadığı tartışılmaya başlanmıştır. Küresel krizin etkisiyle yaşanan küresel boyuttaki ekonomik durgunluk, hedef enflasyon oranlarını para politikası nominal bir çıpa olmaktan çıkarmıştır. Ancak son 30 yıldır tek haneli enflasyon oranı görülmeyen Türkiye’de, tek haneye inen enflasyon oranı Merkez Bankası açısından bir başarı sayılmalıdır. Dördüncüsü; Merkez Bankası’nın 2002-2009 döneminde gösterdiği performans açısından, spesifik olarak beklentilerin yönlendirilmesinin ve kamuoyuyla sağlıklı bir iletişim kurulmasının, uygulanan para politikasının sağlıklı yürümesi açısından çok önemli olduğu görülmüştür. Para politikasının şeffaf bir şekilde, kamuoyunun bilgilendirilerek uygulanması, Merkez Bankası’nın itibarını arttırmıştır. Beşincisi; para politikası uygulaması açısından bakıldığında hem 2001 krizi hem de 2008’deki küresel kriz, sağlam bir bankacılık sisteminin önemini gözler önüne sermiş, Merkez Bankası’nın kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak sadece fiyat istikrarını hedeflemesinin yeterli olmadığı, bunun yanında finansal sistemin istikrarının korunmasının da Merkez Bankası’nın ana hedefleri arasında olması gerektiğini

göstermiştir. Sonuç olarak 2002-2009 dönemi merkez bankacılığı açısından Türkiye’de bir dönüm noktası olmuştur. Küresel geçerliliği olan ilkeler benimsenmiş, enflasyon ve faiz oranları tek haneli rakamlara indirilmiş, finansal sistemde göreceli bir istikrar sağlanmıştır (TCMB 2010; Yakupoğlu 2010).

4.4. KÜRESEL KRİZ VE MERKEZ BANKALARININ ALTIN ALIMLARI

2008 Küresel Kriz ve 2009 Avrupa Borç Krizi sonrası, 2010 yılından başlamak üzere, merkez bankalarının altın alımları yüksek miktarda artmıştır. Amerikan doları, euro gibi rezerv para birimlerinde faiz oranlarının çok düşük düzeyde olması, altına dayalı varlıklara yatırımı artırmıştır. Merkez bankalarının rezervlerinin içinde Amerikan dolarının payı 2000 yılında %62’den 2012 yılında %54’e gerilemiştir (World Gold Council 2013b).

Bu oran 2012 -2017 arasında hemen hemen aynı kalmıştır. Merkez bankalarının altın alımları 2010 sonrası yıllık 400-500 ton civarında gerçekleşmiştir (World Gold Council 2013b).

Tablo 4.2: Merkez Bankalarının Altın Alım-Satım Tutarları

Yıl	Alım	Satım
1987 - 2009	-	7,818 ton
Yıllık Ortalama		340 ton
2010 - 2016	3,303 ton	-
Yıllık Ortalama	472 ton	-

Kaynak: World Gold Council. 2017a.

Son on yılda Amerikan dolarının küresel rezerv para birimi olma özelliğini yitirmeye başlaması ve Rusya ile Çin başta olmak üzere dış ticaret fazlası veren ülkelerin küresel rezerv para birimi olarak Amerikan dolarına güvenmemeleri başta Çin, Hindistan ve Rus merkez bankaları olmak üzere merkez bankalarını, altın rezervlerini artırmaya yönelten diğer bir etmen olmuştur. Bu üç ülkeye bakıldığında, Çin Merkez Bankası’nın rezervleri içinde altının payı diğer ülkelere göre düşüktür. 2002 yılında Çin’in altın rezervi toplam rezervlerinin % 2.2’sini oluştururken, bu oran 2009 altın rezervleri artmasına rağmen % 1.5’e düşmüştür. Hindistan Merkez Bankası rezerv yapısını dengelemek için 2009 yılında 200 ton altın almıştır. Hindistan Merkez Bankası’nın altın

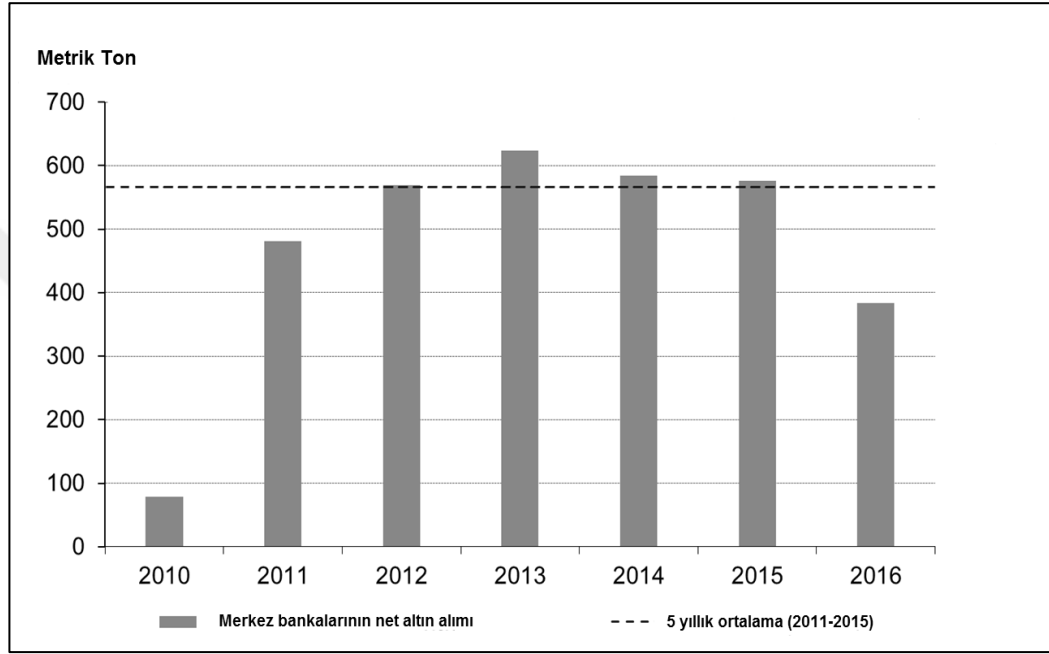
toplam rezervlerinin 1990'ların ortalarında yaklaşık %20'sini oluşturmaktaydı. Ancak bu oran 2000'li yıllara doğru düşmüş, 2008 yılında bu oran % 4'e düşmüş ve 2009 yılında 200 ton satın alınmasıyla % 7 civarına yükselmiştir. Benzer bir durum Rusya için de geçerlidir. 1990'lı yıllarda Rusya Merkez Bankası'nın altın rezervi toplam rezervler içinde oranı % 20 - %35 arasında dalgalanmıştır. Rusya'da döviz rezervlerindeki yüksek artışlar altının rezerv içindeki oranını 2007 yılında %3'ün altına düşürmüştür. Ancak 2008 sonrası dönemde gerçekleştirilen altın alımları ile 2010 yılının başlarında altının rezerv içindeki oranı % 5'e kadar yükselmiştir. Rus Merkez Bankası yetkilileri, altın rezervlerine yönelik resmi bir hedef belirlememişlerdir. Rus Merkez Bankası, döviz rezervlerinde portföy çeşitlendirmesi amacıyla altın alımlarını artırdıklarını belirtmişlerdir. Aynı zamanda Rus Merkez Bankası ülkedeki altın madenciliği desteklemek amacıyla da alım yapmaktadır. Ayrıca Rusya hem ABD hem de Avrupa Birliği ile yaşadığı politik sorunlar nedeniyle altın rezervlerini artırmıştır. Rusya Merkez Bankası bir yandan altın rezervlerini artırırken, bir yandan da döviz rezervindeki Amerikan doları miktarını önemli ölçüde azaltmıştır.

4.5. TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKASI'NIN ALTIN REZERV POLİTİKASI

Geleneksel olarak ülkemizde altına olan talep bankaları yeni tasarruf ürünleri sunmaya sevk etmiştir. Böylelikle; tasarrufların her ay düzenli olarak altın alımına yönlendirildiği altın birikim hesapları açılmıştır. Bankalar altın toplama günleri düzenleyerek yastık altı altının, gelir getiren finansal ürünlere dönüştürülmesine öncülük etmiştir. Bu gelişmelere ek olarak, 2011 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası TL zorunlu karşılıklar kapsamında altın tesisi imkânı sağlayan "Rezerv Opsiyon Mekanizması" ile bu süreci hızlandırmıştır. Bu kapsamda, "fiziki altın, kaydi altına dönüştürülerek" altın depo hesaplarına aktarılmakta, oradan da Rezerv Opsiyon Mekanizması kapsamında Merkez Bankası rezervleri arasına dahil edilmektedir. TCMB'nin 2017 yılı Mayıs ayı itibarıyla 17,8 milyar ABD doları değerinde 447,6 ton altın rezervi bulunmakta ve toplam döviz rezervlerinin yüzde 16,8'ini oluşturmaktadır. Zorunlu karşılık kapsamında tutulan miktar bu rezervlerin yaklaşık %73'ünü oluşturmaktadır (TCMB 2017).

Merkez Bankası'nın 2011 yılından bu yana altın rezervlerinin gelişimini sağlayan "zorunlu karşılık tesis türleri" aşağıdaki şekilde çeşitlendirilmiştir (TCMB 2017):

- 1) TL zorunlu karşılıkların %30'una kadar altın cinsinden tesisine imkân tanıyan Rezerv Opsiyon Mekanizması,
- 2) TL zorunlu karşılıkların %5'ine kadar hurda altın cinsinden tesis imkânı tanınması ve,
- 3) Kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken zorunlu karşılıkların tamamının altın olarak tesisi imkânı.



Şekil 4.3: Merkez Bankalarının Net Altın Alımı 2010-2016

Kaynak: World Gold Council, Annual Review 2017.

Zorunlu karşılıkların altın olarak tesisine imkân tanıyan söz konusu araçlar ile TCMB altın rezervleri güçlendirilmiş ve bankalara likidite yönetiminde daha fazla esneklik sağlanarak bankacılık sisteminin maliyet ve likidite kanallarının olumlu etkilenmesi sağlanmıştır. TL zorunlu karşılıklar için altın tesis imkânından 21.04.2017 tesis tarihi itibarıyla 25 kuruluş yararlanmakta olup, toplamda 45,7 milyar TL değerinde 306 ton altın tesis edilmektedir. Kıymetli maden depo hesapları için altın tesis imkânı kapsamında 21.04.2017 tesis tarihi itibarıyla kıymetli maden depo hesap bakiyesi bulunan 23 bankanın 12'si imkândan faydalanmakta olup, toplamda 1,8 milyar TL değerinde 12 ton altın tesis edilmektedir. Buna ilave olarak Merkez Bankası, 21.10.2016 tarihinde altın cinsinden tasarrufların ekonomiye kazandırılması amacıyla, “hurda altın imkânı” olarak adlandırılan, “Rezerv Opsiyonu İmkânı” kapsamında zorunlu karşılığa

standart altın kabulü için sağlanan %30 oranındaki imkâna ek olarak %5 oranında yeni bir imkân sağlamıştır. Söz konusu imkân dilimine kabul edilen standart altınların kaynağının 03.10.2016 tarihinden itibaren bankalar tarafından yurt içi yerleşiklerden toplanacak işlenmiş veya hurda altın olma şartı getirilerek yastık altı olarak tanımlanan altın cinsinden tasarrufların, bankacılık sektörü aracılığıyla ekonomiye kazandırılması amaçlanmıştır. 07.04.2017 tesis tarihi itibarıyla 322 milyon TL değerinde 2,2 ton hurda altın tesis edilmektedir. Hurda altın kullanım oranı %6,8 olup, imkândan yararlanan banka sayısı 10'dur (TCMB 2017).

Ülkemizde vatandaşlar açısından yastık altında tutulan altınların saklama, güvenlik ve fırsat maliyeti bulunmaktadır. Fırsat maliyeti, hem yatırımcı hem de ülkemiz ekonomisi açısından önem arz etmektedir; çünkü yastık altındaki altının sabit bir getirisi bulunmamakta, bu nedenle yüksek miktarda altın tutmak yatırımcı açısından borçlanma senetlerinden alabileceği kazançtan feragat anlamına gelmektedir. Bu nedenle, Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiş hurda altın karşılığı Altın Tahvili ve Altına Dayalı Kira Sertifikası ürünleri, yastık altında veya saklama hizmeti karşılığı saklanan atıl durumdaki altınların finansal sisteme entegre edilmesinde önemli rol oynamaktadır. Söz konusu ihraçlar yoluyla toplanacak yastık altı altınların ekonomiye kazandırılmasının yanı sıra yatırımcısına da ek bir getiri imkânı sağlanmaktadır.

Merkez bankalarının altın rezervlerinin saklanması, güvenlik gerekçesiyle genellikle gizli tutulmaktadır. Tam olarak açıklanmayan, gizli kalan her şeyde olduğu gibi altınların nerede olduğu meselesi de arada bir şehir efsanesi olarak karşımıza çıkmaktadır. İkinci Dünya Savaşı sonrasında Avrupa'da bazı ülkeler altın rezervlerini kendi ülkeleri dışında özellikle bu konuda geniş imkânı olan ve dünyanın en güvenli kasa dairelerinden birisi olarak kabul edilen İngiltere Merkez Bankası'nın altın deposunda saklama kararı almıştır. Küresel altın piyasasının Londra'da olması da bunda önemli bir etkidir. Hollanda ve Almanya gibi bu ülkelerden bazıları 2008 küresel kriz sonrasında merkez bankalarının rezervi olan bu altınların bir kısmını İngiltere'den kendi ülkelerine taşıma kararı aldılar (Eğilmez 2017b).

Bizim Merkez Bankamız da altın rezervlerinin bir bölümünü İngiltere Merkez Bankası nezdinde tutmaktadır. Bunun ana amacı, uluslararası külçe altın piyasasının Londra'da olması ve Merkez Bankası'nın bu piyasada rahatlıkla yüksek montanlı altın işlemi

yapabilmesidir. Türkiye'nin ve başka ülkelerin altın rezervlerini İngiliz, Amerikan Merkez Bankası veya Uluslararası Ödemeler Bankası BIS nezdinde saklamasının bazı nedenleri bulunmaktadır. Yurtdışı altın saklamasında çok daha fazla öne çıkan hususlardan en önemlisi Merkez Bankasının rezerv yönetimidir. Merkez Bankası Kanunu'nun 53'üncü maddesinin b bendinde şöyle bir hüküm yer almaktadır: "Banka, ülke altın ve döviz rezervlerini para politikası hedefleri ve uygulamaları çerçevesinde yönetir. Bu amaçla Banka, sırasıyla güvenli yatırım, likidite ve getiri önceliklerini dikkate alarak belirleyeceği usul ve esaslara göre yurt içi ve yurt dışı piyasalarda vadeli ya da vadesiz altın, döviz, menkul kıymet, türev ürün alım satım, borçlanma ve borç verme işlemlerini de içeren tüm bankacılık faaliyetlerinde bulunabilir." Bu hüküm çerçevesinde yukarıda da belirtildiği gibi Merkez Bankası Londra altın piyasasında altın işlemleri yapmaktadır. Merkez Bankası, İngiltere'de veya ABD'de tutulan altın rezervleriyle başta swap işlemleri yapmaktadır. Altın rezervleri döviz ihtiyacı olması durumunda swap yapılarak belirli vadeyle döviz alınır. Vade dolduğunda işlem ters yönlü olarak döviz verilip altınlar geri alınır. Merkez Bankası bu yolla bütün diğer merkez bankalarının yaptığı benzer işlemleri yaparak ihtiyacı olan döviz, ihtiyaç duyduğu süreyle elde etmiş olur. Altın swapı yapılırken altınların fiziki olarak aynı depo içinde yer değişimi yapılmamakta, sadece kaydi olarak hesaben işlemler gerçekleşmektedir. Yapılan swap işlemlerine ilişkin altın saklama hesap hareketleri İngiltere Merkez Bankası tarafından ilgili ülkelere bildirildikten sonra swap işlemi gerçekleşir. İngiltere Merkez Bankası, işlemin iki tarafına da güvendiği bir yeddiemin (*trustee*) görevi görmektedir (Eğilmez 2017b).

Merkez Bankası'nın kendi rezervi olarak tuttuğu ve bankaların zorunlu karşılık olarak yatırdığı uluslararası standartta altınların toplamı 2018 sonunda bir önceki yıl sonuna göre 76,1 ton azalarak 488,5 tona düşmüş olup, bu altınların Merkez Bankası'na ait olanları geçen yıl sonuna göre 53,9 ton artarken bankalara ait zorunlu karşılık altınların mevcudu ise 127 ton azalmıştır. Uluslararası standartta olmayan altınların mevcudunda ise değişme olmamıştır. Merkez Bankası, 2018 sonu itibarıyla altınlarının çok büyük bölümünü Türkiye'ye getirmiş bulunmaktadır. Buna göre 2018 sonu itibarıyla Merkez Bankası'nın sahip olduğu ya da zorunlu karşılık olarak Merkez Bankası'nda bulunan uluslararası standarttaki 488,5 ton altının 392 tonu yurtiçinde Merkez Bankası ve Borsa

İstanbul'un kasalarında, 97 tonu ise Londra'da İngiltere Merkez Bankası nezdinde saklanmaktadır (Eğilmez 2019).

Merkez Bankası'nın toplam altın rezervini Amerikan doları olarak ifade edersek 2018 sonu itibarıyla yaklaşık 20,5 milyar dolar etmektedir. Bunun yaklaşık 16,5 milyar dolarlık kısmı yurtiçinde, 4 milyar dolarlık kısmı ise İngiltere Merkez Bankası'ndadır (Eğilmez 2019).

Merkez Bankası'nın altın rezervlerine ilişkin 2018 sonu durumunu 2017 sonuyla karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 4.3: Merkez Bankası Altın Rezervleri Saklama Merkezleri

Metrik Ton	31.12.2017	31.12.2018	Değişim
Uluslararası Standarttaki Altınlar	564,6	488,5	-76,1
TCMB Malı Altınlar	199,4	253,3	53,9
BOE* Nezdinde	109,8	5,9	-103,9
Fed** Nezdinde	0	0	0
BIS*** Nezdinde	18,7	0	-18,7
TCMB Nezdinde	33,7	33,7	0
BISTNezdinde	37,3	213,7	176,4
Bankalara Ait Zorunlu Karşılık Altınları	361,4	234,4	-127,0
BOE Nezdinde	264,3	90,0	-174,3
BIST Nezdinde	97,1	144,4	47,3
Finansman Şirketleri Zorunlu Karşılık Altınları	1,3	0,6	-0,7
BOE Nezdinde	1,3	0,6	-0,7
Teminat Olarak Verilen Altınlar	0	0	0
BIST Nezdinde	0	0	0
Hazine Altınları	2,5	0,2	-2,3
BIST Nezdinde	2,5	0,2	-2,3
Uluslararası Standartta Olmayan Altınlar	3,2	3,2	0
TCMB'ye Ait	2,8	2,8	0
Koleksiyon (TCMB'ye Ait)	0,1	0,1	0
Hazineye Ait	0,3	0,3	0

* BOE : İngiltere Merkez Bankası,

** Fed : ABD Merkez Bankası

*** BIS : Uluslararası Ödemeler Bankası

Kaynak: Eğilmez, M. 2019.

Tablo 4.4: Merkez Bankası Altın Rezervleri Saklama Merkezleri Özeti

Metrik Ton	31.12.2017	31.12.2018	Değişim
Türkiye'de	171	392	221
TCMB	34	34	0
BIST: Borsa İstanbul	137	358	221
Yurtdışında	394	97	-297
BOE: İngiltere Merkez Bankası Nezdinde	375	97	-278
Fed: ABD Merkez Bankası Nezdinde	0	0	0
BIS: Uluslararası Ödemeler Bankası Nezdinde	19	0	-19
Uluslararası Standartta Altın Mevcudu	565	489	

Kaynak: Eğilmez, M. 2019.

Sonuç olarak dünyada merkez bankalarının rezervlerinin önemli bir kısmının altından oluşması altını *de facto* olarak “uluslararası bir rezerv varlık” konumuna getirmiştir. Bu çerçevede altın, sadece ticari bir finansal varlık olmayıp, hemen hemen tüm ülkelerin merkez bankalarında rezerv olarak bulundurdukları stratejik bir finansal varlıktır. Savaş ve ekonomik krizler gibi olağanüstü şartlar altında altın rezervleri siyasi iktidarlar için önemli bir mali kaynak konumundadır. Bu konumunu uzun süre devam ettireceği de rahatlıkla söylenebilir.

5. YATIRIM ARACI OLARAK ALTIN

Altın Türkiye’de geleneksel bir yatırım aracıdır.

Anonim

Altın 1980’li yıllardan itibaren finansal piyasaların hızlı gelişimine ve finansal ürün çeşitlerinin artmasına paralel olarak yatırım aracı olma özelliğini nispeten kaybetmiştir. Ancak, özellikle 2008 Küresel Kriz ile birlikte güvenli liman özelliğini yeniden kazanan altının fiyatına ilişkin uzun vadeli yükseliş beklentisi son yıllarda altının portföylerdeki ağırlığını artırmıştır. 2008 yılının son çeyreğiyle birlikte yükselişi hız kazanan altın fiyatları, altının yatırım aracı olarak kullanılma oranını hızla artırmıştır (Türkiye İş Bankası 2013).

Altına dayalı yatırım araçları; fiziki olanlar ve finansal araç niteliğinde olanlar (kağıt altın: *paper gold*) olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Bunlardan ilki olan fiziki altın yatırım araçları;

- 1) Altın sikkeler ile
- 2) 1 gramdan 12,5 kg. (400 ons) kadar değişen çeşitli ağırlıklarda altın külçelerdir.

Altına dayalı finansal araçlar ise;

- 1) Altına dayalı menkul kıymetler,
- 2) Vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonlar,
- 3) Altın tahvilleri,
- 4) Altın hesapları,
- 5) Altına dayalı borsa yatırım fonları ve
- 6) Yapılandırılmış finansal ürünler gibi araçlar yoluyla gerçekleştirilir.

Finansal araçlarla gerçekleştirilen altın yatırımlarında altının fiziki olarak altına yatırım yapılmadığı için yatırımcılar fiziki altın alımının getirdiği birçok risk ve ek maliyete maruz kalmamaktadırlar. Altın; menkul kıymet olarak, Avustralya, Fransa, Güney Afrika, Hong Kong, İngiltere, İsviçre, Japonya, Meksika, Singapur ve Türkiye’nin

arasında bulunduğu pek çok ülke menkul kıymet borsalarında borsa yatırım fonu olarak işlem görmektedir. Menkul kıymet borsalarının yanı sıra türev borsalarında da altın yerini almış, altına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonlar işlem görmeye başlamıştır. Bu piyasalar üzerinde ilerleyen bölümlerde detaylı olarak durulacaktır. Altına dayalı türev ürünlerin işlem gördüğü önemli piyasalar; ABD, Japonya, Hindistan ve Tayvan borsalarındadır (Altaş 2010).

5.1. ALTIN SİKKELER

Altın sadece bir finansal araç değildir. Altın fiziki olarak da bir yatırım aracıdır. Fiziki altın ürünlerinden bahsedildiğinde ise günümüzde, farklı ülkelerde darphaneler tarafından darp edilen altın sikkeler göreceli olarak küçük tutarlı altın yatırımlarının en önemli araçlarındandır. Genellikle üzerlerinde nominal değeri olmayan; ancak belli bir ağırlığı temsil eden bu altın sikkeler, özellikle geleneksel altın yatırımcılarının gzdesidir.

Dünyada en çok tanınan ve alıcı bulan altın paralar ve özellikleri şoyledir (World Gold Council 2007):

- 1) South African Kruggerand: Piyasada 1976 yılından bu yana basılı olanları mevcuttur. Basılan ilk ons ağırlığında külçe altın sikkedir. 1, 1/2, 1/4 ve 1/10 ons ağırlığında farklı eşitleri bulunmaktadır. 22 ayardır.
- 2) American Eagle: Piyasada 1986 ve sonraki yıllarda baskıları bulunmaktadır. 1, 1/2, 1/4 ve 1/10 ons ağırlığında farklı eşitleri bulunmaktadır. 22 ayardır.
- 3) Canadian Maple Leaf: Piyasada 1979 yılından bu yana basılı olanları mevcuttur. 1, 1/2, 1/4 ve 1/10 ons ağırlığında farklı eşitleri bulunmaktadır. 24 ayardır.
- 4) English Britannia: Piyasada 1987 yılından bu yana basılı olanları mevcuttur. 1, 1/2, 1/4 ve 1/10 ons ağırlığında farklı eşitleri bulunmaktadır. 22 ayardır.
- 5) Australian Kangaroo: Avustralya'da 1989 yılından itibaren bugün daha çok kabul gören Kangaroo altını piyasaya sürülmüştür. 1 ons ile çeyrek ons arasında farklı ağırlık eşitleri bulunmakta ve 22 ayar olarak basılmaktadır.
- 6) Chinese Panda: Piyasada 1982 yılından itibaren işlem görmektedir. 1 ons ile çeyrek ons arasında farklı ağırlık eşitleri bulunmakta ve 24 ayar olarak basılmaktadır.

Yurtdışında altın yatırımcıları, dünya çapında farklı ülkeler tarafından piyasaya sürülen bu geniş yelpazeli altın sikkelerinden tercihte bulunabilmektedirler. Yatırım amaçları bu sikkelerin piyasa değeri, altın ayarının değerine, işçiliğine ve biçimlendirilmesine göre satıcıdan satıcıya ve sikkeden sikkeye değişiklik gösterir. Küçük çeşitler için daha fazla işçilik gereklidir. En sık rastlanılanları versiyonları 1/20, 1/10, 1/4, 1/2 ve 1 ons olmasına rağmen külçe sikkelerin (*gold bullion coins*) boyutları 1/20 ons'dan 1 kilograma kadar değişiklik göstermektedir. Külçe sikkeleri, az sayıda darp edilen hatıralık ya da madalya sikkelerle karıştırmamak önemlidir. Bu ürünler ülkemizdeki Cumhuriyet altınları gibi birer yatırım aracı olarak darp edilmektedirler (Altaş 2010).

5.2. KÜLÇE ALTIN

Altın rafinerileri ve darphaneler tarafından basılan külçe altınlar, altın fiyatlarının artmasıyla getiri sağlayan, kolayca uluslararası kabul gören, geri ödeme riski söz konusu olmayan, istenildiği an kolayca nakde çevrilebilen ürünlerdir. Faiz veya temettü gibi dönemsel bir getiri sağlamaması bir dezavantajdır. Sadece altın fiyatlarının değişmesiyle bir getiri söz konusudur. Ancak diğer yatırım araçları gibi finansal bir enstrümana dönüştürüldüklerinde, kendi içsel getirisinin yanında bir de dönemsel getiri sağlamaktadır. Yatırımcıların külçe altını fiziki olarak ellerinde tutmaları nedeniyle saklama maliyeti ve çalınma riski söz konusu olmaktadır. Ülkemizde “gram altın” adıyla adlandırılan külçe altınlar, 0,5 gramdan 12,5 kilograma (400 ons) kadar değişiklik gösteren ağırlıklarda olabilmektedir. Ülkemizde hem Kapalıçarşı'da hem de Borsa İstanbul'da alım-satımı yapılan büyük külçe altınlar 995 saflıkta 1 kg külçe altınlardır. Londra piyasasında ise 400 onsluk *large bar* adı verilen külçeler işlem görmektedir (World Gold Council 2018).

5.3. BORSA YATIRIM FONLARI

Altına dayalı borsa yatırım fonları dünyada birçok borsada işlem görmektedir. İlk altına dayalı borsa yatırım fonu 2003 yılında Dünya Altın Konseyi (*World Gold Council*) tarafından Avustralya Borsası'nda piyasaya sürülmüştür. 2003 yılının sonlarında ise ikinci bir altın borsa yatırım fonu Londra Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır. Altın borsa yatırım fonlarının en önemli özelliği %100 oranında fiziki altına dayalı olmasıdır.

Borsa yatırım fonlarının dayandırıldığı fiziki altın işlem gördüğü borsada veya ilgili saklama kuruluşunda fiziki olarak depo edilmektedir. BYF’ler, altın fiyatlarını diğer enstrümanlara göre daha doğrudan yansıtırlar ve daha düşük maliyetlidirler. Aynı zamanda kaybolma ve çalınmaya karşı oluşan riskler ile saklanması ve taşınmasına ait ek maliyetler altın yatırım fonlarında söz konusu değildir. BYF’lerde fiziki altın işlemlerinde ödenen işçilik (prim) ücreti gibi ek bir maliyet olmamaktadır. Bu nedenle altın fiyat hareketlerindeki oynaklıklardan işçilik (prim) ödenen fiziki altın yatırımlarına göre BYF yatırımlarından daha yüksek getiri elde edilmektedir (Saleem ve Khan 2013).

Tablo 5.1: Dünyada Toplam Altın Yatırımı 2013-2018 (Metrik Ton)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Altın külçe ve sikke yatırımı	1.871	1.162	1.160	1.043	1.028	1.063
BYF’ler	-879	-155	-117	539	177	60
Toplam	992	1.007	1.043	1.582	1.205	1.123
Değeri (Milyar USD)	45	41	39	64	49	42

Kaynak: Thomson Reuters. 2018. GFMS Gold Survey 2018.

5.4. YURTDIŞINDA KURUMSAL VE BİREYSEL ALTIN HESAPLARI

Yurtdışında, özellikle Londra ve Zürih piyasasında, altın hesapları “müşteri adına” (*allocated*) ve “genel saklama hesabı” (*unallocated*) şeklinde açılabilir. Fiziki olarak altın yatırımın en güvenli şekli olarak tanımlanabilen müşteri adına saklama yapılan hesaplarda, altın külçeleri müşteri ve banka adına saklanır. Altın saklamacısı bankanın veya depoların söz konusu altını kiralama ya da işlem yapma yetkisi yoktur. Bankalar, yatırımcıyla yapılan anlaşma çerçevesinde, ödünç işlemleri gerçekleştirebilmektedir. Anonim hesaplarda yatırımcıya özel altın külçeleri mevcut olmayıp yatırımcı saklama veya sigortalama masrafları ödemez. Bankanın bu hesaplardaki altınları kiralama hakkı vardır. En çok kullanılan altın hesapları genel saklama hesapları olup, özellikle tezgahüstü altın piyasalarının merkezi olan Londra ve Zürih’te yaygındır. Genel olarak altınları saklayan banka veya depolar, 1.000 ons ve daha fazla miktarlar ile ilgilenmektedir. Bundan dolayı, bireysel yatırımcıların yerine daha çok kurumsal yatırımcılar, merkez bankaları ya da müşterileri adına bankalar bu hesapları kullanmaktadır. 1000 ons altında altın hesabı açtırmak isteyen küçük yatırımcılar için de değişik olanaklar bulunmaktadır. Örneğin, Altın Havuzu Hesabı’nda

1 ons kadar küçük miktarda bile yatırımlar yapılabilir. Benzer şekilde, elektronik altın paralar da yatırımcıların hizmetine sunulmuştur. Bu hesaplardaki altınlar bir anlamda para gibi olup, birimleri ons vb. şeklindedir. Bu sistemle her tür oranda altın alınıp, dünya genelinde çevrimiçi ödemelerde bulunulabilmektedir. Bir diğer altın hesabı çeşidi Hindistan ve Japonya’da uygulanan “altın birikim hesabı”dır (*gold accumulation plan*). Her ay bir kenara belirli miktarda para koyma prensibine dayanması özelliğiyle geleneksel altın hesaplarından ayrılırken geleneksel biriktirme planlarıyla benzerlik gösterirler. Tek fark burada yatırım aracının altın olmasıdır. Belirli bir miktar para banka tarafından yatırımcının hesabından her ay sonunda otomatik olarak çekilip altına çevrilmiştir. Yatırımcının, tek seferde ve büyük ölçekte bir altın yatırımı yerine uzun bir dönem zarfında her ay küçük ölçekte altın yatırımı yapmasıyla riskini azalttığı söylenebilir. Anlaşma döneminin herhangi bir evresinde veya hesabın kapanması durumunda yatırımcılar altınlarını külçe kalıplar veya para şeklinde hatta bazen mücevher olarak alabilirler. Altın birikim hesapları, fiziki altın hesabının işletilmesine yönelik bir tekniğin adıdır. Sistem, altın biriktirme hesabını işletme lisansı bulunan bir finansal kurum tarafından, yatırımcı hesabına alınan fiziki altının yönetilmesi esasına dayanmaktadır. Hesap yönetimindeki temel amaç ise yatırımcının hesabında maksimum fiziki altını biriktirmektir. Altın biriktirme hesapları, özellikle altın fiyatlarının sürekli olarak düştüğü 1980’li yıllar boyunca çok popüler olmuştur. Bu dönemde yatırımcının hesabındaki altın, piyasa hareketleri takip edilerek yüksek fiyattan satmak ve daha sonra daha düşük fiyattan almak suretiyle maksimum miktara ulaştırılmıştır (Altaş 2010).

5.5. ALTIN FUTURES VE OPSİYONLARI

Altın futures ve opsiyon işlemleri ağırlıklı olarak organize borsalarda yapılan işlemlerdir. Futures sözleşmeleri ileri bir tarihte belirli nitelikleri taşıyan, belirli miktardaki malın, belirli bir fiyattan, belirli bir tarihte teslim edilmek üzere anlaşıldığı finansal işlemlerdir. Futures sözleşmelerinde işlemlerin kolaylaştırılması için vade, minimum fiyat adımları, teslimat ayları, sözleşmeyi konu olan malın bazı özellikleri, işlem saatleri standart hale getirilerek, borsa yönetimince belirlenir. En fazla bir yıl vadeli düzenlenen vadeli işlem sözleşmelerinde alıcı konumunda olan taraf uzun pozisyona, satıcı konumunda olan taraf ise kısa pozisyona girer.

Altın futures sözleşmeleri, üretici ve yatırımcıları spot piyasadaki fiyat hareketleri nedeniyle karşılaşılabilecekleri risklere karşı korurken, spekülâtorlerin de önceden tahminde bulunarak bu sözleşmeler üzerinden işlem yapıp, yüksek kar elde etmelerini sağlar. Örneğin, fiyatların düşmesini bekleyen yatırımcılar açık pozisyon alırken, ileri vadede altın almak isteyen ancak altının fiyatlarının artmasından korkan yatırımcı da uzun pozisyon alır. Spekülâtorler ise fiyatlardaki artış veya düşüş beklentilerine göre pozisyonlarını değiştirirler. Genelde ileri bir tarih için alım yapıp uzun pozisyona geçen piyasa oyuncularını, almış oldukları sözleşmeleri vade tarihinden önce satarak açık pozisyona geçmekte; başta açık pozisyonda olan taraf ise vade tarihinden önce uzun pozisyona girerek fiziki altını çekebilme ve böylece açık pozisyonunu kapatmaktadır. Çoğunlukla yatırımcılar vade sonunu beklememektedirler.

Altın futures piyasalarında hem alıcı hem de satıcı konumunda olanlar, genelde geri kalanı vade sonunda ödemek üzere, kontratın belirli bir yüzdesini teminat olarak ilgili takas kurumuna yatırır. Bu teminatın değeri günlük olarak belirlenir. Bu yöntemde; piyasadaki değişimlerden dolayı sözleşmenin değerinde teminat tutarından fazla bir düşüş olursa, aradaki farkın yatırımcı tarafından belli bir süre içerisinde takas kurumuna yatırılması gerekir. Buna teminat tamamlama çağrısı (*margin call*) denir. Bunu yerine getirmeyen yatırımcı temerrüde düşer.

Altın futures sözleşmeleri, aracı kuruluşlar aracılığıyla alınıp satılırlar. Bu işlemlerde alınan pozisyon kapatıldığında komisyon ödenmektedir. Altın futures işlemlerinin kolaylıkla tasfiye edilmesinden ve pozisyon değişikliğinin kolaylıkla yapılabilmesinden dolayı alım satımına konu olan malın teslimi dikkate alınmaz. Gerçekleşen vadeli altın işlemlerinde fiziksel teslim çok küçük bir yüzdeyi oluşturur.

Altın futures sözleşmeleri emtia borsalarında işlem görmektedir. En büyükleri CME Grubu oluşturan; *Newyork Mercantile Exchange (NYMEX)*, *COMEX*, *Chicago Board of Trade (CBOT)* ile *Tokyo Commodity Exchange*'dir.

Opsiyon işlemi ise bir varlığı belirli bir süre sonunda önceden belirlenmiş bir fiyattan satın alma ve satma hakkı veren bir türev araçtır. Tek taraflı şarta bağlı bir sözleşme türü olan opsiyon işlemlerinde opsiyon alan taraf, belli bir prim karşılığında satın aldığı opsiyon sözleşmesini sözleşmede belirtilen süre içerisinde veya sonunda kullanma

hakkına sahip olmaktadır. Diğer bir deyişle; satan taraf alan tarafın talebine göre davranmak zorundadır. Alıcı, vade sonunda opsiyonunu kullanma hakkından vazgeçebilmektedir. Ancak satan tarafa ödediği primi geri alamayacağından opsiyon satın alan taraf, yatırıma baştan bir kayıpla başlamış olmaktadır. Opsiyon işlemleri alım opsiyonu (*call option*) ve satım opsiyonu (*put option*) olmak üzere iki şekilde yapılır. Alım opsiyonu, opsiyonu alan kimseye üzerinde anlaşılan miktardaki altını, belli bir fiyattan, belli bir tarihte alma hakkı verirken, satım opsiyonu satma hakkı verir. Altın opsiyonu ağırlıklı olarak altın madenciliği yapan firmalar tarafından kullanılmaktadır.



Şekil 4.4: COMEX Borsası Altın Futures Sözleşmesi Fiyatları 2009-2018

Kaynak: Reuters Veri Yayın Ekranı GCc1 Grafiği

5.6. TÜRKİYE'DE YATIRIM ARACI OLARAK ALTIN VE ALTINA DAYALI FİNANSAL ÜRÜNLER

Altın, Türkiye ekonomisi ve finansal piyasaların gelişimi sürecinde farklı roller üstlenmiştir. 1980'li yıllarda Türkiye ekonomisinin her alanında serbest piyasaya geçiş politikalarının uygulanması ile alınan yapısal değişiklik kararları, altın sektörünün gelişimi açısından da önemli olmuştur. Altın kaçakçılığının yoğun olarak yapıldığı ve uluslararası altın fiyatları ile ulusal altın fiyatları arasındaki farkın önemli boyutlara ulaştığı 1960'lı ve 1970'li yılları takiben, 1980 yılında alınan kararlar liberal ekonomiye geçişte bir kırılma noktası yaratmıştır. Bu kararları izleyen 1983 ve 1984 yıllarında

alınan kararlarla da altın ithalatının belirlenen esaslara uymak kaydı ile serbest bırakılması yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur. Yine aynı kararlarla altın ve döviz kurlarının Türk Lirası karşılığında değerinin belirlenmesinde T.C. Merkez Bankası'na yetki verilmiştir. Altın piyasasına yönelik olarak alınan kararlar doğrultusunda, T.C. Merkez Bankası nezdinde 1984 yılında Türk Lirası Karşılığı Altın Piyasası kurulmuştur; bu piyasada Merkez Bankası tarafından ithal edilen altınlar yurt içindeki şahıslara döviz ve efektif karşılığı satılmıştır. T.C. Merkez Bankası, 1989 yılında Döviz Karşılığı Altın Piyasasını açmıştır. Merkez Bankası'nın, işlenmemiş altın ithalatını yapan tek yetkili konumunu koruduğupiyasada bankalar, özel finans kurumları ve yetkili müesseseler de işlem yapabilmişlerdir.

Döviz Karşılığı Altın Piyasası'nın açılması, Türk altın piyasasının liberalleştirilmesindeki en önemli gelişme olarak değerlendirilebilir. Bununla birlikte bu yeni piyasanın başarısı, altın aracılarının ve kuyumcuların sorunlarını sona erdirememiştir. En önemli sorunlardan biri bu dönemde T.C. Merkez Bankası'nın altın ithalatına yetkili olan tek kurum olması olmuştur (Tağtekin 2016).

Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ve bunun sonucu olarak da mali sistemin önemli bir parçası olan altın konusunda da gerekli düzenlemelerin yapılması zorunluluğunun ortaya çıkmıştır. 32 Sayılı Karar'da, 1993 yılında yapılan değişikliklerle altının fiyatının dünya fiyatlarına paralel olarak serbestçe belirlenmesi ile ithalatı ve ihracatı serbest bırakılmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda 1992 yılında yapılan değişiklik neticesinde "Kambiyo ve Kıymetli Madenler Borsaları" başlıklı 40/A maddesi ile "Kambiyo ve kıymetli madenlerle ilgili borsaları kurmaya, bunların çalışma esaslarını tespiti, bu borsalarda faaliyet gösterecek araçlarla ilgili esasları belirleyerek bu borsaların ve araçların izleme ve denetimi ile ilgili düzenlemeleri yapmaya ilgili bakanlık yetkilidir." hükmü getirilmiştir. Belirlenen yasal çerçeve içinde 1993 yılında "Kıymetli Madenler Borsalarının Kuruluş 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 Görecek Altın Standartları ve Rafinerileri Tebliği" ve "İstanbul Altın Borsası" yönetmeliği izlemiştir; son olarak Devlet Bakanlığı onayı ile İstanbul Altın

Borsası'nın kuruluş işlemleri tamamlanmış ve İstanbul Altın Borsası, 26 Temmuz 1995 tarihinde resmen faaliyete geçirilmiştir (Tağtekin 2016).

Altın ithalatı 1989 yılından önce yılda 80,2 ton civarındayken bu tarihten sonra artış trendine girmiştir. Altına olan talep en çok kuyumculuk sektöründen gelmiştir. 1991 yılında meydana gelen Körfez Krizi ve turizm gelirlerinde yaşanan düşüş nedeniyle yaşanan geçici ithalat düşüşüne rağmen altın ithalatı 1992 yılında tekrar artış trendi içine girmiştir. İstanbul Altın Borsası'nın kurulmasının yanı sıra altın bankacılığı konusunda gerçekleştirilen yasal düzenlemelerle tasarruf edilen altının mali sisteme kazandırılmasına yönelik kararlar alınmıştır. 1993 yılında Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'da yapılan değişiklikle İstanbul Altın Borsası Aracılık Yetki Belgesi bulunan bankaların altın ithalatı yapmalarına imkan tanınmıştır. 1994 yılında aynı Karar'da yapılan değişiklikle bankaların yanında yetkili müesseseler ve kıymetli maden aracı kurumlarına da altın ithal etme yetkisi verilmiştir (Tağtekin 2016).

Ülkemizde altın piyasası, organize ve organize olmayan iki ayrı piyasaya sahiptir. Organize piyasa olan Borsa İstanbul Kıymetli Madenler Pazarı'nda günlük işlem hacmi yaklaşık 1 ton, tezgahüstü bir piyasa olan Kapalıçarşı piyasasında ise günlük 500-600 kg. civarında altın işlem görmekte, ülkemizde külçe altın piyasasının günlük işlem hacmi ortalama 1,5 tona ancak yaklaşmaktadır. Borsa İstanbul bünyesinde Kıymetli Madenler ve Taşlar Piyasası olarak faaliyetlerini yürüten İstanbul Altın Borsası altın piyasasının hacminin artmasında ve kurumsal yatırımcıların piyasaya girmesinde önemli bir rol oynamıştır. Türkiye büyük miktarlarda altın ithal eden bir ülkedir. Türkiye'de son 20 yıllık dönemde yıllık ortalama 150 ton altın ithalatı gerçekleştirilmiştir (Yaşar 2016).

2004 yılında Türk Parasını Koruma Kanunu'nun 32 sayılı kararın c bendinde yapılan değişiklikle bankalara altın mevduatı toplama yetkisi verilmiştir. Buna göre, bankalar ve katılım bankaları müşterilerine açtığı altın hesabında fizikî veya fon şeklinde altın alım-satımını yapabilmektedirler. Bu süreci takip eden yıllarda ise bankalar müşterilerine fizikî altın satışına başlamışlardır. Türkiye'de finansal sistemde altın mevduatı, altın swap işlemi, altın kredisi, altın borsa yatırım fonu gibi ürünler mevcuttur. Altın borsa yatırım fonları, hisse senedi gibi işlem gören, birincil ve ikincil piyasaları olan, altın fiyatlarını

bire bir takip eden likit yatırım araçlarıdır. Fiziksel altına yatırım yapmak isteyen; ancak altın saklama, takas ve sigorta gibi operasyonel yük ve maliyetlerle ayrı ayrı uğraşmayı tercih etmeyen yatırımcılar için bu araçlar iyi bir alternatif sunmaktadır (TCMB 2017).

Türkiye’de altın mücevherat sektörü ise, 5 bin imalat atölyesi, 35 bin kuyumcusu, 250 bin çalışanı ve yıllık yaklaşık 1.5 milyar dolar ihracatıyla, mücevherat ihracında dünyada İtalya’dan sonra ikinci sıradadır (World Gold Council. 2016).

Bu büyük altın talebine ve hacimli piyasaya rağmen ülkemizde altına dayalı finansal ürünler ve piyasa işlem hacimleri gelişmiş ülkelerin oldukça gerisindedir. Ancak özellikle 2000’li yıllarda artan fiyatlarla bankacılık sektörünün ilgisi de artmış; bankacılık sektörü, müşterilerini altın hesabı, altın kredisi, altın çeki gibi yeni ürünlerle tanıştırmıştır. Ancak gelişmiş ülkelerde örneğini gördüğümüz külçe altın bankacılığı (*bullion banking*) yapılmamaktadır. Bunda en önemli nedenlerden birinin derin, geniş ve etkin bir külçe altın piyasasının varolmamasıdır. Genel olarak ifade edilecek olursa, büyük iç talebe ve hacimli piyasaya rağmen ülkemizde altına dayalı bankacılık işlemleri gelişmiş ülkelerin oldukça gerisinde olmasına rağmen özellikle fiziki altın talebi çok yüksektir.

5.6.1. Fiziki Altın İşlemleri

Türk insanının fiziki olarak altına talebi yüksektir. Ülkemizde yılda 1,3 milyon doğum, 700 bin söz ve nişan ile 350 bin sünnet düğünü yapılmaktadır. Son 12 yılda 565 ton Cumhuriyet Altını üretilmiş ve iç piyasaya sürülmüştür. Bunun 156 milyon adedi ziyet, 25 milyon adedi ise Ata Lira olarak bilinen meskuk altın sikkedir (Yaşar 2016).

Vatandaşlarımızın elinde halen yüzlerce ton miktarında birkaç yüz milyon adet cumhuriyet altını bulunmaktadır. Darphane 2000-2012 arasındaki 12 yılda toplam 565 ton cumhuriyet altını darpetmiştir (piyasa değeri yaklaşık 25 milyar dolardır). 1995-2000 yılları arasında ise tahmini olarak 215 ton cumhuriyet altını üretilmiştir. Genel olarak ifade etmek gerekirse, altın ithalatının serbest bırakıldığı 1995 yılından bu yana yaklaşık 780 ton cumhuriyet altını darpedilmiştir.

Ülkemizde kabaca altın ithalatının 1/3'ü miktarında cumhuriyet altını basılmakta olup, böylelikle 1984-1995 yılları arasında yaklaşık 225 ton cumhuriyet altını basıldığı söylenebilir. Böylelikle 1984 sonrası cumhuriyet altını miktarının 1,005 ton olduğu ifade edilebilir. Elde sağlıklı veriler olmamakla birlikte cumhuriyet tarihi boyunca basılan cumhuriyet altını miktarının yaklaşık olarak 1,200 – 1,300 ton civarında olduğu söylenebilir.

İstanbul'da altın sektörünün önemli firmalarının yer aldığı önemli bir merkez de Kuyumcukent'tir. Kuyumcukent; sektör mensuplarının bir araya gelerek Türk kuyumculuğunu çağın gereklerine uygun olarak yapılandırmak ve uluslararası ölçekte stratejik bir konuma yükseltmek amacıyla teknolojik alt yapıyla donatarak oluşturdukları yeni bir kümelenme alanıdır. Kuyumcukent, 2004 yılında Türk piyasasının dünya pazarları ile rekabet edebilmesini sağlamak ve Ortadoğu'nun altın, gümüş ve mücevher merkezi olması amacıyla inşa edilmiştir. Kuyumcukent, üreticileri, toptancıları, perakendecileri ve tüketicileri bir araya getirmeyi amaçlamaktadır. Böylece birbirini tamamlayan ilişkiler bütünü ile bir kümelenme oluşturulması hedeflenmiş ve başarılı bir örnek haline gelmiştir (Yaşar 2016).

Kuyumcukent, bünyesinde bulundurduğu 7 fabrika, 1,015 küçük ve orta çaplı üretim atölyesi ve 627 bağımsız bölümden oluşan evlilik ve altın alışveriş merkezine sahip olup, dünyanın en büyük altın, gümüş ve mücevherat sanayi ve ticaret entegre tesislerinden biridir. Kuyumcukent yılda 600 ton altın işleme kapasitesine sahiptir. Türkiye'nin yıllık altın ihracatının (300 ton) büyük bir kısmı Kuyumcukent'te işlenmektedir. 7 kattan oluşan Atölye Bloğu'nun içerisinde 1.015 küçük ve orta ölçekli atölye, fabrika ve yan hizmet mağazaları faaliyet göstermektedir. Ortadoğu'nun en büyük entegre altın, gümüş ve mücevher üretim ve ticaret merkezi olan Kuyumcukent kompleksinin; ancak profesyonel bir işletme şirketi ile idaresi mümkün olabileceğinden, kat maliklerinin girişimleri ile Temmuz 2004'te Kuyumcukent'i yöneten ve işleten Kuyumcukent İşletme A.Ş. (KİAŞ) kurulmuştur. Kuyumcukent İstanbul ili Bahçelievler ilçesi Yenibosna mahallesinde faaliyet göstermektedir (Yaşar 2016).

Türkiye İtalya'dan sonra altın mücevherat ihracında, İtalya'dan sonra dünyada ikinci sıradadır. Türkiye'nin en büyük ihrac pazarı Ortadoğu'dur. Ortadoğu ülkelerini, ABD, Rusya ve Almanya takip etmektedir (World Gold Council 2016).

5.6.2. Yastık Altı Altın Stoğu

Yastık altı altın stoğu, hanehalklarının finansal sistem içinde tutmadıkları fiziki altın stoğunu ifade etmektedir. Ülkemizde yastık altında 5,000 ton altın olduğu söylenmektedir. Son dönemde bankalar bunun çok az bir miktarını yani 20 tonunu sisteme kazandırabilmişlerdir. Bunun en önemli nedeni, bankaların müşterilerine fiziki altın ödemelerinde sıkıntı yaşamalarıdır. Bu kapsamda fiziki altın ödemesini etkin bir şekilde gerçekleştiren bir bankanın müşteri portföyü de aynı ölçekte geniş olacak ve ekonomiye kazandırdığı yastık altı altın miktarı çok daha fazla olacaktır. Merkez Bankası'nın bir araştırmasına göre 1984-2012 yılları arasında Türkiye'de altın stoğu 2189 ton artmıştır (TCMB 2012; Okur vd. 2014).

Ülkemizde vatandaşların birikimlerini yastıkaltı olarak tabir edilen bir yöntemle mali sistemin dışında değerlendirmelerinin çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Bu sebeplerin en başında kültür ve geçmiş alışkanlıklardır. Özellikle Türkiye, Hindistan gibi gelişmekte olan ülkelerde orta ve alt gelir grupları gelişmiş finansal enstrümanlar yerine geleneksel yatırım aracı olarak altını görmektedirler. Yastıkaltı altın stoğunun yüksek olmasını bazı nedenleri bulunmaktadır. Altının yastık altında tutulmasının nedenleri genel olarak aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Uluyol 2011):

- 1) **Olası risklere karşı tedbirli olmak:** Bu düşünce tüm insanlarımızı az ya da çok bir miktar para, altın ya da benzer türden varlığı her an kullanıma hazır durumda buldurmaya sevk etmektedir.
- 2) **Mali sisteme olan güvensizlik:** Gelişmekte olan ve istikrarın tam olarak sağlanamadığı ekonomilerde bireysel yatırımcılar kendilerini güvence altında hissetmemekte, dolayısıyla yatırımlarını finansal sistem içinde tutmak istememektedirler. Bunun başlıca nedeni ise hükümetlerin ekonomik riskleri yönetmede kurumsal yetersizlikleridir. Türkiye'de ve çeşitli gelişmekte olan ülkelerde sık sık yaşanan ekonomik krizler ekonomik istikrarın bozulmasına neden olmaktadır. Ekonomik krizler bireylerin gelecek ile ilgili kaygılarını artırdığı için harcamaların azaltılmasına ve ihtiyat nedeniyle daha fazla nakit buldurmak istemelerine yol açmaktadır. Krizlerin neden olduğu bu korku ve panik nedeniyle iç tüketim hızla azalmakta ve normal şartlarda harcanacak olan gelirlerin yastıkaltında saklanmasına yol açmaktadır. Bireylerin tasarruflarını bankacılık sisteminde tutmak

istemeleri halinde bazı sorunlarla karşılaşabilmektedirler. Örneğin, bankalara para yatırılması, çekilmesi konusundaki problemler, bankaların verdiği faiz tutarları, vadeli paranın çekilmek istenildiği durumlarda o güne kadar işlenmiş faizden mahrum kalınması, faiz gelirlerinden kesilen vergi ve fonlar gibi faktörlerin de tasarrufların yastıkaltına gitmesinde etkili olabilmektedir.

- 3) **Finansal Okuryazarlığın Düşük Olması:** Gelişmekte olan ülkelerde farklı finansal ürünler konusundaki bilgi seviyesinin düşük olması veya bu ürünlere olan güvensizlik yastık altı altın stoğunu artıran etkenlerden biridir.

Tasarrufların yastıkaltında kalması sadece ülkemizin sorunu değildir. Çin ve Hindistan gibi ülkelerde de bireysel tasarrufların finansal sistemde değerlendirilmesi konusunda güven sorunları vardır. Çin'in önde gelen ekonomistleri trilyonları bulan yastıkaltı paraları sisteme kazandırmanın yollarını aramaktadırlar. Çin köylüleri arasında bankalara olan güvensizlik çağlar öncesine dayanan bir olgudur. Son yıllarda refah artışı ile birlikte bankacılık sistemi dışına akan para miktarında önemli artışlar olmaktadır. İslam Kalkınma Örgütü (İKÖ) üyesi ülkelerde de tasarrufların, sermaye yatırımlarının temel kaynağı olarak yeterince finansal sisteme aktarılamadığı ifade edilmektedir (Uluyol 2011).

Yastıkaltı altının ekonomiye kazandırılması için finans sektörü altına dayalı yeni finansal ürünler geliştirmektedir. Ancak bu yeni ürünler de istenilen seviyede hanehalkının ilgisini çekememektedir. Burada üstünde durulması gereken husus; yastıkaltı altının güvenle fiziki olarak saklanabileceği ve rahatlıkla fiziken yatırılan kuruluştan çekilebileceği bir finansal yapının kurulmasıdır.

5.6.3. Ziyet Altını

Gelişmiş ülkelerde mücevher yalnızca takı amaçlı talep edilirken ülkemizde aynı zamanda bir yatırım aracı olarak görülmekte ve işçiliği düşük, ayarı yüksek takılar tercih edilmektedir. Bu anlamda da işçiliği düşük ve 22 ayar olan bilezikler en çok talep gören takı ürünlerindedir. Farklı fiyatlarda çok çeşitli gram alternatifleri olan bu ürünler, hem takı olarak kullanılabilirken aynı zamanda da tasarruf aracı olarak da görüldüğünden büyük ilgi görmektedir.

Ülkemizde ziynet altın talebinin temel nedenlerinden biri de ekonomik sıkıntı dönemlerinde kolay nakde çevrilebilir bir yatırım aracı olmasıdır. Ekonomik kriz dönemlerinde iç piyasada hurda altın arzının artması da bu durumun bir göstergesidir. Hurda altın arzının artması özellikle iç piyasadaki firmalar tarafından gözlenmektedir. Ziynet amaçlı altın talebinin diğer boyutunu, altının düğün, sünnet ve yıldönümü gibi özel günlerde hediye olarak kullanımı oluşturmaktadır. Yaz aylarında ziynet altın satışlarının artış göstermektedir. Ziynet olarak altın ihracata da konu olmaktadır. Bu bağlamda altın ziynet ihracatı ülkemizde önemli ihracat kalemleri arasında yer almakta olup, Türk kuyumculuk sektörü bu alanda dünyaya kendini kanıtlamıştır.

Ülkemizde kullanım alanlarına bakıldığında, altının ağırlıklı olarak ziynet eşyası yapımında kullanıldığıdır. Altın takı profili göz önüne alındığında altın satışlarının tüketici bazında yüksek olduğu açıktır. Ancak bunun önemli bir bölümü 22 ayar tel bilezikten oluşmaktadır. Türk halkının altın rafinerileri darp edilmiş külçe altını (gram altın) pek tercih etmediği, altın mücevheratı tercih ettiği görülmektedir. Satın alınan altın takılar 22 ve 24 ayar ürünlerde yoğunlaşırken, daha az miktarda 14 ve 18 ayar altın takılar da satın alınmaktadır.

Türkiye’de altın işletmeciliği sektöründe 1982, 1984 ve 1989 yıllarında yapılan mevzuat değişiklikleri ile altın işletmeciliği sektörü ürünlerine ihraç olanağı tanınmış, böylelikle yurtdışı altın talebinin en önemli faktörü oluşmuştur. Altın Borsası’nın altın ithal ve ihracatını daha serbest hale getirmesi ile yurtdışından ülkemize yönelen altın talebi de artmıştır. İç talebe ek olarak, ülkemize gelen yabancı turistlere yapılan altın mücevherat satışının da gözden kaçırılmaması gerekmektedir. Turizm sezonu ve özel günlerin yoğunlaştığı yaz aylarında altın mücevherat satışları kayda değer artış göstermektedir. Altın mücevherat ihracatı da ülkemizin önemli ihracat kalemleri arasında yer almaktadır. Türk kuyumculuk sektörü dünyada önde gelen sektörlerden biridir. Kuyumculuk sektörünün hızlı gelişmesi sonucunda, Türkiye’de üretilen altın mücevherlerinin yarısına yakın bir kısmını Türkiye’de satın alarak yurtdışına taşıyan turistler ve yurtdışındaki Türkler yurtdışı altın talebinin ana tüketici gruplarını oluşturmaktadır.

Altın ve gümüş gibi kıymetli metallere ve bunlardan imal edilen mücevherata olan talebin fiyat ve gelir esnekliği çok yüksektir. Bu metal ve ürünlerin fiyatları

yükseldiğinde talep azalırken, fiyatlar düştüğünde talep yükselmektedir. Tüketicilerin gelirleri arttığında bu ürünlere olan talepleri artarken, azaldığında da talep de azalmaktadır.

5.6.4. Cumhuriyet Altını

Altın paralar ülkemizde altın piyasasının en önemli yatırım araçları arasında yer almaktadır. Bu ise altın yatırımlarının daha çok fiziki altına dayalı olmasındandır. Ülkemizde altına dayalı finansal ürünlerin yeterince gelişmemesi ve halkın bu konuda bilgi sahibi olmaması bu durumun başlıca nedenlerindedir.

Devlet güvencesi altında, yalnızca Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü tarafından basılan bu altınlar, 22 ayar olup değişik boyut ve ağırlıkta basılabilmektedir. Cumhuriyet altınları, meskuk (Cumhuriyet altın sikkeleri - Ata lira) ve ziynet (Cumhuriyet ziynet altınları) olmak üzere iki ayrı türde basılmaktadır. Her ikisinin de ağırlıklarına göre beş türü bulunmaktadır. Halk arasında ağırlıklarına göre bu türleri; çeyrek, yarım, tam, 2,5'lük ve 5'li olarak adlandırılmaktadır. Aynı zamanda meskuk altın da halk arasında Ata Lira olarak bilinmektedir.

Cumhuriyet altınları, Osmanlı altın liralari ile aynı ayar ve ebatlarda basılmaktadır. Tam Ata lira 100 Osmanlı kuruşu, yarım Ata lira 50 Osmanlı kuruşu, çeyrek Ata lira 25 Osmanlı kuruşu değerinde Osmanlı altınlarının modern versiyonlarıdır.

Cumhuriyet altınlarının gramları minimum ve maksimum aralıklarda ufak sapmalar gösterse de piyasada standart kabul edilir ve fiyatlandırma gram bazında değil, adet bazında yapılır.

Tablo 5.2: Yıllar İtibariyle Darphane Cumhuriyet Altını Üretimi

Yıllar	Toplam Miktar (Metrik Ton)
2010	39,0
2011	64,2
2012	43,6
2013	98,8
2014	44,2
2015	21,6
2016	24,9
2017	41,8
2018	30,3
Toplam	408,4

Kaynak: TCMB İnternet Sitesi Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, [https:// evds2.tcmb.gov.tr /index.php?/evds/serieMarket](https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket)

5.6.5. Külçe Altın (Gram Altın)

Ülkemizde külçe altınlar, Borsa İstanbul tarafından sertifikalandırılmış altın rafinerileri tarafından, binde 995 (995 milyem) saflıkta; 1,5, 10, 20, 50, 100 gram ağırlığında ve 1 kg ağırlığında üretilmektedir. Gelişmiş ülkelerde uzun yıllardır basılan bu tür altın külçeler, Standart olarak 24 ayar (995/1000 saflıkta) üretilen ürünlerde tüketicilerin korunmasına yönelik olarak çeşitli güvenlik noktaları bulunmaktadır. Paketlere özel olarak işlenen sertifika numaraları ile ürüne güvenlik garantisi sağlanmıştır.

5.6.6. Banka Altın Hesapları

İlk olarak altın depo hesabı, 27 Ocak 1995 tarihinde yayınlanan Tebliğ’de belirtildiği üzere, en az 995/1000 saflıkta bar ve külçe halinde işlenmemiş altın ve 995/1000’den daha düşük saflıkta, gerek bir işçilik fiyatı uygulanarak ziynet ve süs eşyası haline dönüştürülmüş, gerekse içine ek madde katılarak veya katılmaksızın alım satımı yapılan işlenmiş altın ile basılı altınların teslimi karşılığında vadeli veya vadesiz olarak açılabilirdi. Bankaya teslim edilen altının 1000 ayar karşılığı gelen (has) altın miktarı esas alınarak işlem yapılmakta, faiz oranının ve diğer koşulların belirtildiği bir hesap cüzdanı hesap sahibine verilmekteydi. Uygulamada, banka tarafından tespit edilen oranlar üzerinden tahakkuk ettirilen faizler hesaplarda altın olarak izlenmekteydi. Faiz ödemeleri ise altın veya altının ödeme günündeki karşılığı TL ve döviz cinsinden

yapılabilmekteydi. Ayrıca banka ile müşteri arasında varılacak anlaşmaya göre altın, banka tarafından, ödeme günündeki değeri üzerinden satın alınabilmekte ve karşılığında hesap sahibine TL veya döviz ödenmekteydi. Bu dönemdeki uygulamaya örnek olarak Toprakbank verilebilir. Toprakbank 1996 yılı içerisinde 2.4 tonluk altın mevduatı toplamıştır. Toplanan mevduatın hepsi kuyumculuk sektörüne kredi olarak dağıtılmıştır. Ancak tasarrufların küçük miktarlarda ve standart dışı olması, özellikle Toprakbank tarafından, şubelerde eksper bulundurularak altın mevduatı toplanmasına yönelik çalışmaları sonuçsuz bırakmış, bankalar da bu uygulamadan vazgeçmiştir.

16 Mayıs 2000 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan 2000-32/35 sayılı tebliğ ile de kıymetli madenler üzerinden banka hesabı açılabilmesini sağlayan düzenleme getirilmiş; ancak yaşanan teknik zorluklar nedeniyle başarıya ulaşılamamıştır. Bu tebliğ 2008 yılında yürürlükten kaldırılmış ve yerini 2008-32/35 sayılı tebliğe bırakmıştır. Bu yeni 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 ziyet 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. Bankalar ve katılım bankaları müşterilerine açtığı altın hesabında fizikî veya fon şeklinde altın alım-satımı yapabilmektedir. İlk olarak bir katılım bankası tarafından 2011 yılında müşterilerin fizikî olarak altınları toplanmış, İstanbul Altın Rafinesi A.Ş. eksperleri tarafından külçe altın karşılıkları belirlenerek hesap açılmıştır. 1 gram ağırlığındaki

standart külçe altınlar şubelerinden ve bankamatiklerden satışa sunulmuştur. Bu gelişmenin arkasından diğer bankalar da bu alanda yeni ürün ve hizmetler ile altın bankacılığına ilgi göstermeye başlamışlardır (Çelikdemir ve Abdurrahman 2015).

Tablo 5.3: Yıllar İtibariyle Bankacılık Sektörünün Kıymetli Maden Depo Hesapları Toplam Bakiyesi

Yıllar	Toplam Hesap Bakiyesi (Milyon TL)	Miktar Karşılığı (Ton)*
2002	83	4,6
2003	43	2,3
2004	157	7,6
2005	96	4,3
2006	250	8,9
2007	163	5,2
2008	344	9,1
2009	1.200	22,2
2010	2.377	33,9
2011	14.220	149,7
2012	18.315	192,8
2013	20.554	256,9
2014	15.927	178,9
2015	10.624	100,6
2016	16.964	130,5
2017	23.474	149,5
2018	40.446	195,3

*Yılsonu gram/TL fiyatları üzerinden yazar tarafından hesaplanmıştır.

Kaynak: BDDK İnternet Sitesi, Aylık Bankacılık Verileri, <https://www.bddk.org.tr/BultenAylik>

2011 yılında altının bankalar aracılığıyla ekonomiye kazandırılması, kayıt altına alınması amacıyla, İstanbul Altın Borsası ve T.C. Hazine Müsteşarlığı'nın altın rafinerileri listesinde ilk resmi altın rafinerisi olarak yer alan İstanbul Altın Rafinerisi A.Ş., bankalarla imzaladığı bir protokolle “Yastıkaltı Altının Ekonomiye Kazandırılması” projesini başlatmıştır. Türkiye’de yastık altındaki tonlarca altının ekonomiye kazandırılması konusunda da ilk iş birliklerine imza atan İstanbul Altın Rafinerisi, yurt içindeki bankalar ile birlikte geliştirdiği projeler ile çok uzun yıllardır ekonominin dışında bulunan bu altınların ekonomiye kazandırılmasının da öncülüğünü üstlenmiştir. İstanbul Altın Rafinerisi anlaşmalı bankalar ile birlikte yürütmüş olduğu “Altın Toplama Hizmeti” ve “Altın Günleri” hizmeti ile banka müşterilerine ellerindeki altınların içerdiği has altın değeri karşılığı TL tutarlarını banka hesaplarına

yatırabilmeleri imkanını sunmaktadır. İş birliği yapılan bankaların belirli şubelerinde gerçekleştirilen bu hizmet, bankanın o bölgede yapmış olduğu reklam çalışmaları ile müşterilere ve halka duyurulmaktadır. Son yıllarda altın fiyatlarında yükselme ve fiyatlardaki hareketlilik, yatırımcıların altına olan ilgisini artırmıştır. Birikimlerini değerlendirmek ve işçilik maliyeti ödemedi, fiziki saklama riski olmaksızın altına yatırım yapmak isteyen müşterileri için altın mevduat ürünlerinin tanıtımı artarak müşterilere sunulmuştur. Banka müşterileri; vadesiz mevduat hesapları açmak suretiyle çalınma, kaybolma, sahtecilik riski olmadan banka aracılığı ile istedikleri miktarlarda altın alım-satımı yaparak yatırım yapabilmektedir. Ayrıca vadeli altın hesabı ise, hem altının yükselişinden faydalanmak hem de faiz getirisi elde etmek isteyen yatırımcılar için alternatif yatırım aracı olmuştur. Altın bankacılığına olan ilgi bankaları bu alanda yeniliklere yönlendirmiştir. Altın bankacılığında sunulan ürün ve hizmetler aşağıdaki gibi sıranabilir (Çelikdemir ve Abdurrahman 2015);

- 1) Altın vadeli ve vadesiz mevduat ve katılım hesapları,
- 2) Altın kredileri,
- 3) İnternet üzerinden altın alım satımı işlemleri,
- 4) Altın hesapları arasında havale işlemleri,
- 5) B tipi altın fonları,
- 6) Altın forward sözleşmeleri,
- 7) Altın hediye çekleri,

Altın havale işlemi, altın hesapları arasında gram olarak altın transferini mümkün kılan bir bankacılık hizmetidir. Ayrıca santigram gibi gramdan daha küçük işlemlerde yapılabilmektedir. Altın hesaplarından gram veya külçe olarak havale yapıldığında havalenin alıcısı (lehtar) altın havalesini aynı gün içinde gram veya külçe olarak şubelerden teslim alabilmektedir. Böylece güvenlik sorunu olmadan kolayca, internet üzerinden veya bankadan bir başka hesaba veya isme altın gönderilebilir. Altın havalesinin kullanıcılara sağladığı faydalar şunlardır; Güvenli bir şekilde, risksiz transfer imkânı sağlar. Çalınma ve kaybolma riskine karşı koruma sağlar. Altın işi ile uğraşan işletmeler ve imalatçıların altın tranfer işlemlerini hızlandırarak kolaylaştırmaktadır. Ayrıca, İAB bankalar arasında altın transferini sağlamak amacıyla

EFT sistemine benzer bir uygulama ile altının kaydi transferini gerçekleştirmeyi hedeflemektedir (Çelikdemir ve Abdurrahman 2015).

Altınlarını mevduata dönüştürmek isteyen müşteriler, mevcut altınlarını bankaya getirerek, anlaşmalı altın rafinerisi eksperine altınlarının ekspertizini yaptırır. Ayar ve ağırlık gözetmeksizin altınlar eksperler tarafından has altın oranına göre hesaplanmaktadır. Yapılan analizin sonucu anlaşmalı personeli, müşteri ve şubede muhafaza edilmek üzere nüsha hazırlanan tutanak ile belgelenir ve tutanakta yazılan has altın miktarı şube tarafından müşteri hesabına geçmektedir (Çelikdemir ve Abdurrahman 2015).

5.6.7. Altın Kredisi

Bankalar mevduat olarak topladıkları fonları yine altın olarak altın işletme kredisi ve altın ihracat kredisi olarak; altın üretimi veya ticareti ile uğraşan, altın işleyen veya altın üzerinden işçilik geliri elde eden üretici firmaların ve altın ticareti yapan firmalara, kuyumculara kullandırmaktadır. Bankalar altın depo hesapları karşılığı altın ile satın aldıkları altının teslimi veya karşılığının Türkiye’de yerleşik müşteriye Türk Lirası, yurt dışında yerleşik müşteriye ise Türk Lirası veya döviz olarak ödenmesi suretiyle, kıymetli maden üretimi veya ticareti ile işigal eden müşterilerine bankacılık mevzuatı dahilinde altın kredisi kullandırabilirler. Altın kredisi hesaplarına bankalarca tespit edilecek oranlar üzerinden tahakkuk ettirilecek faizler altın olarak hesaplarda izlenir. Bu kredi hesapları, müşteriler tarafından altın teslimi suretiyle veya banka ile Müşteri arasında varılacak anlaşmaya göre Türk Lirası veya döviz geri ödemesi yapılarak kapatılabilir (Çelikdemir ve Abdurrahman 2015; TCMB 2012).

5.6.8. Altın Yatırım Fonları

Sermaye piyasası mevzuatımızda yatırım fonları yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, yatırımcı hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, belirli varlıklardan oluşan portföylerin işletilmesi amacıyla kurulmaktadır. Bu varlıklar arasında altın da yer almaktadır. Yatırımcının sahip olduğu hakları taşıyan ve fona katılımını gösteren katılma payları fonun kuruluşunu müteakip

ihraç edilmekte ve fon portföyünün oluşturulmasıyla birlikte ikincil piyasada alım satıma konu edilmektedir. Bu kapsamda ülkemizde portföyünde ağırlıklı olarak altın bulunan üç farklı fon türü bulunmaktadır. Bunlar, B tipi altın yatırım fonları, altın borsa yatırım fonları ve altın emeklilik yatırım fonlarıdır (Pirgaip 2016).

Altın yatırım fonları

Fon portföyünün en az %51'i altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan bir fon türüdür. Fon portföyüne yatırım yapılacak sermaye piyasası araçlarının seçiminde, likiditesi yüksek ve risk seviyesi düşük olanlar tercih edilir. Fon, altın fiyatlarında oluşan değişimlere göre yatırımcısına paralel bir artışla getiri sağlamaktadır. Altına ve değerli madenlere yatırım yapmak suretiyle altın fiyatları açısından dengeli ve sürekli gelir akımı yaratmayı hedeflemektedir (Çelikdemir ve Abdurrahman 2015).

B tipi altın fonları borsa yatırım fonlarından farklı olarak sadece kurucusunun şube ve acenteleri tarafından ve ancak o günkü seans kapanış fiyatları hesaplandıktan sonra alınıp satılabilirler. Bu tip fonlar kuruluşunda en az ve en çok oranları belirlenmiş stratejiye uygun olarak birden fazla yatırım enstrümanına yatırım yaparlar ve altın da bu dağılımın bir parçasıdır. Hedeflenen yatırımcının beklentilerine göre altının yanında döviz, hisse senedi ve bono gibi yatırım enstrümanları bulundurabilirler.

Altın emeklilik fonları

Emeklilik yatırım fonları bireysel emeklilik sistemi kapsamında katılımcılar tarafından bireysel emeklilik hesaplarına aktarılan katkı paylarının yatırıma yönlendirildiği fonlardır. Emeklilik yatırım fonlarına ilişkin ilk düzenlemelerin 2002 yılında yayımlanmasına karşın, altın emeklilik yatırım fonlarının hayata geçirilmesi ancak sözkonusu düzenlemelerde 2013 yılında yapılan değişikliklerle mümkün olabilmiş ve ilk emeklilik yatırım fonu Nisan 2013'de kurulabilmiştir. Aradan geçen süre zarfında altın emeklilik yatırım fonları kendisinden çok daha önce kurulan yatırım fonlarına nazaran hızla gelişmiş ve yatırım fonlarından dört kat daha büyük bir toplam değere ulaşmışlardır (Pirgaip 2016).

Tablo 5.4: Türkiye’de Altın Yatırım Fonları

No.	Fon Adı	Fon Büyüklüğü (TL)
1	Ak Portföy Altın Fonu	100.315.102
2	Albaraka Portföy Altın Katılım Fonu	1.464.188
3	Deniz Portföy Altın Fonu	8.420.516
4	Fiba Portföy Altın Fonu	4.044.043
5	Garanti Portföy Altın Fonu	99.391.182
6	Halk Portföy Altın Katılım Fonu	18.531.932
7	HSBC Portföy Altın Fonu	30.490.217
8	ICBC Turkey Portföy Altın Fonu	4.650.670
9	ING Portföy Altın Fonu	11.212.171
10	İş Portföy Altın Fonu	53.846.573
11	Şeker Portföy Altın Fonu	1.059.475
12	TEB Portföy Altın Fonu	14.501.603
13	Vakıf Portföy Altın Katılım Fonu	10.208.882
14	Yapı Kredi Portföy Altın Fonu	188.434.230
15	Ziraat Portföy Altın Katılım Fonu	27.793.664
	Altın Fonları Toplamı	574.364.446
	Toplam Fonlar İçindeki Payı	%2

Kaynak: SPK. 2018. “Aylık Bülteni Ekim 2018”

Altın borsa yatırım fonları

Borsalarda işlem gören yatırım fonları (BYF) portföylerinde sermaye piyasası araçları bulunan ve katılma belgeleri borsalarda işlem görebilen fon türü olarak tanımlanmaktadır. Belirli bir portföyün borsalarda alınıp satılabilmesi timeline dayanan BYF’ler 1993 yılına kadar fazla ilgi görmemiş, 2000 yılından sonra gelişmeye başlamışlardır. Altına dayalı borsa yatırım fonları ise ilk olarak 2004 yılında borsalarda işlem görmeye başlamıştır. İlk düzenlemesi 2004 yılında yapılan borsa yatırım fonları ise, yatırım ve emeklilik yatırım fonlarından farklı olarak, bir endeksi takip etmek üzere kurulan ve katılma payları borsada işlem gören fonlardır. Ayrıca, borsa yatırım fonlarının katılma paylarının oluşturulma ve fona iade edilme işlemleri diğer fonlardan farklı esaslara tabidir. Bu işlemler diğer fonlarda katılma paylarına tekabül eden değer ilgili taraflara nakden teslimiyle; borsa yatırım fonlarında ise, nakdin yanı sıra portföyde yer alan varlıkların ilgili taraflara bu işlemler için yetkilendirilmiş bir aracı kurum vasıtasıyla teslimiyle gerçekleştirilebilmektedir. Altın fonları arasında ilk kurulan fon bir altın borsa yatırım fonudur (Pirgaip 2016).

Ülkemizde halihazırda Finans Portföy Yönetim A.Ş.’nin Finans Portföy Altın Borsa Yatırım Fonu adlı altın borsa yatırım fonu ile Bizim Menkul Değerler’in iştiraki olan Bizim Portföy Yönetim A.Ş.nin çıkardığı Altın Katılım Borsa Yatırım Fonu (GOLDPLUS) işlem görmektedir.

Dünyada ETF (*Exchange Traded Fund*) olarak bilinen borsa yatırım fonları, gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında alternatif yatırım aracı olarak yoğunlukla tercih edilmektedir. Özellikle %100 altına dayalı olan altın BYF’leri, uluslararası yatırımcılar tarafından, fiziki altına alternatif olarak büyük talep görmektedir. Bu fonların sağladığı önemli avantajların başında, borsada seans sırasında istenildiği anda, herhangi bir aracı kurum tarafından, düşük komisyon ve maliyetle ve dar bir alım-satım fiyat farkıyla alınıp satılabilmeleri gelmektedir. BYF’ler, hisse senetleri gibi, borsada işlem görebildikleri için, yatırımcılar istedikleri aracı kurumdan işlemlerini gerçekleştirebilmektedir.

Tablo 5.5: Türkiye’de Altın Yatırım Fonları

No	Fon Adı	Fon Büyüklüğü (TL)
1	Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş. Altın Emeklilik Yatırım Fonu	753.719.734
2	Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın Emeklilik Yatırım Fonu	216.478.563
3	Anadolu Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yat. Fonu	1.349.686.569
4	Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Emeklilik Yat. Fon	1.624.881.641
5	AXA Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu	52.138.933
6	Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yat. Fonu	35.644.789
7	Bnp Paribas Cardif Emeklilik Altın Emeklilik Yatırım Fonu	186.098.594
8	Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Emeklilik Yatırım Fonu	835.727.088
9	Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu	220.354.755
10	Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu	192.633.021
11	NN Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın Emeklilik Yatırım Fonu	192.305.076
12	Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu	913.191.626
13	Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu	277.623.130
	Altın Emeklilik Fonları Toplamı	6.850.483.517
	Toplam Fonlar İçindeki Payı	%8

Kaynak: SPK. 2018. “Aylık Bülteni Ekim 2018”

Diğer yatırım fonlarında, günde bir kez fiyat belirlenmekte ve piyasa şartlarının değiştiği günlerde, değişiklikler yatırım fonu fiyatlarına gün içerisinde

yansıtılmamaktadır. Buna karşın, borsa yatırım fonlarıyla, yatırımcı değişen piyasa şartlarına anında tepki verebilir ve istediği anda güncel fiyattan fonunu alıp satabilir.

Türkiye’de finans piyasalarında ilk altın borsa yatırım fonu, Finansbank tarafından, Finansbank İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu (GOLDIST) adıyla 18 Temmuz 2006 tarihinde kurulmuştur. Bu fon daha sonra Finans Portföy Altın Borsa Yatırım Fonu adını almıştır. Türkiye’nin ilk altın borsa yatırım fonu olan GOLDIST, Borsa İstanbul Kıymetli Madenler ve Taşlar Piyasası’nda yayınlanan Altın Endeksi’ni takip etmektedir. Altın Endeksi, uluslararası piyasalardaki ons başına altın fiyatı ile ABD doları/TL kurunun çarpımıyla elde edilmektedir. GOLDIST, külçe altına gram bazında yatırım yapma olanağı sağlayan bir yatırım ürünü olup, minimum 1 lotluk paylar halinde Borsa İstanbul’da hisse senedi gibi işlem görmektedir. Mevcut durumda, 1 lot GOLDIST 0,96 gram altın ve %1’i geçmeyecek oranda nakitten oluşmaktadır. GOLDIST, saklama sorununu ortadan kaldıran bir yatırım aracı olma özelliği nedeniyle de büyük önem taşımaktadır. GOLDIST’in içerisindeki altın, uluslararası standartlarda olup, Borsa İstanbul Kıymetli Madenler ve Taşlar Piyasası tarafından, fonun hesabında saklanmaktadır. Yatırımcıların fon payları ise, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından, Takasbank’taki hesaplarında saklanmaktadır. GOLDIST, altın fiyatlarındaki değişimi anında yansıtması ve altının fiyat hareketlerinden yatırımcıların faydalanmasını sağlaması açısından oldukça caziptir. GOLDİST’e ilişkin gösterge niteliğindeki net aktif değer ise, 15 saniyede bir veri yayın kuruluşları tarafından yayınlanmaktadır. Ayrıca GOLDIST’te alış ve satış fiyatı arasındaki *spread*, spot altın piyasasına göre daha avantajlıdır. Bu nedenle, altına yatırım yapmak isteyenler, düşük maliyetle ve hızlı bir şekilde altının performansına iştirak edebilmektedirler. GOLDIST’in minimum katılım payı oluşturma büyüklüğü 100,000 lot olup, isteyen yatırımcılar en az 100,000 pay ve katları karşılığında altını fiziki olarak teslim alabilmekte veya ödünç alıp açığa satabilmektedirler. Küçük yatırımcıların ise, altını fiziki teslim alma olanağı bulunmamaktadır. GOLDIST, hızlı işlem olanağı ve fiyat değişimlerini anında yansıtmasıyla arbitraj fırsatı yaratması nedeniyle, altının spot ve vadeli piyasalardaki arbitraj olanaklarından yararlanmak isteyen yatırımcılar için de gayet uygun bir üründür. Ayrıca GOLDİST’in fon yöneticileri, altına yatırım yapmak isteyen, fakat faiz geliri almak istemeyen yatırımcıları da düşünerek, fonun içerisindeki

nakit kompozisyonu, repo veya faiz gibi yatırım araçlarında değerlendirmemektedir (“Altın Borsa Fonu Nedir?” 2006).

Bizim Portföy Yönetimi A.Ş. Altın Katılım Borsa Yatırım Fonu portföyünde tamamen fiziki altın bulunduran ve uluslararası altın fiyatına dayalı endeksi takip eden ve 1 payının yaklaşık 1 gram altına karşılık geldiği bir borsa yatırım fonudur. Fon payları Borsa İstanbul’da işlem görmektedir. Yatırımcılar tıpkı diğer hisse senetlerini alıp sattıkları gibi, Bizim Portföy Yönetimi A.Ş. Altın Katılım Borsa Yatırım Fonu paylarını da aynı şekilde alıp satabilmektedirler. Borsa Yatırım Fonu portföyünde bir endeksi temsil eden yatırım aracı ve varlıkların endekste ki oranları ile bulunduğu ve fon paylarının borsada işlem gördüğü bir yatırım fonu türüdür. Böylece yatırımcılara temsil edilen endeksi, ki bu durumda altını alıp satma imkanı verir. Gösterge Niteliğindeki Net Aktif Değer, fon portföyünde bulunan altın ve nakit bileşenin toplam değerinin her bir fon payına düşen kısmını temsil etmektedir. Gösterge Niteliğindeki Net Aktif Değer, Borsa İstanbul seans saatleri süresince en az dakikada bir güncellenerek hem fonun internet sitesinde hem de veri sağlayıcı kuruluşlar aracılığı ile yayınlanır. Böylece yatırımcılar fonun portföy değeri ile borsada işlem gördüğü fiyat arasındaki farkı tam olarak izleme imkanını bulurlar. Bizim Portföy Yönetimi A.Ş. Altın Katılım Borsa Yatırım Fonu'nun takip ettiği endeks sadece Bizim Portföy Yönetimi A.Ş. Altın Katılım Borsa Yatırım Fonu 'nun takip etmesi amacı ile Endeks Yapıcısı tarafından oluşturulmuş bir endekstir. Endeks, uluslararası altın fiyatını baz alan bir endekstir. Uluslararası Amerikan doları cinsinden spot altın ons fiyatının, bankalararası para piyasasında oluşan en iyi satış kotasyonlarının ortalamasından hesaplanan kur ile çarpılması yoluyla bulunan değer endeksi oluşturur. Fonun paylarının işlem görmesi sırasında açıklanacak olan gösterge niteliğindeki net aktif değer de, baz alınan altın fiyatının gram birimi cinsinden değerinin TL’ye çevrilmesi suretiyle hesaplanır. Dönüşüm sırasında kullanılan USD/TL kuru da en iyi alış ve en iyi satış kotasyonlarının ortalamasından hesaplanan kurdur. Fon payları ve fon portföyündeki altının değişimi işlemleri oluşturma ve geri alım işlemleri ile yapılır. Bizim Portföy Yönetimi A.Ş. Altın Katılım Borsa Yatırım Fonu için oluşturma veya geri alım işlemi asgari 10.000 pay ve katları ile yapılabilir. İşlem yapılabilecek asgari pay sayısı Borsa Yatırım Fonu Asgari İşlem Birimi olarak adlandırılır. Oluşturma işleminde yatırımcılar, fon portföyündeki altın ve nakit kompozisyonunu fona teslim ederek karşılığında fon payı alabilecekleri

gibi, geri alım işleminde ellerinde bulunan fon paylarını fona teslim ederek karşılığında fon portföyündeki altın ve nakit kompozisyonunu alabilirler. Asgari İşlem Birimi kompozisyonu her sabah seanstan önce Takasbank sistemi vasıtası ile ilan edilir (“Altın Katılım Fonu Nedir?” 2009).

5.6.9. Hazine Müsteşarlığı Altın Tahvili

Ülkemizde, Hazine Müsteşarlığı fiziki altına yatırım yapan bireysel yatırımcılara belirli bir getiri sağlanarak yastık altında tutulan altınların ekonomiye kazandırılması ve Türkiye’nin altın rezervlerinin artırılmasına yönelik olarak altın tahvili ihraç etmektedir. Altın tahvili belirli tarihlerde bireysel yatırımcılardan toplanan talebe göre ihraç edilmektedir. Her bir ihraca ait talep toplama tarihi, ihraç tarihi, kupon oranı ve itfa tarihi ilgili ihraca ait ihraç duyurusunda Hazine tarafından paylaşılmaktadır. Altın tahvili, Hazine tarafından belirlenen Ziraat Bankası şubeleri aracılığı ile ihraç edilmektedir. Talep toplama işlemleri çeşitli illeri ve bölgeleri kapsayacak şekilde farklı zamanlarda kademeli olarak gerçekleştirilmektedir (Hazine Müsteşarlığı 2017a).

Altın tahvili için talep toplama döneminde 22 ve 24 ayar altınlar kabul edilmektedir. Altınlar hiçbir bir iskontoya tabi tutulmaksızın saflığı oranında bire kabul edilmektedir. Yatırımcı tarafından getirilen Cumhuriyet altınları tartılmaksızın, Cumhuriyet altınları dışındaki altınlar ise uzmanlarca değeri belirlendikten sonra has altının karşılığı ilgili hesaplara yansıtılmaktadır. Fiziki altındaki saflık belirlenirken sadece 22 ve 24 ayar altının içindeki has altın miktarı göz önünde bulundurulmaktadır (Hazine Müsteşarlığı 2017a).

Altın tahvilinin ihraç edilebilmesi amacıyla, talep toplama döneminde bankaya altınlarını teslim eden vatandaşlar adına Ziraat Bankası’nda “vadesiz altın mevduat hesabı”, “vadesiz TL mevduat hesabı”, ve “yatırım hesabı” açılmaktadır. “Vadesiz altın mevduat hesabı”, bankaya teslim edilen altınların 1000/1000 saflıktaki altın karşılığı esas alınarak gram cinsinden açılır (Hazine Müsteşarlığı 2017a).

Toplanan fiziki altınların ilgili altın rafinerileri tarafından eritilerek külçe altına çevrilmesi ve bu külçelerin Hazine’nin hesaplarına aktarılmasından sonra, yatırımcıların sahip oldukları has gram altın miktarı karşılığı, altın tahvilleri hak sahiplerinin Ziraat

Bankası'ndaki "yatırım hesaplarına" aktarılmaktadır. Bu noktada yatırımcıların herhangi bir işlem yapmasına gerek bulunmamaktadır. Yatırımcıların vadesiz altın mevduat hesaplarında yer alan her 1 gram altın karşılığında yatırım hesaplarına 1000 adet Altın tahvili aktarılmaktadır (Örneğin vadesiz altın mevduat hesabına 1000/1000 saflıkta 12,53 gram altın kaydedilen bir yatırımcının hesabına 12.530 adet Altın Tahvili aktarılır).

Uygulamayı bir örnek ile açıklamak gerekirse; bir vatandaş 22 ayar bir bilezik getirdi. Banka görevlisi getirilen altının Hazine Müsteşarlığı tarafından belirtilen kriterleri sağlamış olduğunun tespitini yaptı. Görevli herhangi bir değerlendirme yapmaksızın altını tarttı ve 10 gr lık bir bilezik olduğu anlaşıldı. Bu işlem sonucunda yatırımcının hesabına: $10 \times 916,66/1000 = 9,167$ gr 1000/1000 saflıkta kaydi altın yatırılmış olacaktır. Yatırılan söz konusu altın karşılığında sahip olunabilecek kıymetin nominal tutarı 9.167 adet olacaktır (1 gram = 1000 adet nominal altın tahviline eşittir).

Altın tahvilinin yatırımcısına her 6 ayda bir TL cinsinden altın fiyatına endeksli kupon ödemesi bulunmaktadır. Kupon oranı ihraç duyurusunda kamuoyu ile paylaşılmaktadır. Bu kupon oranı, tahvilin vadesi boyunca sabit kalmakta olup yatırımcının elde edeceği TL getiri tutarı altın fiyatlarında meydana gelecek olan değişimlere göre farklılık gösterebilir.

6 ayda bir yapılacak olan kupon ödeme tutarları aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanacaktır:

6 Ayda Bir Yapılacak TL Kupon Ödeme Tutarı = (Hesapta Bulunan Tahvil Adedi /1000) x (6 Aylık Kupon Oranı) x (Ödeme Tarihi için Geçerli Olan Gram Altın Fiyatı) (Hazine Müsteşarlığı 2017a).

Örnek: Bir yatırımcı talep toplama döneminde bankaya teslim ettiği 10 adet çeyreklik Cumhuriyet ziynet altın karşılığında 16.078 adet altın tahviline sahip olur. İhraç aşamasında Hazine Müsteşarlığınca belirlenen 6 aylık getiri oranının %1,2 (söz konusu oran örnek olarak verilmektedir) olması durumunda ve ilk kupon ödeme tarihi için gram altın fiyatının 144,757868 TL (söz konusu fiyat örnek olarak verilmektedir) olması

durumunda yatırımcıya ilk 6 aylık dönem için yapılacak ödeme tutarı aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$(16078/1000) \times (0,012) \times (144,757868) = 27,93$ TL getiri ödenecektir (Hazine Müsteşarlığı 2017a).

Altın tahviline yatırım yapan vatandaşlar, sahip oldukları altın tahvillerini işlemiş faizi ile birlikte yastık altındaki altınlarını gerek duyduklarında piyasadaki güncel altın fiyatlarına göre satılabiliyorlar ise, istedikleri zaman Ziraat Bankasına satabilmekte ve TL karşılığını alabilmektedirler. Vadesinden önce altın tahvillerinin Ziraat Bankası'na satılmak istenmesi durumunda, banka tarafından yatırımcılara yapılan ödemede piyasadaki güncel gram altın fiyatları dikkate alınarak ödeme yapılmaktadır.

Diğer taraftan, tahvil ihraç tarihini takip eden ilk üç ay içerisinde altın tahvillerinin Ziraat Bankasına satılmak istenmesi durumunda, ihraç aşamasında yatırımcılara yansıtılmayan maliyetlerin bir bölümü dikkate alınarak %1,5 iskonto oranı kullanılarak banka tarafından bir geri alım fiyatı ilan edilir. İhraç tarihini takip eden üç aylık süre sonrasında altın tahvillerinin bankaya satılmak istenmesi durumunda herhangi bir iskonto uygulanmamaktadır. Yatırımcılar hesaplarındaki Altın Tahvilini tek seferde en az 1000 adet (1 gram) olacak şekilde satabilirler (örnek: 1001, 1002, 2157 gibi). Hesaplarında 1000 adetten az senet kalması durumunda 1000 adetten az kalan kısım tek seferde bankaya satılabılır (Hazine Müsteşarlığı 2017a).

Yatırımcılar vade tarihinden önce isterlerse altın tahvilini bir başka gerçek kişiye satabilir veya devredebilirler. Vade sonunda yatırım hesaplarında bulunan altın tahvili adedine (1000 adet altın tahvili = 1 gram altın) karşılık gelen gram altın tutarının ödenmesi aşamasında yatırımcıların tercih edebileceği üç ayrı seçeneği bulunur (Hazine Müsteşarlığı 2017a):

- 1) Anapara bedelleri, tahvilin vadesinde yatırımcıların vadesiz altın mevduat hesaplarına hesaben gram altın olarak aktarılır veya,
- 2) Banka sistemindeki vadesiz altın mevduat hesaplarından altının TL karşılığı yatırımcıların vadesiz TL mevduat hesaplarına TL olarak aktarılır veya,

- 3) Altın tahvilinin anapara bedeli BİST Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası üyesi rafineriler tarafından üretilen 995/1000 saflıkta 1 kilogramlık külçe altın olarak veya Darphane tarafından basılan çeyreklik Cumhuriyet ziynet altını olarak vade tarihinden sonra fiziken geri alınabilir.

Fiziki altın teslimatının yapılabilmesi amacıyla söz konusu dönemde talepte bulunan yatırımcıların hesapları talep tarihinden itibaren talep edilen fiziki altın miktarı kadar bloke edilecektir.

Altın rafinerisi tarafından üretilen 995/1000 ayarda 1 kilogramlık külçe altını talep eden yatırımcıların talepleri Ziraat Bankası tarafından karşılanır. Vade sonunda yatırımcının hesabındaki gram altının, çeyrek Cumhuriyet ziynet altını veya 995/1000 ayarda 1 kilogramlık külçe altın olarak verilemeyen kısmı ise yatırımcıların vadesiz altın mevduat hesabında hesaben takip edilmeye devam edilir. Hazine Müsteşarlığınca yapılan ihraç duyurusunda belirtilen tarihler arasında fiziki altın talebinde bulunmayan yatırımcıların vade sonunda ayrıca fiziki altın talebinde bulunma hakları bulunmamaktadır. Yatırımcı isterse tahvilin vade sonunda ödenecek anapara bedelini mevcut tahvillerin vade sonu tarihi ile aynı tarihe denk gelecek şekilde yeni ihraç edilebilecek altın tahviline veya altına dayalı kira sertifikasına tekrar yatırılabilir. Altın tahvilinden sadece gerçek kişiler yararlanabilmektedir. Tüzel kişiler altın tahviline yatırım yapamamaktadırlar (Hazine Müsteşarlığı 2017a).

Altın tahvili ihracı ile toplanan altınların ihraç döneminde külçe altına dönüştürülmesi aşamasında yaşanabilecek öngörülemez teknik gecikmeler nedeniyle ihraç duyurusunda belirtilen tarihte altın tahvillerinin ihraç edilememesi durumunda ise yeni ihraç tarihi, vade sonu tarihi ve fiziki altın talep etme dönemi yatırımcılara Ziraat Bankası aracılığı ile ayrıca duyurulmaktadır. Altın tahvillerinin gösterge niteliğindeki fiyatları günlük olarak Resmi Gazete’de yayımlanmaktadır (Hazine Müsteşarlığı 2017a).

5.6.10. Hazine Müsteşarlığı Altına Dayalı Kira Sertifikası

Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen altına dayalı kira sertifikasının yapısının Türkiye’de ihraç edilen diğer kira sertifikalarında farklılık arzetmemektedir. Altına

dayalı kira sertifikası altın tahvili gibi belirli tarihlerde yatırımcılardan toplanan talebe göre ihraç edilmektedir. Her bir sertifika ihracına ait talep toplama tarihi, ihraç tarihi, kira oranı ve itfa tarihi ihraç duyurusunda paylaşılmaktadır. Altına dayalı kira sertifikası, Ziraat Bankası şubeleri aracılığı ile ihraç edilmektedir (Hazine Müsteşarlığı 2017b).

Tablo 5.6: İhraç Edilen Toplam Altın Tahvilleri

ISIN Kodu	Valör Tarihi	Vade Tarihi	Değer (TL)
TRT091019T16	11.10.2017	09.10.2019	28.651.362
TRT161019T17	18.10.2017	16.10.2019	40.257.568
TRT231019T18	25.10.2017	23.10.2019	46.505.848
TRT301019T19	01.11.2017	30.10.2019	60.964.819
TRT010420T35	04.04.2018	01.04.2020	55.128.351
TRT080420T12	11.04.2018	08.04.2020	29.975.320
TRT150420T13	18.04.2018	15.04.2020	29.188.768
TRT220420T14	25.04.2018	22.04.2020	31.655.887
TRT160920T17	19.09.2018	16.09.2020	24.438.411
TRT230920T18	26.09.2018	23.09.2020	23.124.458
TRT300920T19	03.10.2018	30.09.2020	24.228.286
TRT071020T15	10.10.2018	07.10.2020	24.445.355
TRT141020T16	17.10.2018	14.10.2020	24.513.048
TRT211020T17	24.10.2018	21.10.2020	23.760.480
TRT281020T10	31.10.2018	28.10.2020	23.997.186
TRT231220T13	26.12.2018	23.12.2020	18.099.516
TRT301220T14	02.01.2019	30.12.2020	19.716.113
TRT060121T32	09.01.2019	06.01.2021	12.524.267
TRT130121T17	16.01.2019	13.01.2021	10.600.358
TRT200121T18	23.01.2019	20.01.2021	9.484.344
TRT270121T11	30.01.2019	27.01.2021	13.708.929
Toplam			574.968.677

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, <https://altin.hazine.gov.tr/istatistik>

Altına dayalı kira sertifikası için yine sadece 22 ve 24 ayar altınlar kabul edilmektedir. Yatırımcıların teslim ettiği altınlar saflığı oranında kabul edilir. Bireysel yatırımcı tarafından getirilen Cumhuriyet altınları tartılmaksızın, Cumhuriyet altınları dışındaki altınlar ise banka şubesinde uzmanlarca tartılarak değeri belirlendikten sonra içindeki has altının karşılığı yatırımcı hesaplarına yansıtılır. Altına dayalı kira sertifikasının ihraç edilebilmesi amacıyla, talep toplama döneminde Ziraat Bankası şubesine altınlarını teslim eden vatandaşlar adına Ziraat Bankasında “vadesiz altın mevduat hesabı”,

“vadesiz TL mevduat hesabı” ve “yatırım hesabı” açılır. “Vadesiz altın mevduat hesabı”, bankaya teslim edilen altınların has altın karşılığı esas alınarak gram cinsinden açılır (Hazine Müsteşarlığı 2017b).

Şubelerce toplanan fiziki altınların altın rafinerilerinde eritilerek külçe altına çevrilmesi ve söz konusu külçe altınların Hazine Müsteşarlığı'nın saklama hesaplarına aktarılması takiben yatırımcıların gram altın miktarı karşılığı altına dayalı kira sertifikaların Ziraat Bankası nezdindeki yatırım hesaplarına aktarılır. Yatırımcıların vadesiz altın mevduat hesaplarında yer alan her bir gram altın karşılığında yatırım hesaplarına bin (1000) adet altına dayalı kira sertifikası aktarılmaktadır.

Altına dayalı kira sertifikalarını elinde bulunduran yatırımcılara her altı ayda bir TL cinsinden altın fiyatına endeksli kira ödenmektedir. Kira oranı ihraç öncesi Hazine Müsteşarlığı'na yapılan ihraç duyurusunda kamuoyu ile paylaşılmaktadır. Altı ayda bir yapılacak olan kira ödeme tutarları aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanır:

6 Ayda Bir Yapılacak TL Kira Ödeme Tutarı = (Hesapta Bulunan DİBS Adedi /1000) x (6 Aylık Kira Oranı) x (Ödeme Tarihi için Geçerli Olan Gram Altın Fiyatı) (Hazine Müsteşarlığı 2017b)

Örnek: Yatırımcı talep toplama döneminde bankaya teslim ettiği 20 adet çeyreklik cumhuriyet zinet altın karşılığında 32.156 adet altına dayalı kira sertifikasına sahip olacaktır.

Yatırımcılar sahip oldukları altına dayalı kira sertifikalarını birikmiş kira getirisi ile birlikte istedikleri zaman Ziraat Bankasına satabilmekte ve karşılığında TL alabilmektedirler. Vadeden önce altına dayalı kira sertifikalarının Ziraat Bankasına satılmak istenmesi durumunda ise Ziraat Bankası tarafından yatırımcılara yapılan ödemede piyasadaki güncel gram altın fiyatları dikkate alınır. Yatırımcılar vade tarihinden önce isterlerse sertifikalarını sadece bir başka gerçek kişiye satabilir veya devredebilirler.

Altın kira sertifikalarının vadesonu geldiğinde yatırımcıların tercih edebilecekleri üç ayrı seçenek bulunmaktadır (Hazine Müsteşarlığı 2017b):

- 1) Anapara bedelleri, vade tarihinde yatırımcıların “vadesiz altın mevduat hesaplarına” hesaben gram altın olarak aktarılır.
- 2) Yatırımcılar tarafından talep edilmesi durumunda, altına dayalı kira sertifikasının anapara bedeli BİST Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası üyesi rafineriler tarafından üretilen 995/1000 saflıkta 1 kilogramlık külçe altın olarak veya Darphane Genel Müdürlüğü tarafından basılan çeyreklik Cumhuriyet ziynet altını olarak fiziken geri alınabilir.
- 3) Diğer bir seçenekte ise, yatırımcılar vade sonunda ödenecek anapara bedelini Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiş olan mevcut senetlerin vade sonu tarihi ile aynı tarihe denk gelecek şekilde yeni ihraç edilen altına dayalı kira Sertifikasına/altın tahviline tekrardan yatırılabilir.

Ülkemizde yastık altındaki altınların ekonomiye kazandırılması amacıyla ihraç edilen altına dayalı kira sertifikalarından elde edilen getiriler için stopaj oranı % 0 (sıfır) olarak belirlenmiştir. Altına dayalı kira sertifikalarını sadece gerçek kişiler satın alabilmekte, tüzel kişiler altına dayalı kira sertifikalarına yatırım yapamamaktadırlar (Hazine Müsteşarlığı 2017b).

Ülkemizde Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen altın tahvilleri ve kira sertifikaları dışında özel sektör kuruluşlarının ihraç ettiği altına dayalı bir borçlanma aracı bulunmamaktadır.

6. ARAŞTIRMA: TÜRK FİNANS PİYASASI PROFESYONELLERİNİN ALTIN ALGISI ANALİZİ

Anket yönteminin uygulanmasında en kritik konulardan biri anketin çalışmanın amacı doğrultusunda hazırlanmasıdır. Anket belli bir konuda saptanmış hipotezlere ya da sorulara bağlı olarak bir evren ya da örnekleme oluşturan kaynak kişilere sorular yönelmek suretiyle sistemli veri toplama tekniği olarak tanımlanabilir. Anketler, sosyal bilimlerde gözlemleri standartlaştırmak üzere başvurulan araçlardan sadece biridir. Anketler, kaynak kişilerin okur-yazar olmalarını gerektirir. Bu yüzden de anketler yazılı veri toplama aracı olarak da tanımlanmıştır (Büyüköztürk 2005).

Bir araştırmacı anket tekniğini kullanmadan önce kendisine soracağı ilk şey, ihtiyaç duyulan verilerin daha garantili bir teknikle toplanıp toplanamayacağıdır. Mesela, biraz daha fazla para ve zaman harcamak suretiyle verileri görüşme yoluyla elde edebilmek mümkünse, o yolu seçmek belki daha isabetli olacaktır. Araştırmacılarda genellikle “anket hastalığı” vardır. Özellikle tez yazacak öğrenciler bir problem üzerinde çalışmayı düşündüklerinde akla getirdikleri ilk şey anket olmaktadır. Oysaki araştırmaya başlamadan önce üzerinde en çok düşünülecek konulardan biri problemin çözümü için gerekli verileri toplamada en uygun tekniğin ne olabileceğidir. Bunun mutlaka anket olma zorunluluğu yoksa diğer yöntemlerden birini seçme olanaklarının denenmesinde fayda vardır. En uygun yöntemi seçebilmek için anket dahil bütün teknikleri çok iyi tanımak, her birinin üstün ve zayıf taraflarını bilmek gerekmektedir. Araştırmacının bu teknikler arasında en uygun ve güvenilirlik, geçerlilik, kullanılabilirlik bakımından en iyi olanı seçmesi beklenir (Büyüköztürk 2005).

Literatürde altına yatırım yapan kurumsal ve bireysel yatırımcıların altına ilişkin algıları ve davranışlarına yönelik çalışmalar son derece sınırlıdır. Konuyla ilgili son dönemdeki çalışmalardan biri Tağtekin tarafından 2016 yılında yayınlanan tartışma metnidir (*working paper*). Bu çalışmada bireysel altın algısı ölçülmeye çalışılmıştır. Tağtekin’in anketi, İstanbul’da yaşayan ve bireysel yatırımda bulunan ya da bulunabilecek bireyler

arasından basit tesadüfi örnekleme yoluyla örneklem elde edilerek gerçekleştirilmiştir. Araştırmada 241 kişiden toplanan anket veriler değerlendirilmiştir (Tağtekin 2016).

Tağtekin çalışmasında; altına yatırım yapan Türk yatırımcısının; genel olarak hangi yatırım araçlarını tercih ettiği, altın yatırımını hangi vadelerde elinde tuttuğu, yatırım yaparken hangi risk algısında hareket ettiği, altını hangi formda almayı tercih ettiği altın alırken hangi faktörleri dikkate aldığı, altın piyasasındaki gelişmeleri izleme sıklığı, altının toplam yatırım portföyü içindeki payı, altını hangi kanallardan almayı tercih ettiğine yönelik tercihleri ile bu tercihlerin demografik faktörlere göre dağılımı tespit etmeye çalışmıştır. Çalışmada yer alan ankette, yatırım tercihi olarak döviz ilk sırada, fiziki altın ikinci sırada, sonrasında gayrimenkul, mevduat, hazine bonosu/devlet tahvili, hisse senedi belirtilmiştir. Tasarruf/yatırım portföylerinde tercih edilen altın yatırım araçlarından ilk üç sırada cumhuriyet altını, ikinci sırada altın mevduat hesabı, üçüncü sırada ise altın ziynet yer almaktadır (Tağtekin 2016).

Tağtekin'in çalışmasında anket katılımcılarının yarısından fazlasının altın fiyatlarındaki gelişmeleri yakından izlediği görülmüştür. Altın alım veya satım kararında göz önünde bulundurulacak faktörler arasında öncelikle altınla ilgili daha önceki kararların, tecrübelerin, analizlerin ve sonuçların, sonrasında sırasıyla döviz kurları ile siyasi, ekonomik ve jeopolitik istikrarın etkili olduğu görülmüştür. Bunları aracı kurum ve banka yönlendirmeleri, faiz oranları ve tavsiye faktörlerinin takip ettiği tespit edilmiştir. Tağtekin'in çalışmasında elde edilen verilere göre, altın yatırımı yapan bireylerin öncelikle tercih ettikleri yatırım aracı dövizdir. Altın yatırımcılarının ikinci tercihi fiziki altın, üçüncü tercihi ise gayrimenkuldür. Sonuç olarak Tağtekin çalışmasında bireysel yatırımcının altın algısını ölçmeye çalışmış ve ülkemizde bireysel yatırımcıların yatırım araçları arasında altının dövizden sonra ikinci önemde bir yatırım aracı olduğu tespit edilmiştir (Tağtekin 2016).

6.1. TEORİK ÇERÇEVE

6.1.1. Anketlerin Hazırlanışı ve Anketlerde Sorular

Çalışmanın amacına uygun bir anket hazırlamak kolay değildir. Hazırlanan anketlerde görülen eksikliklerden en önemlisi soruların tam olarak anlaşılabilmesidir. Sorularda

kullanılan bazı kelime ve ifadeler değişik anlamlar taşıyabilmektedir. Anket sorularını hazırlayanlar çoğu zaman soruların herkes tarafından kolayca anlaşılabilceğini zannederler. Çoğu zaman anket hazırlamanın kolay olduğu, anket hazırlamanın birkaç günde yapılabileceği düşünölmektedir. Tam tersine bir anketi oluşturmak önemli bir hazırlığı, bilgiyi, yeteneği, çabayı ve zamanı gerektirmektedir. Anketin iyi bir şekilde hazırlanabilmesi için anket konusunun, amacının, evrenin ve bunu temsil eden örneklemin iyi bilinmesi, anketi cevaplandırarak katılımcıların eğitim, ekonomik, sosyal ve politik özelliklerinin iyice bilinmesi gerekmektedir. Anket soruları; katılımcıların kişisel özellikleriyle, inançlarıyla, kişilikleriyle ve çalıştıkları sektör veya kurum ile uyumsuz olmaması, anlayış, kavrayış ve ilgi seviyelerine de uygun olması gerekmektedir (Büyüköztürk 2005).

Anket soruları; katılımcıların inançlarını, görüşlerini, düşüncelerini, tutum ve davranışlarını, tercihlerini, ilgi alanlarını, bilgi düzeylerini ölçmek amaçlı hazırlanabilir. Birkaç başlangıç sorusundan sonra asıl sorulara geçilir.

Anketin uzunluğu da ayrı bir önemli bir husustur. Anket daha çok veri toplamak adına uzun, çok fazla soru içerecek şekilde hazırlanmamalıdır. Bazı durumlarda ankete yer alan birçok sorunun cevabını açık kaynaklardan bulabilmek mümkün olmaktadır. Yapılan hatalardan biri de, işe yarar düşüncesiyle, araştırma konusu ile ilgisi olmayan birçok gereksiz sorunun ankette yer almasıdır. Anket katılımcılarının ankete çok fazla zaman ayırmak istemeyecekleri muhakkak hesaba katılmalıdır. Anket katılımcılarının, anketi çok fazla zaman harcamadan, soruları rahatlıkla anlayarak, kolaylıkla cevap verebilmelerinin sorumluluğu anketi hazırlayan araştırmacılara aittir (Büyüköztürk 2005).

Anket soruları özelliklerine göre gruplanmalıdır. Aynı konudaki sorular bir arada olmalı, ardı ardına gelmelidir. Böylelikle anket katılımcıları anketin amacını rahatlıkla anlayabileceklerdir. Anket sorularında konudan konuya atlanması katılımcılarda kafa karışıklığına neden olabilir. Genel kapsamdaki sorular anketin başında yer almalıdır. detaylı sorular ise daha sonra gelmelidir. Ek olarak anketin başlangıçta kolay sorularla başlaması, katılımcıya soruları rahatlıkla cevaplayabileceğine ilişkin güven verir. Başlangıç sorularının katılımcıya ilginç gelmesi, anketi sonuna kadar tamamlaması için

katılımcıyı motive eder. Anket mümkün olduğu kadar sistematik hazırlanmalıdır. Katılımcılar anketi cevaplarırken fazla düşünmemeli ve fazla yazı yazmamalıdır.

Bir ankette yer alacak soruları aşağıdaki başlıklarda toplamak mümkündür (Büyüköztürk 2005):

- 1) **Olgusal sorular:** Katılımcıların; yaş, eğitim düzeyi, gelir düzeyi, medeni durumu, cinsiyeti, doğum yeri ve mesleği gibi demografik bilgileri içerir.
- 2) **Davranış soruları:** Bu sorular kişilerin kişisel ve toplumsal etkinlikleri ile ilgilidir. Örnek olarak; kişilerin tüketim harcamaları, bireysel alışkanlıkları, beslenme şekilleri verilebilir.
- 3) **Tutum ve inanç soruları:** Katılımcının belli bir anda ve belli bir konuda ne düşündüğünü ya da ne hissettiğini belirlemeye yönelik sorulardır. Kişisel tutum en iyi şekilde ancak çoklu sorularla ölçülebilir. Tutum ölçeklerinde genelde kapalı uçlu sorular kullanılır; ancak kodlanmış açık uçlu sorulardan da yararlanılabilir.
- 4) **Bilgi soruları:** Katılımcıların belli bir konuda ne bildiklerini, ne ölçüde bildiklerini, bu bilgileri hangi kanaldan ve ne zaman öğrendiklerini anlayabilmek için hazırlanan sorulardır.

Bilimsel bir çalışma için hazırlanan bir ankette yer alacak sorular, alternatifleri açıkça göstermelidir. Alternatiflerin ankette açıkça yazılmalıdır. Böylece anket sorularında bilimsel tarafsızlık sağlanmış olur. Örneğin, ‘Cumhurbaşkanlığı seçimlerinde X adayına mı? Yoksa diğerlerine mi oy vereceksiniz?’ gibi bir soruda, diğer adayların adları da metinde yer almalıdır (Büyüköztürk 2005).

Ankette yer alan bazı soruların sorulabilmesi için önceden başka soruların sorulması gerekebilir. “Örneğin geçen cumhurbaşkanlığı seçiminde kime oy verdiniz?” gibi bir soru eğer kişi oy kullanmamışsa onun için işlevsel olmayacaktır. Bundan önce katılımcıya oy kullanıp kullanmadığı sorulmalıdır (Büyüköztürk 2005).

İki farklı konu içeren sorulardan da kaçınılması gerekmektedir. Çünkü iki farklı konuya tek bir cevabın verilmesi doğru olmaz. Anket katılımcısı bu konulardan birine katılıp diğerine katılmayabilir. Bu nedenle sorular tek bir konu içermelidir.

Anket soruları iki farklı türde olabilir:

- 1) açık uçlu sorular ve,
- 2) kapalı uçlu sorular

Açık uçlu sorular katılımcılara konuyla ilgili herhangi bir sınırlama getirilmeden cevap verebilme imkanı sunar. Kapalı uçlu sorular ise en az iki seçenek arasından seçme imkanı sunmalıdır. Soruların hangi türde olacağı anketin konusuna, evrenine, örnekleme ve anket katılımcılarının eğitimlerine, mesleklerine ve ilgi alanlarına bağlıdır. Bir ankette iki soru türü de yer alabilir. Açık uçlu soruların yer aldığı anketlerde, cevapların anket katılımcıları tarafından yazılmasını gerekir. Kapalı uçlu sorularda ise cevaplar anket katılımcıları tarafından seçenekler arasından seçilir ve uygun olan seçenek işaretlenir. Kapalı uçlu sorularda seçeneklerin açıkça görülmesi, ankete cevap veren kişiye kolaylık sağlar, çünkü onun hatırlamasına yardımcı olur. Örneğin bir seçim anketinde adayların isimlerini katılımcılar anımsayamayabilir (Büyüköztürk 2005).

Kapalı uçlu soruların cevaplandırılması çok daha az zaman aldığından katılımcılar tarafından bu tür sorular daha kolay cevaplanır. Ancak cevaplayıcıya serbestlik tanımak bakımından ve daha derinliğine bilgi elde edebilmek bakımından anketlere açık uçlu sorular da konabilir. Kapalı uçlu sorulardan elde edilen bilgilerin tasnif edilmesi daha kolay olmakta ve hata oranını azaltmaktadır.

6.1.2. Anketlerin Uygulanması

Bir anketin uygulanması iki şekilde olabilmektedir. Anket bir gruba uygulanabilir veya postayla yoluyla uygulama yapılabilir. Grup uygulaması, bir arada bulunan katılımcılara anketin belli bir zaman diliminde verilmesi ve cevapların aynı anda topluca alınmasıyla yapılmaktadır. Anketin gruba uygulanması hem zamandan hem de paradan tasarruf sağlar. Amaç grup uygulamasında, katılımcıların birbirlerinden etkilenme riski bulunmaktadır. Postayla uygulamada, anketin katılımcılara posta ile ulaştırılır. Araştırmanın hedef evrenini oluşturan birimler dağınık ve geniş bir alana yayılmışsa, anketin postayla uygulanması daha doğru olur. Posta yoluyla uygulamada, katılımcıların

anketi doldurmalarının kontrol olanağı bulunmamaktadır. Bu yöntemde ankete dönüş oranları düşük olmaktadır (Büyüköztürk 2005).

6.1.3. Anketlerin Dönüş Oranları

Postayla gönderilen anketlere cevap alma olasılığı genel de düşüktür. Anketin doldurulma oranı, gönderilen kişilere, anketin hazırlanışına, sorulara bağlıdır. Örneğin ABD’de posta ile gelen anketlere cevap verenlerin oranı % 20 ile %40 arasındadır. Anketlerin geri dönüşünde aksama ya da gecikme olması halinde verilen sürenin bitiminde anket ikinci kez gönderilmelidir. Cevap vermemekte ısrar edenlere hem cevap vermeme gerekçelerini hem de bu tür kimselerin özelliklerini saptamak amacıyla ayrı bir soru kartıyla anketler yeniden gönderilebilir (Büyüköztürk 2005).

6.1.4. Anketlerde Geçerlilik

Bir anket çoğu zaman bütün olarak bir araştırma konusuna uygun olarak hazırlanır. Bütün bir araştırmanın ayrı ayrı özellikleriyle ilgili, nispeten özel ve birbirinden farklı sorulardan meydana gelir. Bu bakımdan tüm anketin geçerlik derecesi yerine değişik soruların geçerliğini araştırmak daha doğrudur. Örneğin aynı ankette, “Kaç kurs alıyorsunuz?” sorusu geçerli bir cevap olabilirken; “Matematiği seviyor musunuz?” sorusuna verilecek cevabın samimiyetinden ve geçerli olduğundan şüphelenmek olasıdır. Ancak anketin, ilgili araştırma konusuna bir bütün olarak uygunluğu açısından, tüm olarak geçerlik düzeyini belirlemek genelde tercih edilen bir yöntemdir (Büyüköztürk 2005).

Her ankette görünüş geçerliğinin bulunması lazımdır. Bu nedenle:

- 1) Her soru araştırılmakta olan konu ile ilişkili olmalıdır.
- 2) Anket tüm konuyu kapsamalıdır.
- 3) Sorular açık ve anlaşılır olmalıdır.

Geçerlilik denetimi anket hazırlanması noktasında bilgisi olan, bu konuda uzman olan kişiler tarafından yapılabilir ya da anketin bir ölçüle karşılaştırılabilir. Ancak çoğu zaman böyle bir ölçüt bulmak kolay değildir. Bunun yerine anket katılımcılarından bir

kısmıyla görüşülerek, anketin sonuçları ile görüşmeden elde edilen sonuçlar karşılaştırılabilir. Bazen de ankete verilen cevapların doğruluğunu kanıtlamak için arşiv bilgilerine, kayıtlara bakılabilir, konu hakkında bilgisi olan kişilere danışılabilir. Bazen ankete verilen cevapların doğruluğunu bireyin davranışlarını gözlemleyerek de kontrol etmek mümkündür. Bu ve benzeri önlemlerle anketin geçerliğini bir dereceye kadar saptamak mümkündür. Anketin geçerliliği başka anketlerde kullanılmış olan ölçekler kullanılarak da hazırlanabilir (Büyüköztürk 2005).

6.1.5. Anketlerde Güvenirlilik

Anketlerde güvenirlilik derecesini gerçeğe yakın olarak saptamak zordur. Testlerde güvenirliliğin hesaplanması için uygulanan bazı yolları anketlere uygulanması mümkün değildir. Anketlerde ise sorular nispeten birbirlerinden bağımsızdır. Anket sonuçları matematiksel olarak toplamaya pek uygun değildir. Belirli bir aralıkla anket katılımcılara tekrar uygulanabilir. Ancak bu durumda da katılımcılar ikinci defa cevap vermek istemeyebilir ya da cevap verse bile daha önce verdiği cevapları hatırlayıp onların aynı cevaplandırma yoluna gidebilirler. Bu konuda uygulanabilecek bir diğer yöntem de, örneklem içinden hiç olmazsa bir grubun aynı konuda görüşmeye tabi tutulmasıdır. Anketin güvenirliliği başka anketlerde kullanılmış olan ölçütler kullanılarak da sağlanabilir (Büyüköztürk 2005).

6.1.6. Anketin Çalışmasının Avantajları

- 1) Anket yoluyla geniş kitlelere ulaşmak, araştırmayı büyük gruplara yönelik olarak yapmak daha kolaydır.
- 2) Anket yöntemi para, zaman ve enerji bakımından tasarruf sağlar.
- 3) Anket yönteminin, geniş coğrafi alanlara ve çok sayıda insana uygulanabilir olması nedeniyle daha geniş bir örneklem üzerinde çalışma, dolayısıyla örneklemin temsil düzeyini, böylece de araştırmanın dış geçerlilik düzeyini artırmak mümkün olabilmektedir.
- 4) Anketin isim belirtmeden de cevaplanmasının mümkün olması nedeniyle örneğin görüşme yöntemine kıyasla objektifliği daha yüksektir.

- 5) Anket sorularının yazılı olması katılımcıların onları tekrar tekrar inceleme olanağı sağlar. Böylelikle anketle elde edilen verilerin daha doğru olacağı söylenebilir (Büyüköztürk 2005)..

6.1.7. Anket Çalışmasının Dezavantajları

- 1) Anket yönteminin esnek olmadığı söylenebilir. Çünkü anketi uygularken araştırmacı katılımcıyla yüz yüze bulunmaz.
- 2) Anket sadece okur yazarlara verilebilmektedir.
- 3) Anketle derinlemesine bilgi edinme olanağı yoktur.
- 4) Anket yöntemi sınırlı veri sağlayabilir. Anketin dikkat ve ilginin dağılmasını önleyecek güdüleyici öğelere sahip olmaması kısa sürede doldurulmasına gerekçe oluşturur.
- 5) Gönderilen anketlerden birçoğunun cevaplanarak geri gelmemiş olması böyle bir çalışmadan elde edilecek bulguların diğer gruplar için de geçerli olduğunu belirtmek yanlış ve hatalı olabilir.
- 6) Anket gönderilen kişiler genellikle eğitim görmüş kişilerdir. Buna rağmen kişilerin soruları aynı derecede anlayamamaları veya cevaplarında açık olmamaları ve rastgele cevaplar vermeleri olasıdır. Araştırmacının bunu kontrol etme imkanı maalesef yoktur.
- 7) Postayla gönderilen bir ankete cevap verecek kişinin anketi gönderenle iletişimi zordur. Kişi lüzum gördüğü noktalarda anket sahibine soru sormamakta, açıklama isteyememektedir. Ancak e-posta ise yapılan anketlerde bu imkan bulunmaktadır (Büyüköztürk 2005).

6.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

6.2.1. Araştırmanın Amacı

Bu anket çalışmasının amacı ülkemizde finans piyasası profesyonellerinin altına yönelik algısını ölçmektir. Böylelikle altın piyasasının geliştirilmesine yönelik çabalara katkı sağlanması amaçlanmaktadır.

Çalışmada altına ilişkin algı düzeyini araştırmak amacıyla algı skoru hesaplanmış ve sonrasında algı skorunu etkileyen görüşler istatistiki analizlerle araştırılıp değerlendirilmiştir.

6.2.2. Araştırmanın Örnekleme

Araştırmanın örneklemini; İstanbul ilindeki bankalar, aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketlerinde ağırlıklı hazine/fon yönetimi bölümlerinde çalışan 81 kişi oluşturmaktadır.

6.2.3. Araştırmada Kullanılan Veri Toplama Yöntemi ve Araçları

Araştırmada tesadüfi olmayan örnekleme türlerinden kolayda örnekleme tekniği kullanılmış olup veriler online anket yöntemiyle elde edilmiştir (Haşıloğlu ve diğerleri, 2015). *Reuters Veri Yayın Ekranı* kullanıcılarından reel sektör kullanıcıları çıkarılarak 407 finans sektörü profesyoneline *Reuters Messenger* aracılığıyla anket gönderilmiştir. Araştırmada geri dönüş sağlanan 81 anket formu değerlendirmeye alınmıştır.

Araştırmada kullanılan anketin oluşturulmasında, Avrupa Komisyonu'nun Ekonomik ve Finansal İlişkiler Genel Direktörlüğü talimatıyla düzenlenen ve Eurobarometer tarafından gerçekleştirilen Euro'nun kamuoyundaki algısına ilişkin yapılan anketlerde kullanılan ölçekten yararlanılmıştır. Araştırmada kullanılan anket iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde katılımcıların demografik özelliklerine ilişkin bilgiler araştırılırken ikinci bölümde ise altın algısına ilişkin 19 ifadeden oluşan ölçek bulunmaktadır. Ölçek; 1 -Kesinlikle Katılmıyorum, 2- Katılmıyorum, 3- Katılıyorum ve 4- Kesinlikle Katılıyorum olmak üzere 4'lü likert ölçeğine göre hazırlanmıştır.

6.2.4. Araştırma Verilerinin Analizi

Araştırmanın analizinde IBM SPSS 23 ile Excel programları kullanılmış olup toplanan veriler yardımıyla ölçeğin güvenilirliği ve geçerliliği istatistiksel olarak test edilmiştir.

Analizde katılımcıların demografik özellikleri frekans analizi yöntemiyle özetlenmiştir. Yapılan normallik analizi sonucunda %95 anlamlılık düzeyinde verilerin normal dağılım gösterdiği görülmüştür. Böylelikle parametrik testlerin yapılması uygun

görülmüştür. Araştırmadan elde edilen veriler normal dağılım gösterdiğinden çalışmada tek örneklem t testi, bağımsız iki örneklem t testi, ikiden fazla kategorili değişkenler için varyans analizi (ANOVA), korelasyon analizi ve lojistik regresyon analizleri kullanılarak elde edilen sonuçlar değerlendirilmiştir.

6.2.5. Araştırmanın Hipotezleri

Çalışmanın alternatif hipotezleri aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

- 1) H_1 : Altın algı skoru değeri ortalama 50 değerinden farklıdır.
- 2) H_1 : Katılımcıların çalıştığı bölümler altın algı skorunda fark yaratır.
- 3) H_1 : Katılımcıların çalıştığı kurum altın algı skorunda fark yaratır.
- 4) H_1 : Cinsiyet altın algı skorunda fark yaratır.
- 5) H_1 : Yaş altın algı skorunda fark yaratır.
- 6) H_1 : Eğitim altın algı skorunda fark yaratır.
- 7) H_1 : Gelir altın algı skorunda fark yaratır.
- 8) H_1 : Rezervdeki önem sırası altın algı skorunda fark yaratır.

6.2.6. Bulgular

Demografik özelliklere ilişkin bulgular

Anket katılımcılarının tamamına yakını İstanbul'da yer alan finans kuruluşlarının genel müdürlüklerinde çalışanlardan oluşmaktadır. Anket katılımcılarının çoğunluğu, 30-50 yaş arası, lisans ve yüksek lisans mezunu, banka hazine bölümlerinde orta kademedeki çalışan 4 bin TL üstü maaş alan baylardan oluşmaktadır.

Tablo 6.1: Katılımcıların Cinsiyetlerine İlişkin Frekans Analizi Sonuçları.

Cinsiyet		Frekans	%
Valid	Bay	59	72,8
	Bayan	21	25,9
	Toplam	80	98,8
Kayıp		1	1,2
Toplam		81	100

Araştırmaya katılan katılımcıların cinsiyet dağılımları ve yaşların dağılımı incelendiğinde araştırmaya katılanların %72 sinin erkek %25 inin kadın olduğu ve katılımcıların yaklaşık % 54 ünün 30-39 yaş aralığında olduğu görülmektedir. 50-59 yaş aralığında katılımcıların ancak % 2, 5'inin bulunduğu görülmektedir.

Tablo 6.2: Katılımcıların Yaşlarına İlişkin Frekans Analizi Sonuçları

Yaş		Frekans	%
Valid	20-29	13	16,0
	30-39	44	54,3
	40-49	20	24,7
	50-59	2	2,5
	Total	79	97,5
Kayıp		2	2,5
Toplam		81	100

Tablo 6.3: Katılımcıların Aylık Gelirlerine İlişkin Frekans Analizi Sonuçları

Aylık Gelir		Frekans	%
Valid	2.000 - 3.000	3	3,7
	3.000 - 4.000	12	14,8
	4.000 - 10.000	41	50,6
	10.000 +	22	27,2
	Total	78	96,3
Kayıp		3	3,7
Toplam		81	100

Tabloda katılımcıların aylık gelirlerine ilişkin frekanslar incelendiğinde ise ankete cevap veren 81 kişinin % 51'inin 4.000 - 10.000 TL arasında gelire sahip olduğu %27'sinin ise 10.000 TL üzerinde gelire sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 6.4: Katılımcıların Çalıştıkları Bölüme İlişkin Frekans Analizi Sonuçları

Çalışılan Bölüm		Frekans	%
Valid	Üst Yönetim	3	3,7
	Hazine / Fon Yönetimi	60	74,1
	Portföy Yönetimi	9	11,1
	Pazarlama	1	1,2
	Diğer	8	9,9
	Total	81	100

Çalışmaya katılan 81 kişinin 60'ının hazine/fon yönetimi bölümlerinde çalışıyor olduğu, %35'inin ünvanlarının ise müdür/ yönetmen olduğu görülmektedir.

Tablo 6.5: Katılımcıların Ünvanlarına İlişkin Frekans Analizi Sonuçları

Ünvan		Frekans	%
Valid	Genel Müdür / Genel Müdür Yardımcısı	4	4,9
	Müdür / Yönetmen	35	43,2
	Fon Yöneticisi	10	12,3
	Dealer	12	14,8
	Uzman / Uzman Yardımcısı	15	18,5
	Toplam	76	93,8
Kayıp		5	6,2
Genel Toplam		81	100

Çalışmaya katılan uzmanların ünvanlarının %43,2'sinin “Müdür/Yönetmen” %18,5'inin “Uzman / Uzman Yardımcısı” %14,8'inin “Dealer” % 12,3'ünün “Fon Yöneticisi” ve % 4,9'unun “Genel Müdür/Genel Müdür Yardımcısı” olduğu görülmektedir.

Altın algısına ilişkin bulgular

Tablo 6.6: Altın, Finans Piyasalarında Güvenli Bir Limandır

Altın, finans piyasalarında güvenli bir limandır.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	16	19,8
	Katılıyorum	53	65,4
	Katılmıyorum	12	14,8
	Toplam	81	100,0

“Altın, finans piyasalarında güvenli bir limandır” sorusuna katılımcıların %65'inin “katılıyorum” %19,8'inin ise “kesinlikle katılıyorum” yanıtını verdiği ancak %14,8'inin “katılmıyorum” yanıtını verirken “kesinlikle katılmıyorum” yanıtı veren hiç katılımcı olmadığı görülmektedir.

Dolayısıyla finans piyasalarında altının güvenli bir liman olduğu görüşünün hakim olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 6.7: Altın, Finans Sektöründe Önemli Bir Finansal Enstrümandır

Altın, finans sektöründe önemli bir finansal enstrümandır		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	18	22,2
	Katılıyorum	54	66,7
	Katılmıyorum	7	8,6
	Kesinlikle Katılmıyorum	2	2,5
	Toplam	81	100

“Altın finans sektöründe önemli bir finansal enstrümandır” sorusuna katılımcıların %66,7’sinin “katılıyorum” %22,2’sinin ise “kesinlikle katılıyorum” yanıtını verdiği ancak %8,6’sının “katılmıyorum” %2,5’inin “kesinlikle katılmıyorum” yanıtı vermiştir.

Bu sonuca göre finans piyasalarında altının güvenli bir liman olmasının yanı sıra önemli bir finansal enstrüman olarak da kabul gördüğü tespit edilmiştir.

Tablo 6.8: Altın, Türkiye’de Geleneksel Bir Yatırım Aracıdır

Altın, Türkiye’de geleneksel bir yatırım aracıdır.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	59	72,8
	Katılıyorum	22	27,2
	Toplam	81	100

Anketteki 3. tanımlayıcı soru olan “Altın, Türkiye’de geleneksel bir yatırım aracıdır” ifadesine katılımcıların tamamının katıldığı görülmektedir. Ayrıca 59 kişinin yani katılımcıların %73’ünün “kesinlikle katılıyorum” yanıtı verdiği görülmektedir.

Tablo 6.9: Bankacılık Sektöründe Altın İşlemlerinin Payı Artırılmalıdır

Bankacılık sektöründe altın işlemlerinin payı artırılmalıdır.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	19	23,5
	Katılıyorum	44	54,3
	Katılmıyorum	15	18,5
	Kesinlikle Katılmıyorum	3	3,7
	Toplam	81	100

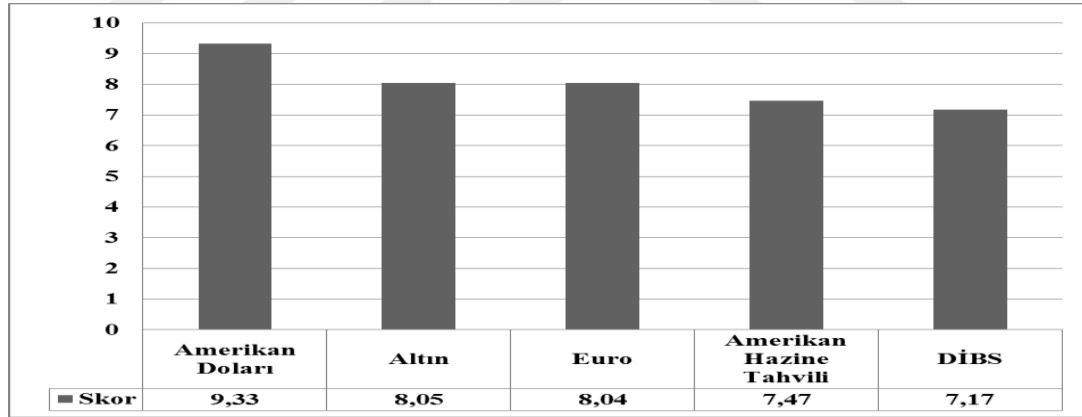
“Bankacılık sektöründe altın işlemlerinin payı artırılmalıdır” ifadesine katılımcıların yaklaşık %80’inin “katılıyorum” ve “kesinlikle katılıyorum” yanıtını verdiği görülmektedir.

Bu durum bankacılık sektöründe altın işlemlerinin payının daha da arttırılmasının gerekli görüldüğü şeklinde yorumlanmaktadır.

Tablo 6.10: Merkez Bankası Rezervine İlişkin Önem Sırası

USD	Frekans	Altın	Frekans	DİBS	Frekans	ABD DT	Frekans	Euro	Frekans
1	49	1	17	1	9	1	3	1	2
2	16	2	12	2	6	2	13	2	32
3	6	3	22	3	11	3	19	3	21
4	4	4	18	4	16	4	24	4	16
5	3	5	11	5	38	5	19	5	8
Toplam	78	Toplam	80	Toplam	80	Toplam	78	Toplam	79
Kayıp	3	Kayıp	1	Kayıp	1	Kayıp	3	Kayıp	2
Toplam	81	Toplam	81	Toplam	81	Toplam	81	Toplam	81

Ankete verilen cevaplardan hazırlanan skor tablosunda, piyasa profesyonellerinin Merkez Bankası rezervlerinde; birinci olarak Amerikan dolarının, az farkla ikinci olarak altının, üçüncü olarak euronun, dördüncü olarak Amerikan hazine tahvillerinin son sırada ise devlet iç borçlanma senetlerinin önemli olduğu görülmektedir.



Şekil 6.1: Merkez Bankası Rezervine İlişkin Önem Sırası Skor Tablosu

Bu sorudan elde edilen cevaplar yurtiçinde piyasa profesyonellerinin altını Amerikan dolarından sonra en önemli rezerv aracı olarak gördüklerini belirgin bir şekilde göstermektedir.

Tablo 6.11: Merkez Bankasının Altın Rezervlerini Artırması Piyasadaki Güvenilirliğini Artırır

Merkez Bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	19	23,5
	Katılıyorum	46	56,8
	Katılmıyorum	15	18,5
	Kesinlikle Katılmıyorum	1	1,2
	Toplam	81	100

Katılımcıların % 81’i “Merkez Bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır” ifadesine katıldığını ifade ederken ancak %19’ unun bu görüşe katılmadığını ifade ettiği görülmektedir. Bu sonuç daha önceki değerlendirmede ulaşılan altının güvenli bir liman olduğu genel kanaati ile uyumludur.

Tablo 6.12: Merkez Bankasının Altın Rezervinin Miktarı Hangi Parasal Büyüklük Karşılığı Olmalıdır

6. soruya “Kesinlikle katılıyorum” veya “Katılıyorum” diye cevaplamış iseniz, Merkez Bankasının altın rezervinin miktarı hangi parasal büyüklük karşılığı olmalıdır?		Frekans	%
Valid	Emisyon	5	6,2
	Rezerv Para	8	9,9
	Merkez Bankası Parası	3	3,7
	Dolaşımdaki Para	8	9,9
	M1	6	7,4
	Hiçbiri (Bir Parasal Büyüklüğe Bağlanmamalıdır.)	38	46,9
	Toplam	68	84,0
Kayıp	13	16,0	
Toplam	81	100	

“Merkez Bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır” ifadesine katıldığını ifade eden katılımcıların %47’sinin merkez bankasının altın rezervinin bir parasal büyüklüğe bağlanmaması gerektiğini ifade ettiği görülmektedir.

Ancak anket katılımcılarının %37’si Merkez Bankası’nın altın rezervlerinin belli bir parasal büyüklüğe bağlanmasını olumlu bulmaktadırlar. Bu sonuç altının tekrar parasallaştırılmasına yönelik önemli bir ipucu vermektedir. Çünkü kamu otoritelerinin bu tür bir politika önerisi olmamasına rağmen, ülkemizde finans piyasası profesyonellerinin %37’inin, Merkez Bankası’nın belli bir parasal büyüklük karşılığı

altın rezervi tutmasını desteklemesi, altının parasal sistemdeki önem derecesinin yüksek olduğunun bir göstergesidir.

Tablo 6.13: İstanbul’da Uluslararası Nitelikte Bir Külçe Altın Piyasası Kurulmalıdır

İstanbul’da “uluslararası nitelikte bir külçe altın piyasası” kurulmalıdır.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	23	28,4
	Katılıyorum	48	59,3
	Katılmıyorum	10	12,3
	Toplam	81	100

Katılımcılara “İstanbul’da uluslararası nitelikte bir külçe altın piyasası kurulmalıdır” görüşüne katılıp katılmadıkları sorulduğunda yaklaşık %88 gibi büyük bir çoğunlukla bu görüşe katıldığını ifade ettiği görülmektedir. Katılımcılar büyük çoğunlukla İstanbul’da uluslararası nitelikte bir altın borsası kurulmasını olumlu bakmaktadırlar.

Tablo 6.14: Uluslararası Külçe Altın Piyasasının Kurulması Altın Fiyatında TL Cinsi Bir *Price Fixing* Oluşmasını Sağlar

İstanbul’da “uluslararası külçe altın piyasası”nın kurulması, altın fiyatında TL cinsi bir “price fixing” oluşmasını sağlar.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	12	14,8
	Katılıyorum	44	54,3
	Katılmıyorum	19	23,5
	Kesinlikle Katılmıyorum	6	7,4
	Toplam	81	100

İstanbul’da “uluslararası külçe altın piyasası”nın kurulması, altın fiyatında TL cinsi bir “price fixing” oluşmasını sağlar” ifadesine katılımcıların % 54,3’ü “katılıyorum” cevabını verirken %14,8’i “kesinlikle katılıyorum” cevabını vermiştir. Genel olarak bakıldığında katılımcıların %69 oranla bu ifadeyi olumlu bulmaktadırlar.

Tablo 6.15: Altın, Türkiye’de TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı (Altın Türk Lirası) Olarak Kullanılmalıdır

Altın, Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı (Altın Türk Lirası) olarak kullanılmalıdır.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	6	7,4
	Katılıyorum	13	16,0
	Katılmıyorum	44	54,3
	Kesinlikle Katılmıyorum	18	22,2
	Toplam	81	100

Altını yatırım enstrümanı olarak gören ve İstanbul’da “uluslararası külçe altın piyasası kurulmasını büyük bir çoğunlukla destekleyen katılımcıların % 76’sının “Altın, Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılmalıdır” ifadesine katılmadığı görülmektedir.

Bu sonuçtan hareketle piyasa profesyonellerinin büyük çoğunlukla altını iç piyasada resmi bir ödeme aracı olarak görmedikleri söylenebilir.

Tablo 6.16: Yastık Altı Altın, Altının TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması İle Ekonomiye Kazandırılabilir

Türkiye’de 5.000-6.000 ton civarında olduğu tahmin edilen yastık altı altın, altının TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması ile ekonomiye kazandırılabilir.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	12	14,8
	Katılıyorum	15	18,5
	Katılmıyorum	44	54,3
	Kesinlikle Katılmıyorum	10	12,3
	Toplam	81	100

Altının TL’nin yanında resmi ödeme aracı (Altın Türk Lirası) olarak kullanılması görüşüne büyük çoğunlukla katılmadığını ifade eden katılımcılar bu görüşe paralel olarak “Yastık altı altınlarının, altının TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması ile ekonomiye kazandırılabilir” görüşüne de çoğunlukla katılmadıklarını ifade etmektedir. Katılımcıların % 54,3’ü “katılmıyorum” cevabını verirken %12,3’ü “kesinlikle katılmıyorum” cevabını vermiş olup ancak % 33,3’ü “katılıyorum” ve “kesinlikle katılıyorum” cevabını verdiği görülmektedir.

Tablo 6.17: Altının Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması Altın İthalatını Artırır

Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması altın ithalatını artırır.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	14	17,3
	Katılıyorum	47	58,0
	Katılmıyorum	18	22,2
	Kesinlikle Katılmıyorum	2	2,5
	Toplam	81	100

Her ne kadar çalışmaya katılan uzmanların % 75’i altının TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanımına katılmasa da “Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması altın ithalatını artırır.” ifadesine % 75’inin katıldığını ifade ettiği görülmektedir.

Tablo 6.18: Altının Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması Enflasyonu Düşürür, Fiyat İstikrarı Sağlar

Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması enflasyonu düşürür, fiyat istikrarı sağlar.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	3	3,7
	Katılıyorum	14	17,3
	Katılmıyorum	48	59,3
	Kesinlikle Katılmıyorum	16	19,8
	Toplam	81	100

Katılımcıların %79’unun altının resmi ödeme aracı olarak kabul görmesi durumunda “enflasyon üstünde ve fiyat istikrarı üstünde pozitif yönde bir etki” ortaya koymasını beklemediğini ortaya koyduğu görülmektedir.

Tablo 6.19: Altının Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması İç Piyasada Dolarizasyonu Azaltır

Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması iç piyasada dolarizasyonu azaltır.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	6	7,4
	Katılıyorum	27	33,3
	Katılmıyorum	35	43,2
	Kesinlikle Katılmıyorum	13	16,0
	Toplam	81	100

Katılımcıların % 59'unun bu uygulamanın "iç piyasada dolarizasyonu azaltacağı" ifadesine de katılmadığı görülmektedir. Ancak %41 oranla azalacağını düşünmektedirler.

Tablo 6.20: Türkiye’de, İç Piyasada Dolarizasyonun Azalması, Yurtiçi Yerleşiklerin USD İşlemlerini Azaltmasına Neden Olacak Olması Sebebiyle, USD/TRY Kurunda Volatilitiyi Azaltır

Türkiye’de, iç piyasada dolarizasyonun azalması, yurtiçi yerleşiklerin USD işlemlerini azaltmasına neden olacak olması sebebiyle, USD/TRY kurunda volatilitiyi azaltır.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	8	9,9
	Katılıyorum	24	29,6
	Katılmıyorum	39	48,1
	Kesinlikle Katılmıyorum	10	12,3
	Toplam	81	100

"Türkiye’de, iç piyasada dolarizasyonun azalması, yurtiçi yerleşiklerin USD işlemlerini azaltmasına neden olacak olması sebebiyle, USD/TRY kurunda volatilitiyi azaltır" ifadesine katılımcıların %60'ının "katılmıyorum" ve "kesinlikle katılmıyorum" yanıtı vermiş, %40 ise "katılıyorum" ve "kesinlikle katılıyorum" yanıtını vermiştir.

Tablo 6.21: Dış Ticarete, Döviz Dışında Altınla Ödeme Yapılabilmelidir

Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilmelidir.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	6	7,4
	Katılıyorum	39	48,1
	Katılmıyorum	28	34,6
	Kesinlikle Katılmıyorum	8	9,9
	Toplam	81	100

Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılmasına katılımcıların % 76’sının "katılmıyorum/ kesinlikle katılmıyorum" yanıtını vermiş olmasına karşın, "Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilmelidir" ifadesine % 55’inin "kesinlikle katılıyorum/katılıyorum" yanıtı verdiği görülmektedir.

Tablo 6.22: Dış Ticarete, Altınla da Ödeme Yapılması, Türkiye'nin Altın Rezervlerini Azaltır

Dış ticarete, altınla da ödeme yapılması, Türkiye'nin altın rezervlerini azaltır.		Frekans	%
Valid	Kesinlikle Katılıyorum	7	8,6
	Katılıyorum	40	49,4
	Katılmıyorum	30	37,0
	Kesinlikle Katılmıyorum	4	4,9
	Toplam	81	100

“Dış ticarete, altınla da ödeme yapılması, Türkiye'nin altın rezervlerini azaltır” ifadesine katılımcıların % 42'si “katılmıyorum/ kesinlikle katılmıyorum” cevabını verirken % 58'i “katılıyorum / kesinlikle katılıyorum” cevabını vermiştir.

Anketin geçerlilik ve güvenilirliği

Cronbach (1951) tarafından geliştirilen alfa katsayısı yöntemi, maddeler doğru-yanlış olacak şekilde puanlanmadığında, 1-3, 1-4, 1-5 gibi puanlandığında, kullanılması uygun olan bir iç tutarlılık tahmin yöntemidir. Literatürde Cronbach's Alpha değerinin 0,70 ve üstü olduğu durumlarda ölçeğin güvenilir olduğu ifade edilmektedir. Çalışmada kullanılan ölçeğin demografik sorularının dışındaki sorularına ilişkin Cronbach's Alpha değeri 0,758 olarak elde edilmiş olup çalışmada kullanılan ölçeğin güvenilir olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 6.23: Geçerlilik Güvenilirlik

Güvenirlilik İstatistikleri	
Cronbach Alfa Değeri	N of Items
0,758	17

Tablo 6.24: Cronbach's Alpha Katsayısı Güvenilirlik Düzeyleri

Cronbach Alfa Katsayısı Güvenilirlik Düzeyleri	
$\alpha \geq 0.9$	Mükemmel
$0.7 \leq \alpha < 0.9$	İyi
$0.6 \leq \alpha < 0.7$	Kabul edilebilir
$0.5 \leq \alpha < 0.6$	Zayıf
$\alpha < 0.5$	Kabul edilemez

Kaynak: George D, & Mallery P. SPSS for Windows step by step: A simple guide and reference. 11.0 update (4th ed.). Boston: Allyn & Bacon, 2003

Algı skoru

Çalışmanın temel konusu finansal piyasalarda çalışan piyasa profesyonellerinin altına ilişkin algı skorlarını ölçmek ve algı skorlarında etkili unsurları belirlemek olması sebebiyle anketten elde edilen verilerle ortalama algı skoru hesaplanmıştır. Algı skoru oluştururken anketin tanımlayıcı sorularından 5. ve 7. sorular dışarıda tutulmuştur.

Tablo 6.25: Algı Skoruna İlişkin İstatistikler

Algı Skoru			
Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
56,63	9,44	28,33	78,33

Her bir katılımcının maksimum algı skoru 100 olarak kabul edilmiş ve 100 üzerinden değerlendirme yapılarak her katılımcının altına ilişkin algı skoru elde edilmiş olup ortalama algı skoru bu veriler ekseninde aritmetik ortalama alınarak hesaplanmıştır.

Tablo 6.26: Algı Skoru

Algı Skoru Kategorik		Frekans	%
Valid	Ortalama Altı	33	40,7
	Ortalama Üstü	48	59,3
	Toplam	81	100

Katılımcıların %40,7'si altına ilişkin ortalama algı skoru değerinin altında algı skoruna sahipken, %59,3'ü ortalama algı skorunun üstündedir. Söz konusu skor altının finansal bir enstrüman olarak finansal piyasalarda algısını ifade etmektedir.

Algı skoruna ilişkin istatistiksel analizler

– Ortalamaya göre algı skorunun anlamlılığına ilişkin tek örneklem t testi

Bir değişkenin ortalamasının, belirlenmiş bir sabit sayıya göre farklılık gösterip göstermediğini bulmak için kullanılan Tek örneklem t-testi için hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

$H_0: \mu = 50$ (Katılımcıların algı skoru ortalamasının 50 değerinden farkı yoktur)

$H_1: \mu \neq 50$ (Katılımcıların algı skoru ortalamasının 50 değerinden farkı vardır)

Tablo 6.27: Tek Örneklem t Testi

Tek Örneklem t Testi	N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata
Algı Skoru	81	56,6252	9,44255	1,04917

Katılımcılara ait ortalama algı skorunun 9,4 standart sapmayla 56,6 bulunmuştur. Anket katılımcılarının algı skorlarının % 95'inin 37,8 ile 75,4 arasındadır. Katılımcılara ait ortalama algı skorunu 50 üstünden yapılan değerlendirmeye göre ortalamanın üstünde olduğu görülmektedir.

Tablo 6.28: Tek Örneklem t Testi

Algı Skoru	Test Değeri = 50					
	t	df	Sig. (2-yönlü)	Ort. Farkı	95% Güven Aralığında Fark	
					Alt Sınır	Üst Sınır
	6,315	80	,000	6,62519	4,5373	8,7131

Tek Örneklem t-testi sonuçlarına göre $t_h = 6,315 > t_{80;0,05} = 1,99$ ya da Sig. değeri $0,000 < 0,05$ olduğu için H_0 hipotezi red edilir ki bu da 56,6 olarak hesaplanan katılımcıların ortalama algı skorunun 50 değerinden farklı olmasının tesadüfi değil %95 güvenle istatistiksel olarak anlamlı olduğu anlamına gelir. Bu sonuca göre anket sonuçları doğrultusunda elde edilen algı skoru değerinin genel ortalamadan yüksek olduğu ve altına ilişkin olumlu bir tutumun hakim olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

– Katılımcıların cinsiyeti ve algı skoruna ilişkin bağımsız iki örneklem t testi

Aşağıdaki tabloda katılımcıların cinsiyetleri ekseninde oluşturulan grupların algı skoru ortalamalarının birbirlerinden farklı olduğu kadınların altınla ilgili algı skoru ortalamasının erkeklerden daha yüksek olduğu görülmektedir.

Bununla birlikte en yüksek algı skorunun 78,33 ile erkeklere ait olduğu görülürken bununla birlikte ortalama algı skoru açısından bayanların algı skorunun erkeklere göre daha yüksek olduğu görülmektedir.

Tablo 6.29: Algı Skoruna İlişkin Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri

Algı Skoru	Ortalama	Minimum	Maksimum
Bay	55,3953	28,33	78,33
Bayan	59,7614	46,67	68,33
Total	56,5414	28,33	78,33

Katılımcıların cinsiyet ekseninde hesaplanan algı skorlarında fark olduğu görülmekte olup bu farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmek üzere aşağıdaki hipotezler kurulur. Burada alternatif hipotezle “iki ortalama arasında anlamlı bir farklılık” olup olmadığı bağımsız iki örneklem t testi ile araştırılmaktadır.

H₀: Cinsiyet, algı skorunda fark yaratmamaktadır.

H₁: Cinsiyet, algı skorunda fark yaratır.

Tablo 6.30: Bağımsız iki Örneklem t Testi

		Levene Varyans Eşitliği Testi		Ortalamaların Eşitliği t-testi						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-yönlü)	Ort. Fark	Std. Sapma Farkı	95% Güven Aralığında Fark	
									Alt	Üst
Algı Skoru	<i>Varsayılan Eşit Varyanslar</i>	6,171	,015	-1,841	78	,069	-4,36617	2,37119	-9,08685	,35450
	<i>Varsayılmayan Eşit Varyanslar</i>			-2,362	62,09	,021	-4,36617	1,84812	-8,06041	-,67194

0.021 < 0.05 olduğu için H₀ hipotezi reddedilerek alternatif hipotez kabul edilir. Bu da katılımcıların cinsiyetleri ekseninde gruplanarak hesaplanan ve birbirinden farklı olduğu görülen algı skorlarındaki bu farklılığın istatistiksel olarak anlamlı olduğu yani cinsiyetin altına ilişkin algı skorunda fark yarattığını ifade etmektedir.

– ANOVA analizi

ANOVA testi yani varyans analizi ikiden fazla gruba ait ortalamalar arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı ile ilgili hipotezleri test etmek için kullanılmaktadır.

Bu bölümde katılımcıların çalıştıkları bölümlerin, çalıştıkları kurumların, yaşlarının, eğitim düzeylerinin, gelirlerinin, altının Merkez Bankası rezervindeki önem sırası tercihlerinin algı skorunda fark yaratıp yaratmadığı söz konusu test ile araştırılmaktadır.

ANOVA testi sonucunda p değerinin 0.05'ten büyük olması durumunda H_0 hipotezinin kabul edilmesi yani ortalamalar arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olmadığı sonucuna ulaşılması, p değerinin 0.05'ten küçük olması durumunda ise H_0 hipotezinin reddedilmesi yani ortalamalar arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olduğu sonucuna ulaşılması söz konusudur. Bu analiz sonucunda anlamlı bir farklılık bulunması halinde, bulunan farklılığın hangi gruplar arasında olduğunu tespit edebilmek amacıyla varyansların homojenliğine bakılarak post-hoc testlerinden Tukey ve Benforoni kullanılacaktır.

a) Katılımcıların çalıştıkları bölüm ve algı skoruna ilişkin anova analizi

Aşağıdaki tablodan algı skoru ortalaması en düşük grubun 43,8 ortalama ile “Üst Yönetim” grubu olduğu diğer grupların ise algı skoru ortalamalarının birbirine yakın olduğu görülmektedir. En yüksek algı skorunun ise 78,33 ile “Hazine / Fon Yönetimi” grubunda olduğu görülmektedir.

Tablo 6.31: Çalıştıkları Bölüme Göre Algı Skoruna Ait Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri.

Algı Skoru	Ortalama	Minimum	Maksimum
Üst Yönetim	43,8900	31,67	51,67
Hazine / Fon Yönetimi	57,9442	31,67	78,33
Portföy Yönetimi	56,2956	38,33	66,67
Pazarlama	60,0000	60,00	60,00
Diğer	51,4575	28,33	68,33
Toplam	56,6252	28,33	78,33

Katılımcıların çalıştıkları bölüm ekseninde hesaplanan algı skorlarında fark olduğu görülmekte olup, bu farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmek üzere aşağıdaki hipotezler kurulur. Burada alternatif hipotezle “ikiden fazla ortalama arasında anlamlı bir farklılık” olup olmadığı araştırılmaktadır.

H_0 : Katılımcıların çalıştıkları bölüm, algı skorunda fark yaratmamaktadır.

H₁: Katılımcıların çalıştıkları bölüm, algı skorunda fark yaratır.

Tablo 6.32: Çalıştıkları Bölüme Göre Algı Skoru Ekseninde ANOVA Analizi Sonuçları

ANOVA					
Algı Skoru	Kareler Toplamı	Df	Ort. Karesi	F	Sig.
Gruplar Arasında	816,945	4	204,236	2,458	,053
Gruplar İçinde	6315,994	76	83,105		
Toplam	7132,939	80			

Hesaplanan F değeri ($F_h = 2,458$) Tablo F ($F_{4;76} = 2,49$) değerinden küçük olduğu için bir başka ifade ile $p = 0,053 > 0,05$ olduğu için H_0 hipotezi reddedilemez ki bu da katılımcıların çalıştıkları bölümler ekseninde gruplanarak hesaplanan ve birbirinden farklı olduğu görülen algı skorlarındaki bu farklılığın istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ifade etmektedir.

b) Katılımcıların çalıştıkları kurum ve algı skoruna ilişkin anova analizi

Aşağıdaki tabloda katılımcıların çalıştıkları kurumlar ekseninde oluşturulan grupların algı skoru ortalamalarının birbirine çok yakın olduğu en düşük ortalamanın 55,92 ile “Aracı Kurum” grubuna ait olduğu en yüksek algı skorunun ise 78,33 ile “Banka” grubuna ait olduğu görülmektedir.

Tablo 6.33: Çalıştıkları Kurumlara Göre Algı Skoruna Ait Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri

Algı Skoru	Ortalama	Minimum	Maximum
Banka	56,6100	28,33	78,33
Aracı Kurum	55,9256	31,67	63,33
Portföy Yönetim Şirketi	56,8042	38,33	66,67
Toplam	56,5621	28,33	78,33

Katılımcıların çalıştıkları kurum ekseninde hesaplanan algı skorlarının birbirine çok yakın olduğu görülmekte olup ortalamalar arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek üzere aşağıdaki hipotezler kurulmuştur.

H_0 : Çalışılan kurum, algı skorunda fark yaratmamaktadır.

H_1 : Çalışılan kurum, algı skorunda fark yaratır.

Tablo 6.34: Çalıştıkları Kurumlara Göre Algı Skoru Ekseninde ANOVA Analizi Sonuçları

ANOVA					
Algı Skoru	Kareler Toplamı	Df	Ort. Karesi	F	Sig.
Gruplar Arasında	4,485	2	2,243	,024	,976
Gruplar İçinde	7102,686	77	92,243		
Toplam	7107,171	79			

Hesaplanan F değeri ($F_h = 0,024$) Tablo F ($F_{2;77} = 3,11$) değerinden küçük olduğu için bir başka ifade ile $p = 0,976 > 0,05$. olduğu için H_0 hipotezi reddedilemez ki bu da istatistiksel olarak çalışılan kurumların ortalama algı skorlarının etkilerinin anlamsız olduğunu ifade etmektedir.

c) Katılımcıların yaşları ve algı skoruna ilişkin anova analizi

Aşağıdaki tabloda katılımcıların yaşları ekseninde oluşturulan grupların algı skoru ortalamalarının birbirinden çok uzağa düşmediği; ancak buna rağmen altına ilişkin algı skoru ortalamasının en yüksek olduğu grubun 58,33 ortalamayla “50-59” yaş grubu olduğu görülmektedir. İkinci sırada ise 58,20 ortalamayla “20-29” yaş grubu olduğu görülmektedir. En yüksek algı skorunun ise 78,33 ile “30-39” yaş grubuna ait olduğu görülmektedir.

Tablo 6.35: Göre Algı Skoruna Ait Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri

Algı Skoru	Ortalama	Minimum	Maximum
20-29	58,2054	43,33	68,33
30-39	56,8939	31,67	78,33
40-49	55,1655	28,33	68,33
50-59	58,3350	51,67	65,00
Toplam	56,7086	28,33	78,33

Katılımcıların yaşları ekseninde hesaplanan algı skorlarında fark olduğu görülmekte olup bu farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmek üzere aşağıdaki hipotezler kurulur.

H_0 : Yaş, algı skorunda fark yaratmamaktadır.

H_1 : Yaş, algı skorunda fark yaratır.

Tablo 6.36: Yaşlara Göre Algı Skoru Ekseninde ANOVA Analizi Sonuçları

ANOVA					
Algı Skoru	Kareler Toplamı	Df	Ort. Karesi	F	Sig.
Gruplar Arasında	83,548	3	27,849	,306	,821
Gruplar İçinde	6827,124	75	91,028		
Toplam	6910,673	78			

Hesaplanan F değeri ($F_h = 0,306$) Tablo F ($F_{3;75} = 2,73$) değerinden küçük olduğu için bir başka ifade ile $p = 0,821 > 0,05$ olduğu için H_0 hipotezi reddedilemez ki bu da katılımcıların yaşları ekseninde gruplanarak hesaplanan ve birbirinden farklı olduğu görülen algı skorlarındaki bu farklılığın istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ifade etmektedir.

Dolayısıyla istatistiksel olarak yaş gruplarının ortalama algı düzeylerinin birbirlerine eşit olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

d) Katılımcıların eğitim düzeyleri ve algı skoruna ilişkin anova analizi

Aşağıdaki tabloda katılımcıların eğitim düzeyleri ekseninde oluşturulan grupların altına ilişkin algı skoru ortalamalarının birbirinden farklı olduğu eğitimi lisans olan grubun genel ortalamasının altında bir altın algı skoruna sahip olduğu bununla birlikte eğitimi yüksek lisans ve doktora düzeyinde olanların ise altın algı skorlarının ortalamasının üstünde olduğu görülmektedir. Hem ortalama en yüksek grubun 58,02 ile hem de en yüksek algı skorunun 78,33 ile “Yüksek Lisans” grubuna ait olduğu görülmektedir.

Tablo 6.37: Eğitim Düzeyine Göre Algı Skoruna Ait Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri

Algı Skoru	Ortalama	Minimum	Maximum
Lisans	54,6464	28,33	68,33
Yüksek Lisans	58,0228	31,67	78,33
Doktora	57,6660	48,33	65,00
Toplam	56,6252	28,33	78,33

Katılımcıların eğitimleri ekseninde hesaplanan algı skorlarındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmek üzere aşağıdaki hipotezler kurulmuş olup,

burada alternatif hipotezle “ikiden fazla ortalama arasında anlamlı bir farklılık” olup olmadığı araştırılmaktadır.

H₀: Eğitim, algı skorunda fark yaratmamaktadır.

H₁: Eğitim, algı skorunda fark yaratır.

Tablo 6.38: Eğitim Düzeylerine Göre Algı Skoru Ekseninde ANOVA Analizi Sonuçları

ANOVA					
Algı Skoru	Kareler Toplamı	Df	Ort. Karesi	F	Sig.
Gruplar Arasında	218,628	2	109,314	1,233	,297
Gruplar İçinde	6914,311	78	88,645		
Toplam	7132,939	80			

Hesaplanan F değeri ($F_h = 1,233$) Tablo F ($F_{2,78} = 3,11$) değerinden küçük olduğu için bir başka ifade ile $p = 0,297 > 0,05$ olduğu için H₀ hipotezi reddedilemez ki bu da katılımcıların eğitimleri ekseninde gruplanarak hesaplanan ve birbirinden farklı olduğu görülen algı skorlarındaki bu farklılığın istatistiksel olarak anlamlı olmadığını yani eğitimin algı skorunda fark yaratmadığını ifade etmektedir.

e) Katılımcıların gelirleri ve algı skoruna ilişkin anova analizi

Aşağıdaki tabloda katılımcıların gelirleri ekseninde oluşturulan grupların altına ilişkin algı skoru ortalamalarının birbirinden farklı olduğu görülmektedir. Geliri 10.000 TL'nin üstünde olan katılımcı grubunun altın algı skorunun 59,46 ile ortalama algı skorundan yüksek olduğu diğer gelir düzeylerindeki katılımcıların algı skorlarının ortalamasının altında olduğu görülmektedir.

Tablo 6.39: Gelire Göre Algı Skoruna Ait Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri

Algı Skoru	Ortalama	Minimum	Maximum
2.000 - 3.000	46,6633	38,33	58,33
3.000 - 4.000	55,9725	43,33	68,33
4.000 - 10.000	55,6502	28,33	78,33
10.000 +	59,4691	46,67	68,33
Toplam	56,4313	28,33	78,33

Katılımcıların gelirleri ekseninde hesaplanan algı skorlarındaki farkların istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmek üzere aşağıdaki hipotezler kurulmuştur.

H_0 : Gelir, algı skorunda fark yaratmamaktadır.

H_1 : Gelir, algı skorunda fark yaratır.

Tablo 6.40: Gelire Göre Algı Skoru Ekseninde ANOVA Analizi Sonuçları

ANOVA					
Algı Skoru	Kareler Toplamı	Df	Ort. Karesi	F	Sig.
Gruplar Arasında	516,797	3	172,266	1,962	,127
Gruplar İçinde	6498,015	74	87,811		
Toplam	7014,812	77			

Hesaplanan F değeri ($F_h = 1,2962$) Tablo F ($F_{3;74} = 2,73$) değerinden küçük olduğu için bir başka ifade ile $p = 0,127 > 0,05$ olduğu için H_0 hipotezi reddedilemez ki bu da katılımcıların gelirleri ekseninde gruplanarak hesaplanan ve birbirinden farklı olduğu görülen algı skorlarındaki bu farklılığın istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ifade etmektedir.

Bu sonuç gelir düzeylerine ait ortalama algı skorlarının birbirlerine eşit olduğunu göstermektedir.

f) Katılımcıların rezervdeki önem sırası tercihi ve algı skoruna ilişkin anova analizi

Aşağıdaki tabloda katılımcılardan merkez bankası rezervlerinde birinci sırada döviz olması gerektiğini düşünenlerin altın algı skoru ortalama algı skorunun üstünde olup 59,08 olduğu, birinci sırada altın olması gerektiğini düşünenlerin altın algı skoru ortalamasının 50,09 olduğu görülmektedir.

Tablo 6.41: Merkez Bankası Rezervindeki Önem Sırası Tercihine Göre Algı Skoruna Ait Ortalama, Minimum, Maksimum Değerleri

Algı Skoru	Ortalama	Ortalama	Maximum
Döviz	59,0843	33,33	78,33
Tahvil	55,5115	38,33	66,67
Altın	50,0994	28,33	61,67
Toplam	56,6252	28,33	78,33

Katılımcıların merkez bankası rezervlerindeki tercihleri ekseninde belirlediği önem sırasına göre oluşturulan grupların algı skorlarındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmek üzere aşağıdaki hipotezler kurulmuştur.

H_0 : Rezervdeki önem sırası tercihi, algı skorunda fark yaratmamaktadır.

H_1 : Rezervdeki önem sırası tercihi, algı skorunda fark yaratır.

Tablo 6.42: Rezervdeki Önem Sırası Tercihine Göre Algı Skoru Ekseninde ANOVA Analizi Sonuçları

ANOVA					
Algı Skoru	Kareler Toplamı	Df	Ort. Karesi	F	Sig.
Gruplar Arasında	1048,493	2	524,246	6,721	,002
Gruplar İçinde	6084,446	78	78,006		
Toplam	7132,939	80			

Hesaplanan F değeri ($F_h = 6,721$) Tablo F ($F_{2;78} = 3,11$) değerinden büyük olduğu için bir başka ifade ile $p = 0,002 < 0,05$ olduğu için H_0 hipotezi reddedilir ki bu da en az iki ortalama arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunduğu yani katılımcıların rezervdeki önem sırası eksenindeki tercihlerinin altına ilişkin algı skorunda fark yarattığını ifade etmektedir. Söz konusu farkın hangi ortalamalardan kaynaklandığını tespit etmek için post hoc testlerinden yararlanılır.

Burada varyansların homojen olması halinde yapılacak testlerden, genellikle Tukey testi tercih edilirken veri sayısının az olması durumunda Bonferroni testi tercih edildiği için aşağıda her iki test de yapılarak sonuçları özetlenmiştir.

Varyansların homojenliği aşağıdaki hipotezler doğrultusunda Levene istatistiği ile test edilmiştir.

H₀: %95 güvenle, grup varyansları homojendir.

H₁: %95 güvenle, grup varyansları homojen değildir.

Tablo 6.43: Varyansların Homojenliği Testi

Algı Skoru			
Levene İstatistiği	df1	df2	Sig.
,640	2	78	,530

Burada "Sig." değeri 0.530 > 0.05 olduğu için Levene Testine göre H₀ hipotezi kabul edilmiş olup, “%95 güvenle grupların varyansları homojendir.” kararı verilmektedir. Söz konusu farkın hangi ortalamalardan kaynaklandığını tespit etmeye yönelik post hoc testlerinin sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 6.44: Post Hoc Testleri

Post Hoc Testleri Çoklu Karşılaştırma							
Dependent Variable: Algı Skoru							
	(I) Önem Sırası	(J) Önem Sırası	Ort. Fark (I-J)	Std. Sapma	Sig.	95% Güven Aralığı	
						Alt Sınır	Üst Sınır
Tukey HSD	Döviz	Tahvil	3,57278	2,74408	,398	-2,9835	10,1291
		Altın	8,98490*	2,47348	,001	3,0751	14,8947
	Tahvil	Döviz	-3,57278	2,74408	,398	-10,1291	2,9835
		Altın	5,41213	3,25408	,226	-2,3627	13,1870
	Altın	Döviz	-8,98490*	2,47348	,001	-14,8947	-3,0751
		Tahvil	-5,41213	3,25408	,226	-13,1870	2,3627
Bonferroni	Döviz	Tahvil	3,57278	2,74408	,590	-3,1412	10,2867
		Altın	8,98490*	2,47348	,002	2,9330	15,0368
	Tahvil	Döviz	-3,57278	2,74408	,590	-10,2867	3,1412
		Altın	5,41213	3,25408	,301	-2,5496	13,3739
	Altın	Döviz	-8,98490*	2,47348	,002	-15,0368	-2,9330
		Tahvil	-5,41213	3,25408	,301	-13,3739	2,5496

*. Ortalama fark 0.05 değerinde anlamlıdır.

Tukey HSD ile Bonferroni testleri sonucunda döviz ile altın arasında ortalama algı skoru açısından bir fark olduğu belirlenirken (0,001 < 0,05 / 0,002 < 0,05) tahvil düzeyinin ortalama algı skorunun döviz ve altın düzeylerinin ortalama algı skoruna eşit olduğu belirlenmiştir.

Farklılığı yaratan döviz ve altın düzeylerinin ortalama algı skorları incelendiğinde döviz düzeyine ait ortalama algı skorunun 59,0843, altın düzeyine ait ortalama algı skorunun 50,0994 olduğu görülmektedir.

Bu verilere göre Merkez Bankası rezervlerinin döviz cinsinden olmasını önem sırasında ilk sıraya koyan katılımcıların altına yönelik algı düzeyleri yüksek iken, altın cinsinden rezerv bulundurmaya önem sırasında ilk sıraya koyanların altına yönelik algı skorları düşük gerçekleşmiştir.

Korelasyon analizleri

Korelasyon analizi iki değişken arasındaki doğrusal ilişkiyi veya bir değişkenin iki veya daha çok değişken ile olan ilişkisini test etmek ve varsa bu ilişkinin derecesini ölçmek için kullanılan istatistiksel bir yöntemdir. İki değişken arasındaki ilişkiyi ifade etmekte kullanılan Pearson Korelasyon katsayısının (r) yorumu aşağıdaki gibi yapılır (Kalaycı 2005).

Tablo 6.45: r Değerleri ve Yorumları

r Değeri	İlişki
0,00-0,025	Çok zayıf
0,26-0,49	Zayıf
0,50-0,69	Orta
0,70-0,89	Yüksek
0,90-1,00	Çok Yüksek

Altına ilişkin algı skoru ile ankette yer alan 17 madde arasındaki ilişki korelasyon analizi ile incelenmiş olup %50 üzerinde ilişki olduğu tespit edilen ve istatistiksel olarak anlamlı olan maddelere ait korelasyon analizleri bu bölümde değerlendirilmiştir.

a) Algı skoru ile “merkez bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır.” görüşü arasındaki korelasyon analizi

Algı skoru ile “Merkez Bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır.” değişkenleri arasındaki hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuş olup algı skoru ile “Merkez Bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır.” görüşü arasındaki korelasyon analizi incelendiğinde H_0 hipotezi red edilerek (Sig.

0,000) iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu grlmştir. İki değişken arasında %59,6 düzeyinde pozitif yönlü güçlü bir ilişki söz konusudur.

H₀: Algı skoru ile “Merkez Bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır.” görüşü arasında ilişki yoktur.

H₁: Algı skoru ile “Merkez Bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır.” görüşü arasında ilişki vardır.

Tablo 6.46: Tanımsal İstatistikler

Descriptive Statistics	Ortalama	Std. Sapma	N
Algı Skoru	56,6252	9,44255	81
Merkez Bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır.	1,98	,689	81

Tablo 6.47: Algı Skoru ile “Merkez Bankasının Altın Rezervlerini Artırması Piyasadaki Güvenilirliğini Artırır.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

Correlations		Algı Skoru	Merkez Bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır.
Algı Skoru	Pearson Korelasyonu	1	,596**
	Sig. (2-yönlü)		,000
	N	81	81
Merkez Bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır.	Pearson Korelasyonu	,596**	1
	Sig. (2-yönlü)	,000	
	N	81	81

** . Korelasyon ift yönlü güven aralığında 0.01 değerinde geçerlidir.

b) Algı skoru ile “İstanbul’da “Uluslararası Külçe Altın Piyasası”nın Kurulması, Altın Fiyatında TL Cinsi Bir Price Fixing Oluşmasını Sağlar” görüşü arasındaki korelasyon analizi

Algı skoru ile “İstanbul’da “uluslararası külçe altın piyasası”nın kurulması, altın fiyatında TL cinsi bir “price fixing” oluşmasını sağlar.” değişkenleri arasındaki hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuş olup, algı skoru ile “İstanbul’da “uluslararası külçe altın piyasası”nın kurulması, altın fiyatında TL cinsi bir “price fixing” oluşmasını sağlar.” görüşü arasındaki korelasyon analizi incelendiğinde H₀ hipotezi red edilerek

(Sig. 0,000) iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. İki değişken arasında %59 düzeyinde pozitif yönlü güçlü bir ilişki söz konusudur.

H₀: Algı skoru ile “İstanbul’da “uluslararası külçe altın piyasası”nın kurulması, altın fiyatında TL cinsi bir “price fixing” oluşmasını sağlar.” görüşü arasında ilişki yoktur.

H₁: Algı skoru ile “İstanbul’da “uluslararası külçe altın piyasası”nın kurulması, altın fiyatında TL cinsi bir “price fixing” oluşmasını sağlar.” görüşü arasında ilişki vardır.

Tablo 6.48: Tanımsal İstatistikler

Descriptive Statistics	Ortalama	Std. Sapma	N
Algı Skoru	56,625	9,44255	81
İstanbul’da “uluslararası külçe altın piyasası”nın kurulması, altın fiyatında TL cinsi bir “price fixing” oluşmasını sağlar.	2,23	,795	81

Tablo 6.49: Algı Skoru ile “İstanbul’da “Uluslararası Külçe Altın Piyasası”nın Kurulması, Altın Fiyatında TL Cinsi Bir “Price Fixing” Oluşmasını Sağlar.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

Correlations		Algı Skoru	İstanbul’da “uluslararası külçe altın piyasası”nın kurulması, altın fiyatında TL cinsi bir “price fixing” oluşmasını sağlar.
Algı Skoru	Pearson Korelasyonu	1	,590**
	Sig. (2-yönlü)		,000
	N	81	81
İstanbul’da “uluslararası külçe altın piyasası”nın kurulması, altın fiyatında TL cinsi bir “price fixing” oluşmasını sağlar.	Pearson Korelasyonu	,590**	1
	Sig. (2-yönlü)	,000	
	N	81	81

** . Korelasyon çift yönlü güven aralığında 0.01 değerinde geçerlidir.

c) Algı skoru ile “Altın, Türkiye’de TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı (Altın Türk Lirası) Olarak Kullanılmalıdır.” görüşü arasındaki korelasyon analizi

Algı skoru ile “Altın, Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı (Altın Türk Lirası) olarak kullanılmalıdır.” değişkenleri arasındaki hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuş olup, algı skoru ile “Altın, Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı (Altın Türk Lirası)

olarak kullanılmalıdır.” görüşü arasındaki korelasyon analizi incelendiğinde H_0 hipotezi red edilerek (Sig. 0,000) iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. İki değişken arasında %69 düzeyinde pozitif yönlü güçlü bir ilişki söz konusudur.

H_0 : Algı skoru ile “Altın, Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı (Altın Türk Lirası) olarak kullanılmalıdır.” görüşü arasında ilişki yoktur.

H_1 : Algı skoru ile “Altın, Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı (Altın Türk Lirası) olarak kullanılmalıdır.” görüşü arasında ilişki vardır.

Tablo 6.50: Tanımsal İstatistikler

Descriptive Statistics	Ortalama	Std. Sapma	N
Algı Skoru	56,625	9,44255	81
Altın, Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı (Altın Türk Lirası) olarak kullanılmalıdır.	2,91	,825	81

Tablo 6.51: Algı Skoru ile “Altın, Türkiye’de TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı (Altın Türk Lirası) Olarak Kullanılmalıdır.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

Correlations		Algı Skoru	Altın, Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı (Altın Türk Lirası) olarak kullanılmalıdır.
Algı Skoru	Pearson Korelasyonu	1	,690**
	Sig. (2-yönlü)		,000
	N	81	81
Altın, Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı (Altın Türk Lirası) olarak kullanılmalıdır.	Pearson Korelasyonu	,690**	1
	Sig. (2-yönlü)	,000	
	N	81	81

** . Korelasyon çift yönlü güven aralığında 0.01 değerinde geçerlidir.

d) Algı skoru ile “Türkiye’de 5.000-6.000 Ton Civarında Olduğu Tahmin Edilen Yastık Altı Altın, Altının TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması İle Ekonomiye Kazandırılabilir.” görüşü arasındaki korelasyon analizi

Algı skoru ile “Türkiye’de 5.000-6.000 ton civarında olduğu tahmin edilen yastık altı altın, altının TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması ile ekonomiye kazandırılabilir.” değişkenleri arasındaki hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuş olup Algı skoru ile “Türkiye’de 5.000-6.000 ton civarında olduğu tahmin edilen yastık altı altın, altının TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması ile ekonomiye kazandırılabilir.” görüşü arasındaki korelasyon analizi incelendiğinde H_0 hipotezi red edilerek (Sig. 0,000) iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. İki değişken arasında %76,4 düzeyinde pozitif yönlü güçlü bir ilişki söz konusudur.

H_0 : Algı skoru ile “Türkiye’de 5.000-6.000 ton civarında olduğu tahmin edilen yastık altı altın, altının TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması ile ekonomiye kazandırılabilir.” görüşü arasında ilişki yoktur.

H_1 : Algı skoru ile “Türkiye’de 5.000-6.000 ton civarında olduğu tahmin edilen yastık altı altın, altının TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması ile ekonomiye kazandırılabilir.” görüşü arasında ilişki vardır.

Tablo 6.52: Tanımsal İstatistikler

Descriptive Statistics	Ortalama	Std. Sapma	N
Algı Skoru	56,625	9,44255	81
Türkiye’de 5.000-6.000 ton civarında olduğu tahmin edilen yastık altı altın, altının TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması ile ekonomiye kazandırılabilir.	2,64	,885	81

Tablo 6.53: Algı Skoru ile “Türkiye’de 5.000-6.000 Ton Civarında Olduğu Tahmin Edilen Yastık Altı Altın, Altının TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması ile Ekonomiye Kazandırılabilir.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

Correlations		Algı Skoru	Türkiye’de 5.000-6.000 ton civarında olduğu tahmin edilen yastık altı altın, altının TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması ile ekonomiye kazandırılabilir.
Algı Skoru	Pearson Korelasyonu	1	,764**
	Sig. (2-yönlü)		,000
	N	81	81
Türkiye’de 5.000-6.000 ton civarında olduğu tahmin edilen yastık altı altın, altının TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması ile ekonomiye kazandırılabilir.	Pearson Korelasyonu	,764**	1
	Sig. (2-yönlü)	,000	
	N	81	81

** . Korelasyon çift yönlü güven aralığında 0.01 değerinde geçerlidir.

e) Algı skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması Enflasyonu Düşürür, Fiyat İstikrarı Sağlar.” görüşü arasındaki korelasyon analizi

Algı skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması enflasyonu düşürür, fiyat istikrarı sağlar.” değişkenleri arasındaki hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuş olup Algı skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması enflasyonu düşürür, fiyat istikrarı sağlar.” görüşü arasındaki korelasyon analizi incelendiğinde H₀ hipotezi red edilerek (Sig. 0,000) iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. İki değişken arasında %69,9 düzeyinde pozitif yönlü güçlü bir ilişki söz konusudur.

H₀: Algı skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması enflasyonu düşürür, fiyat istikrarı sağlar.” görüşü arasında ilişki yoktur.

H₁: Algı skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması enflasyonu düşürür, fiyat istikrarı sağlar.” görüşü arasında ilişki vardır.

Tablo 6.54: Tanımsal İstatistikler

Descriptive Statistics	Ortalama	Std. Sapma	N
Algı Skoru	56,6252	9,44255	81
Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması enflasyonu düşürür, fiyat istikrarı sağlar.	2,95	,723	81

Tablo 6.55: Algı Skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması Enflasyonu Düşürür, Fiyat İstikrarı Sağlar.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

Correlations		Algı Skoru	Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması enflasyonu düşürür, fiyat istikrarı sağlar.
Algı Skoru	Pearson Korelasyonu	1	,699**
	Sig. (2-yönlü)		,000
	N	81	81
Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması enflasyonu düşürür, fiyat istikrarı sağlar.	Pearson Korelasyonu	,699**	1
	Sig. (2-yönlü)	,000	
	N	81	81

** . Korelasyon çift yönlü güven aralığında 0.01 değerinde geçerlidir.

f) Algı skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması İç Piyasada Dolarizasyonu Azaltır.” görüşü arasındaki korelasyon analizi

Algı skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması iç piyasada dolarizasyonu azaltır.” değişkenleri arasındaki hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuş olup Algı skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması iç piyasada dolarizasyonu azaltır.” görüşü arasındaki korelasyon analizi incelendiğinde H_0 hipotezi red edilerek (Sig. 0,000) iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. İki değişken arasında %54,17 düzeyinde pozitif yönlü orta düzeyde bir ilişki söz konusudur.

H_0 : Algı skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması iç piyasada dolarizasyonu azaltır.” görüşü arasında ilişki yoktur.

H_1 : Algı skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması iç piyasada dolarizasyonu azaltır.” görüşü arasında ilişki vardır.

Tablo 6.56: Tanımsal İstatistikler

Descriptive Statistics	Ortalama	Std. Sapma	N
Algı Skoru	56,6252	9,44255	81
Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması iç piyasada dolarizasyonu azaltır.	2,68	,834	81

Tablo 6.57: Algı Skoru ile “Altının Türkiye’de TL’nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması İç Piyasada Dolarizasyonu Azaltır.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

Correlations		Algı Skoru	Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması iç piyasada dolarizasyonu azaltır.
Algı Skoru	Pearson Korelasyonu	1	,541**
	Sig. (2-yönlü)		,000
	N	81	81
Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması iç piyasada dolarizasyonu azaltır.	Pearson Korelasyonu	,541**	1
	Sig. (2-yönlü)	,000	
	N	81	81

** . Korelasyon çift yönlü güven aralığında 0.01 değerinde geçerlidir.

g) Algı skoru ile “Türkiye’de, İç Piyasada Dolarizasyonun Azalması, Yurtiçi Yerleşiklerin USD İşlemlerini Azaltmasına Neden Olacak Olması Sebebiyle, USD/TRY Kurunda Volatilitiyi Azaltır.” görüşü arasındaki korelasyon analizi

Algı skoru ile “Türkiye’de, iç piyasada dolarizasyonun azalması, yurtiçi yerleşiklerin USD işlemlerini azaltmasına neden olacak olması sebebiyle, USD/TRY kurunda volatilitiyi azaltır.” değişkenleri arasındaki hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuş olup Algı skoru ile “Türkiye’de, iç piyasada dolarizasyonun azalması, yurtiçi yerleşiklerin USD işlemlerini azaltmasına neden olacak olması sebebiyle, USD/TRY kurunda volatilitiyi azaltır.” görüşü arasındaki korelasyon analizi incelendiğinde H₀ hipotezi red edilerek (Sig. 0,000) iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. İki değişken arasında %63,7 düzeyinde pozitif yönlü güçlü bir ilişki söz konusudur.

H₀: Algı skoru ile “Türkiye’de, iç piyasada dolarizasyonun azalması, yurtiçi yerleşiklerin USD işlemlerini azaltmasına neden olacak olması sebebiyle, USD/TRY kurunda volatilitiyi azaltır.” görüşü arasında ilişki yoktur.

H₁: Algı skoru ile “Türkiye’de, iç piyasada dolarizasyonun azalması, yurtiçi yerleşiklerin USD işlemlerini azaltmasına neden olacak olması sebebiyle, USD/TRY kurunda volatilitiyi azaltır.” görüşü arasında ilişki vardır.

Tablo 6.58: Tanımsal İstatistikler

Tanımlayıcı İstatistikler	Ortalama	Std. Sapma	N
Algı Skoru	56,6252	9,44255	81
Türkiye’de, iç piyasada dolarizasyonun azalması, yurtiçi yerleşiklerin USD işlemlerini azaltmasına neden olacak olması sebebiyle, USD/TRY kurunda volatilitiyi azaltır.	2,63	,828	81

Tablo 6.59: Algı Skoru ile “Türkiye’de, İç Piyasada Dolarizasyonun Azalması, Yurtiçi Yerleşiklerin USD İşlemlerini Azaltmasına Neden Olacak Olması Sebebiyle, USD/TRY Kurunda Volatilitiyi Azaltır.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

Korelasyonlar		Algı Skoru	Türkiye’de, iç piyasada dolarizasyonun azalması, yurtiçi yerleşiklerin USD işlemlerini azaltmasına neden olacak olması sebebiyle, USD/TRY kurunda volatilitiyi azaltır.
Algı Skoru	Pearson Korelasyonu	1	,637**
	Sig. (2-yönlü)		,000
	N	81	81
Türkiye’de, iç piyasada dolarizasyonun azalması, yurtiçi yerleşiklerin USD işlemlerini azaltmasına neden olacak olması sebebiyle, USD/TRY kurunda volatilitiyi azaltır.	Pearson Korelasyonu	,637**	1
	Sig. (2-yönlü)	,000	
	N	81	81

** . Korelasyon çift yönlü güven aralığında 0.01 değerinde geçerlidir.

h) Algı skoru ile “Dış Ticarete, Döviz Dışında Altınla Da Ödeme Yapılabilir.” görüşü arasındaki korelasyon analizi

Algı skoru ile “Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilir.” değişkenleri arasındaki hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuş olup, algı skoru ile “Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilir.” görüşü arasındaki korelasyon analizi incelendiğinde H₀ hipotezi red edilerek (Sig. 0,000) iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. İki değişken arasında %62,3 düzeyinde pozitif yönlü güçlü bir ilişki söz konusudur.

H₀: Algı skoru ile “Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilir.” görüşü arasında ilişki yoktur.

H₁: Algı skoru ile “Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilir.” görüşü arasında ilişki vardır.

Tablo 6.60: Tanımsal İstatistikler

Tanımlayıcı İstatistikler	Ortalamalar	Std. Sapma	N
Algı Skoru	56,6252	9,44255	81
Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilir.	2,47	,776	81

Tablo 6.61: Algı Skoru ile “Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilir.” Görüşü Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

Korelasyon		Algı Skoru	Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilir.
Algı Skoru	Pearson Korelasyonu	1	,623**
	Sig. (2-yönlü)		,000
	N	81	81
Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilir.	Pearson Korelasyonu	,623**	1
	Sig. (2-yönlü)	,000	
	N	81	81

** . Korelasyon çift yönlü güven aralığında 0.01 değerinde geçerlidir.

– Lojistik regresyon analizleri

Bağımlı değişken değerlerinin kategorik yapıda olması durumunda bağımsız değişken ya da değişkenlerle bağımlı değişken arasındaki ilişki lojistik regresyon analizi ile incelenir. Lojistik regresyon analizinin temel odağı, bireylerin hangi grubun üyesi olduğunu kestirmede bir regresyon denklemi oluşturmaktır. Lojistik regresyon, çok değişkenli analiz teknikleri arasında en az kısıtlayıcı varsayıma sahip olan yöntemlerden biridir. İki kategorili (*dichotomous/binary*) bağımlı değişken olarak ifade edilen belirli bir gruba üye olma durumunu en iyi açıklayan bağımsız değişkenler kombinasyonunu belirlemeye yönelik ikili lojistik regresyon analizi (*binary logistic regression analysis*) yapılabilir (Çokluk 2010).

Analizin sonucunda elde edilen modelin uygun olup olmadığı “model ki-kare” testi ile her bir bağımsız değişkenin modelde varlığının anlamlı olup olmadığı ise Wald istatistiği ile test edilir (Çokluk 2010). Bu çalışmada lojistik regresyon yöntemlerinden Backward Stepwise (Wald) yöntemi kullanılmıştır.

a) Algı skorunu etkileyen değişkenlerin lojistik regresyon analizi ile belirlenmesi

Çalışmada sürekli değişken yapıda olan algı skoru değişkeni ortalama değerin altında ve üstünde olanlar şeklinde iki sınıfa ayrılarak yeniden düzenlenmiş ve bağımlı değişken algı skorunun bu yeni durumunu etkileyen bağımsız değişkenler (anket sorularına verilen cevaplar) belirlenmeye çalışılmıştır.

Tablo 6.62: Bağımlı Değişken

Orjinal Değer	İçsel Değer
Ortalama Altı	0
Ortalama Üstü	1

Bağımsız değişkenler ise 17 adet anket sorusuna verilen cevaplar, S1, S2, S3, S4, S5, S6, S7, S8, S9, S10, S11, S12, S13, S14, S15, S16 ve S17 olarak kodlanmış olup aşağıdaki tabloda açıklamaları yapılmıştır.

Tablo 6.63: Bağımsız Değişkenlere İlişkin Model Kodları ve Tanımlamaları

Model Kodları	Değişken Tanımları
S1	Altın, finans piyasalarında güvenli bir limandır.
S2	Altın, finans sektöründe önemli bir finansal enstrümandır.
S3	Altın, Türkiye’de geleneksel bir yatırım aracıdır.
S4	Bankacılık sektöründe altın işlemlerinin payı artırılmalıdır.
S5	Size göre, aşağıdaki finansal varlıkları, Merkez Bankası rezervindeki önem sırasına göre 1’den 10’a kadar sıralayabilir misiniz? (1: Çok önemli, 10: Önemsiz)
S6	Merkez Bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır.
S7	6. soruya “Kesinlikle Katılıyorum” veya “Katılıyorum” diye cevaplamış iseniz, Merkez Bankasının altın rezervinin miktarı hangi parasal büyüklük karşılığında olmalıdır.
S8	İstanbul’da “uluslararası nitelikte bir külçe altın piyasası” kurulmalıdır.
S9	Uluslararası külçe altın piyasasının kurulması altın fiyatında TL cinsi bir price fixing oluşmasını sağlar.
S10	Altın, Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı (Altın Türk Lirası) olarak kullanılmalıdır.
S11	Türkiye’de 5.000-6.000 ton civarında olduğu tahmin edilen yastık altı altın, altının TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması ile ekonomiye kazandırılabilir.
S12	Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması altın ithalatını artırır.
S13	Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması enflasyonu düşürür, fiyat istikrarı sağlar.
S14	Altının Türkiye’de TL’nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması iç piyasada dolarizasyonu azaltır.
S15	Türkiye’de, iç piyasada dolarizasyonun azalması, yurtiçi yerleşiklerin USD işlemlerini azaltmasına neden olacak olması sebebiyle, USD/TRY kurunda volatiliteyi azaltır.
S16	Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilmelidir.
S17	Dış ticarete, altınla da ödeme yapılması, Türkiye’nin altın rezervlerini azaltır

Tablo 6.64: Sınıflama Tablosu

	Observed		Predicted		
			Algı Skoru Kategorik		Doğruluk Oranı
			Ortalama Altı	Ortalama Üstü	
Step 0	Algı Skoru Kategorik	Ortalama Altı	20	13	60,6
		Ortalama Üstü	5	44	89,6
	Genel Yüzde				77,8

İlk olarak sınıflandırma tablosu (*classification table*) incelendiğinde oluşturulan model algı skoru ortalamasının altında olanların %60,6'sını doğru tahmin ederken algı skoru ortalamasının üstünde olanların %89,6'sını doğru tahmin etmektedir. Genel olarak modelin % 77,8 oranında doğru tahmin etme gücüne sahip olduğu görülmüştür.

Model katsayıların toplamsal anlamlılığının sınındığı Omnibus Testi hipotezleri aşağıdaki şekilde kurulmuştur. Bu aşamada istenilen sonuç H_0 hipotezinin reddedilmesidir.

H_0 : Model katsayıları anlamlı değildir.

H_1 : Model katsayıları anlamlıdır.

Tablo 6.65: Model Katsayılarına İlişkin Omnibus Testi.

		Ki-Kare Değeri	df	Sig.
Step 1	Step	36,324	14	,001
	Block	36,324	14	,001
	Model	36,324	14	,001
Step 2 ^a	Step	-,029	1	,864
	Block	36,295	13	,001
	Model	36,295	13	,001
Step 3 ^a	Step	-,196	1	,658
	Block	36,098	12	,000
	Model	36,098	12	,000
Step 4 ^a	Step	-,245	1	,621
	Block	35,854	11	,000
	Model	35,854	11	,000
Step 5 ^a	Step	-,197	1	,657
	Block	35,657	10	,000
	Model	35,657	10	,000
Step 6 ^a	Step	-,939	1	,333
	Block	34,718	9	,000
	Model	34,718	9	,000
Step 7 ^a	Step	-,438	1	,508
	Block	34,280	8	,000
	Model	34,280	8	,000
Step 8 ^a	Step	-1,314	1	,252
	Block	32,966	7	,000
	Model	32,966	7	,000
Step 9 ^a	Step	-1,306	1	,253
	Block	31,659	6	,000
	Model	31,659	6	,000
Step 10 ^a	Step	-1,829	1	,176
	Block	29,831	5	,000
	Model	29,831	5	,000
Step 11 ^a	Step	-1,201	1	,000
	Block	28,630	4	,000
	Model	28,630	4	,000

a. Negatif Ki-kare değeri, Ki-kare değerinin bir önceki adımdaki değere göre azaldığını gösterir.

Tabloda görüldüğü gibi Sig. değeri $p < 0,05$ olduğundan ki-kare değeri anlamlı olup H_0 hipotezi reddedilir. Bu da 11. adımda belirlenen modeldeki tüm lojit katsayılarının sıfırdan farklı olduğu yani model katsayılarının anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Değişkenler arasındaki ilişkinin açıklanma yüzdesi ise aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 6.66: Modelin Geçerlilik ve Açıklama Değerleri.

Model Özeti			
Step	-2 Log Olasılığı	Cox & Snell R Kare Değeri	Nagelkerke R Kare Değeri
1	75,966 ^a	,361	,482
2	75,995 ^a	,361	,482
3	76,191 ^a	,360	,479
4	76,436 ^a	,358	,477
5	76,633 ^a	,356	,475
6	77,572 ^a	,349	,465
7	78,010 ^a	,345	,460
8	79,324 ^a	,334	,446
9	80,630 ^a	,324	,431
10	82,459 ^a	,308	,411
11	83,660^a	,298	,397

a. Parametre tahminlerinin 0,001'den küçük olması nedeniyle tahmin süreci 5 numaralı tekrarda durdurulmuştur.

Tablodaki sonuçlara göre 11. adımda elde edilen modeldeki tüm değişkenlerin modelde yer aldığı lojistik regresyon modeli için -2 Log Likelihood değeri olarak 83,660 hesaplanmıştır.

Lojistik regresyon modelindeki bağımlı değişkenle bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin derecesinin Cox-Snell'e göre % 29,8 ve Nagelkerke'ye göre % 39,7 olduğu görülmüştür. Bu noktada yorumlamada genellikle tercih edilen Nagelkerke R Square sonucuna göre değerlendirme yapıldığında bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında yaklaşık %39,7 oranında bir ilişkinin söz konusu olduğunu ifade etmektedir. Bu ilişki karşılıklı bir etkileşimi göstermekte, ancak bir nedensellik ifade etmemektedir.

Tablo 6.67: Hosmer and Lemeshow Testi.

Adım	Ki-kare	df	Sig.
1	6,042	8	,642
2	8,453	8	,391
3	8,369	8	,398
4	9,174	8	,328
5	8,394	8	,396
6	9,285	8	,319
7	7,433	8	,491
8	7,653	8	,468
9	23,023	8	,003
10	18,091	8	,021
11	11,751	8	,163

Modelin uygunluğunu test etmek için Hosmer and Lemeshow (Model Ki-Kare İstatistiği) istatistiği kullanılmış, modelin testi için kurulan hipotezler aşağıda ifade edilmiştir:

H₀: Lojistik regresyon modeli uygundur.

H_A: Lojistik regresyon modeli uygun değildir.

Hosmer-Lemeshow testine göre, Sig. = 0,163 > 0,05 olduğundan model uyum iyiliği koşulunu sağlamaktadır. Dolayısıyla kurulan lojistik modelin uygun olduğuna karar verilmiştir. Son olarak söz konusu modele ilişkin katsayılar ve anlamlılık değerleri hesaplanmıştır.

Tablo 6.68: Modelde Yer Alan Değişkenlere Ait İstatistiksel Sonuçlar

Variables in the Equation							
		B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
11. adım	S2	-,943	,431	4,776	1	,029	,390
	S11	1,075	,367	8,596	1	,003	2,929
	S15	,903	,459	3,870	1	,049	2,466
	S17	-1,140	,429	7,072	1	,008	,320

1. adımda girilen değişkenler: S1, S2, S3, S4, S5, S6, S7, S8, S9, S10, S11, S12, S13, S14, S15, S16, S17.

Altın algısında etkili olduğu düşünülen faktörler lojistik regresyon ile analiz edilmiş ve S2 ($p=0,029 < 0,05$), S11 ($p=0,003 < 0,05$), S15 ($p=0,049 < 0,05$) ve S17 ($p=0,008 < 0,05$), değişkenlerinin anlamlı olduğu görülmüştür. Diğer tüm bağımsız değişkenler

0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır. Dolayısıyla model dışında bırakılmıştır. Bununla birlikte modelin çözümü aşamasında modelin sabit teriminin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüş, dolayısıyla modelin çözümüne sabit terim olmadan devam edilmiştir.

Sonuç olarak 4 bağımsız değişkenin son modelin içerisine girdiği görülmektedir. Orgünel lojit katsayılarını kullanarak eşitliği aşağıdaki gibi yazabiliriz:

$$\text{Lojit (Algı skoru)} = -0,943S2 + 1,075S11 + 0,903S15 - 1,140S17$$

Literatürde modelin yorumu $Exp(\beta)$ değerleri dikkate alınarak yapılabilmektedir (Çokluk 2010). Değişkenler yani S2, S11, S15 ve S17 değişkenleri diğer tüm değişkenler sabitken bir birim arttığında algı skorunda sırasıyla 0.390, 2.929, 2.466 ve 0.320 katlık bir artış olduğu görülmektedir. Ancak bu durum algı skoru ile bu dört değişken (anketin 2., 11., 15. ve 17. sorularına verilen cevaplar) arasında sadece bir etkileşim olduğunu göstermekte nedensellik ifade etmemektedir.

Analiz sonuçlarının özeti

Anket katılımcılarının çoğunluğu, 30-50 yaş arası, lisans ve yüksek lisans mezunu, İstanbul'da yer alan banka hazine bölümlerinde orta kademedeki çalışan 4 bin TL üstü maaş alan baylardan oluşmaktadır.

Yapılan normallik analizi sonucunda %5 anlamlılık düzeyinde anket verilerinin normal dağılım gösterdiği görülmüştür.

Tablo 6.69: Anketin Geçerlilik ve Güvenilirliği

Cronbach Alfa Değeri	Güvenilirlik
0,758 > 0,7	İyi

Tablo 6.70: Hipotezlerin Test Sonuçları

Hipotezler	Sonuçlar
1.H₁ : Algı skoru değeri ortalama 50 değerinden farklıdır.	Algı skorunun ortalama değeri %56,6 olarak bulunmuştur. Katılımcıların %40,7'si altına ilişkin ortalama algı skoru değerinin altında algı skoruna sahipken, %59,3'ü ortalama algı skorunun üstündedir.
2.H₁ : Katılımcıların çalıştığı bölümler algı skorunda fark oluşturur.	Fark vardır ancak istatistiksel olarak anlamsızdır.
3.H₁ : Katılımcıların çalıştığı kurum algı skorunda fark oluşturur.	Fark yoktur.
4.H₁ : Cinsiyet algı skorunda fark oluşturur.	Cinsiyet fark oluşturmaktadır.
5.H₁ : Yaş algı skorunda fark oluşturur.	Fark yoktur.
6. H₁ : Eğitim algı skorunda fark oluşturur.	Fark yoktur.
7. H₁ : Gelir algı skorunda fark oluşturur.	Fark yoktur.
8. H₁ : Rezervdeki önem sırası algı skorunda fark oluşturur.	Merkez Bankası rezervlerinin döviz cinsinden olmasını ilk sıraya koyan katılımcıların altına yönelik algı düzeyleri yüksektir. Altın cinsinden rezerv bulundurmaya önem sırasında ilk sıraya koyanların altına yönelik algı skorları düşüktür.

Tablo 6.71: Altın Algı Skoru

Algı Skoru	Frekans	%
<i>Algı skoru ortalaması</i>	-	56,6
Ortalama altı	33	40,7
Ortalama üstü	48	59,3
Toplam	81	100

Tablo 6.72: Algı Skoru ile Soruların Korelasyonun Analizi

Sorular	Pearson Korelasyonu	Korelasyon
Altın Rezervinin Artırılması Piyasadaki Güvenilirliği Artırır.	0,596	var
Uluslararası Külçe Altın Piyasası'nın Kurulmalıdır. Altın Fiyatında TL Cinsi Bir "Price Fixing" Oluşturulmalıdır.	0,590	var
Altın, Türkiye'de TL'nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olmalıdır.	0,690	var
Yastık Altı Altın, Altının TL'nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması ile Ekonomiye Kazandırılabilir.	0,764	var
Altının Türkiye'de TL'nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması Enflasyonu Düşürür, Fiyat İstikrarı Sağlar.	0,699	var
Altının Türkiye'de TL'nin Yanında Resmi Ödeme Aracı Olarak Kullanılması İç Piyasada Dolarizasyonu Azaltır.	0,541	var
Türkiye'de, İç Piyasada Dolarizasyonun Azalması, USD/TRY Kurunda Volatilitiyi Azaltır.	0,637	var
Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilir.	0,623	var

Araştırma sonuçlarının değerlendirilmesi

Anketin Türkiye'de finans piyasasının altına bakışını büyük oranda yansıttığı düşünülmektedir. Anketten yola çıkarılarak varılan sonuçlar aşağıda maddeler halinde belirtilmiştir.

- Yapılan anket, istatistiksel açıdan güvenilir ve geçerli bir ankettir.
- Altın algı skoru %56,6 olarak hesaplanmış olup, bu sonuç finans profesyonelleri arasında altın algısının olumlu olduğunu teyit etmektedir.
- Katılımcıların cinsiyeti dışında, eğitim, gelir düzeyi, çalışılan kurum ve bölüme göre altın algısı değişmemektedir. Bayan katılımcıların erkek katılımcılara göre altın algısının yüksek olması ülkemiz gerçeğine uygundur.
- Algı skoru ile bazı anket sorularına verilen cevaplar arasında korelasyon ve istatistiksel bir ilişki bulunmuştur.

- Altının Türkiye’de “geleneksel bir yatırım aracı” ve “önemli bir finansal varlık” olduğunu düşünölmekte, altın finans piyasalarında “güvenli bir liman” olarak algılanmaktadır. Bu sonuçlar beklendiği gibi çıkmıştır.
- Bankacılık sektöründe altın işlemlerinin artırılması gerektiğini düşünölmektedir. Bu sonuç, hem işlem hacmi olarak hem de ürün çeşidi olarak altının Türk bankacılık sektöründe daha fazla yer tutabileceğini göstermektedir.
- Altın, Amerikan dolarından sonra euro ile birlikte önemli bir rezerv varlık olarak görölmekte, Merkez Bankası’nın daha fazla altın rezervine sahip olması gerektiği ve Merkez Bankası’nın altın rezervlerini artırmasının piyasada güvenilirliğini artıracakđı düşünölmektedirler.
- %37 oranla Merkez Bankası’nın altın rezervlerini belli bir parasal büyüklüğe bağlanabileceği sonucu çıkmıştır ki bu sonuç bu konuda herhangi bir resmi plan veya söylem olmamasına rağmen, Türkiye’de finans piyasası profesyonellerinin 1/3’ünden fazlasının paranın bir altın karşılığı olabileceği görüşünü desteklediklerini göstermektedir.
- Ancak anket katılımcılarının %75’i altının TL’nin yanında resmi bir ödeme aracı olarak kullanılmasına karşı görüş bildirmişlerdir. Ancak %40 oranla altının TL’nin yanında para olarak kullanılmasının yurtiçinde dolarizasyonu azaltacakđı yönünde bir sonuç çıkmıştır.
- İlginç bir şekilde altının iç piyasada ödemelerde kullanılmasına karşı çıkılırken, %55 oranla altının dış ticaret ödemelerinde kullanılabileceği düşünölmektedir. Bu tür bir sonuç alınmasında piyasa profesyonellerinin uluslararası piyasalarda altının Amerikan doları ve eurodan sonra en çok işlem gören finansal varlıklardan biri olduğunu bilmeleri ve bu nedenle dış ticarete Amerikan dolarının yanında altının da kullanılabileceği gibi bir değerlendirme yapmış olma olasılıklarıdır.
- Ancak burada daha da ilginç olan durum piyasa profesyonellerinin %57 oranla bu uygulamanın Türkiye’nin altın rezervlerini azaltacakđını düşünmeleridir.

7. SONUÇ

Altın tarih boyunca, yeryüzünde her etnik köken ve kültürden insanın değer verdiği bir ziyinet, bir değişim ve yatırım aracıdır. İnsanoğlunun bakır ile birlikte keşfettiği ilk metallere biri olan altının işlenmesi kolay yumuşak bir metal olması ve hiç okside olmadan binlerce yıl kendine özgü sarı rengini kaybetmemesi, bu parlak gözevli madeni insanoğlu için vazgeçilmez bir servet göstergesi haline getirmiştir.

Tarihçiler, insanoğlunun uzun mesafeli ticarete başlamasıyla takasa dayalı ticaretin, yerini altın ve gümüş karşılığı ticarete bıraktığını, bunun nedeninin ise tüccarların uzun mesafeli ticaret seferlerinde ödeme için çabuk bozulan veya taşınması zor olan ticari mallar yerine altın ve gümüşü yanlarına almalarının olduğunu düşünmektedirler. İnsanlığın kullandığı en eski ödeme araçlarından biri olan altın, resmi ödeme aracı olma özelliğini yaklaşık yarım yüzyıl önce kaybetmiş olmasına rağmen, halen küresel çapta önemli bir bireysel ve kurumsal yatırım aracıdır. Gümüşle birlikte binlerce yıl insanlığın yegane para birimi olan altın, 20. yüzyılın ilk çeyreğinden itibaren bir değişim aracı olma vasfını kaybetmiş; ancak bir yatırım aracı olarak değerini sürdürmüştür. 1873-1914 yılları arasında uygulanan altın standardı ile küresel para sisteminin temelini oluşturan altın, 1944-1973 yılları arasında geçerli olan Bretton Woods sisteminde ABD dolarına sabitlenmiş bir rezerv aracı olarak işlev görmüştür. Bretton Woods sisteminin çöküşüyle, altın ile ABD doları arasındaki sabit bağ sona ermiş, altın resmi ödeme aracı olarak kullanımı da böylelikle sona ermiştir. 1980'li ve 1990'lı yıllarda finansal piyasaların hızlı gelişimi ve geliştirilen yeni finansal ürünler bir yatırım aracı olarak altını geri plana itmiştir. Ancak altın başta gelişmiş ülkeler olmak üzere birçok ülkenin uluslararası rezervleri içinde önemli bir paya sahiptir. 2000'li yıllarla birlikte yaşanan ekonomik krizler ve artan uluslararası likidite ile birlikte artan fiyatlar altını yatırımcıların tekrar gözdesi haline gelmiştir.

Uluslararası piyasalarda altın, Amerikan doları ve eurodan sonra en çok işlem gören finansal enstrümandır. Özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının yüksek miktarda altın rezervi bulundurması ve yine bu ülkelere ait finansal kuruluşların yüklü miktarda altın işlemi yapması altının önemli bir finansal ürün ve yatırım aracı olduğunu

doğrulamaktadır. Dünyada önemli altın piyasaları; Londra, New York, Zürih, Dubai, Şangay ve Hong Kong'tadır. Günümüzde en önemli altın piyasaları Londra ve Zürih piyasalarıdır. Bu piyasaların dışında New York, Uzakdoğu ve Dubai'de daha küçük ölçekli altın piyasaları vardır. Uluslararası altın piyasalarının en önemli katılımcıları arasında ticari bankalar, madencilik şirketleri, merkez bankaları, mücevher ve takı üreticileri ile altını endüstriyel alanda kullanan firmalar bulunmaktadır. Bu temel piyasa katılımcılarının dışında piyasaların en önemli unsurlarından olan kurumsal yatırımcılar da tezgahüstü altın piyasasının önemli unsurudur. 2008 krizi sonrası dönemde ise, gelişmiş ülkelerde finansal piyasalara ve bankacılık sistemine güven sarsılmış, Amerikan doları ve euro gibi rezerv paraların uluslararası piyasalardaki itibarı zedelenmiştir. Bu çerçevede 1970'lerde Bretton Woods sisteminin sona ermesiyle başlayan içinde bulunduğumuz küresel para ve finans sisteminin yeni bir düzene geçiş sancıları çektiği söylenebilir. Bu gelişmeler son on yıllık dönemde altının finansal piyasalarda öneminin daha da artmasına neden olmuştur.

Bu çalışmada; altının hem dünyada hem de Türkiye'de arz ve talebi, ulusal ve uluslararası piyasalardaki altın ürünleri ve ilgili kurumsal yapılar irdelenmiştir. Merkez bankalarının rezerv aracı olarak işlev gören parasal altından bahsedilerek, bir ödeme aracı olarak altının tarihsel gelişimi ile günümüz dünyasında altının artan önemi vurgulanmıştır. Çalışmanın uygulama bölümünde, Türk finans piyasasında çalışan profesyonellerin bir rezerv varlık, ödeme ve yatırım aracı olarak altına bakışı analiz edilmiştir. Analiz, İstanbul'da yerleşik banka, aracı kurum ve portföy yönetim şirketlerinde çalışanlar arasında gerçekleştirilen anket çalışması ile gerçekleştirilmiş, anket verilerinin istatistiksel olarak güvenilirliği ve geçerliliği test edilmiştir. Anket çalışması, Türk finans sektöründe yer alan; banka, aracı kurum ve portföy yönetim şirketi çalışanlarından, özellikle hazine/fon/portföy yöneticileri ve çalışanları arasında yapılmış, sonuçların istatistiksel analizi SPSS yazılımı ile gerçekleştirilmiştir. Oluşturulan algı skoru 100 üzerinden 56,6 olarak hesaplanmış, altının piyasa profesyonelleri arasında olumlu bir algıya sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Yapılan anket çalışması, altının Türkiye'de geleneksel bir yatırım aracı ve önemli bir finansal varlık olduğunu, altının finans piyasalarında güvenli bir liman olarak kabul edildiğini teyit etmiştir. Finans piyasası profesyonelleri, bankacılık sektöründe altın

işlemlerinin ağırlığının artırılması gerektiğini düşünmektedir. Bu sonuçlar, hem işlem hacmi olarak hem de ürün çeşidi olarak altının Türk bankacılık sektöründe daha fazla yer tutabileceğini göstermektedir.

Çalışmada elde edilen önemli sonuçlardan biri de Türk finans piyasasında altının Amerikan dolarından sonra euro ile birlikte önemli bir merkez bankası rezerv varlığı olarak görülmesidir. Bu sonuç uluslararası piyasalarda görülen genel eğilimle de uyumludur. Bu çerçevede ankete katılan piyasa profesyonelleri, Merkez Bankası'nın daha fazla altın rezervine sahip olması gerektiğini, Merkez Bankası'nın altın rezervlerini artırmasının piyasada güvenilirliğini artıracak olduğunu düşünmektedirler. Dünyada merkez bankalarının rezervlerinin önemli bir kısmının altından oluşması altını *de facto* olarak Amerikan doları, euro gibi uluslararası bir rezerv varlık konumuna getirmiştir. Bu çerçevede altın, sadece ticari bir finansal varlık olmayıp, hemen hemen tüm ülkelerin merkez bankalarında rezerv olarak bulundurdıkları stratejik bir finansal varlıktır. Savaş ve ekonomik krizler gibi olağanüstü şartlar altında altın rezervleri siyasi iktidarlar için önemli bir mali kaynak konumundadır. Bu durum ülkemiz için de geçerlidir.

Anket çalışmasında piyasa profesyonellerinin %90'a yakın kısmı İstanbul'da uluslararası nitelikte bir külçe altın piyasasının kurulmasına olumlu olarak değerlendirmişlerdir. Buna paralel olarak, Londra piyasasında olduğu gibi kurulacak bu piyasanın altın işlemlerinde TL cinsi bir fiyat sabitlemesi (*price fixing*) yapılmasını da desteklemektedirler. Bu sonuç ülkemizde böyle bir piyasanın kurulmasına güçlü bir destek olarak görülebilir. Dünyanın önemli sektör kuruluşlarının da üye olabileceği, günde yüzlerce ton işlem hacmine sahip, fiziki teslimatlı uluslararası nitelikte bir külçe altın piyasasının, ülkemizi altın sektöründe daha üst noktalara taşıyacağı açıktır. Böyle bir piyasanın kurulması; bankaların bu piyasadaki yüksek montanlı altın işlemi yaparak, şubelerinden müşterilerine rahatlıkla fiziki altın teslimatı yapabilmelerini, böylelikle ülkemizdeki yastık altı altının bankacılık sistemine çok daha fazla dahil olmasını sağlayabilecektir.

Ankette ortaya çıkan ilginç bir sonuç ise, Merkez Bankası'nın altın rezervlerini belli bir parasal büyüklüğe bağlamasının piyasa profesyonelleri tarafından %37 oranla desteklenmesidir. %37'lik olumlu cevap, gerek Hükümet gerekse Merkez Bankası

tarafından bu tür bir uygulamadan hiç bahsedilmemiş olmasına ve böyle bir politikanın önerilmemesine rağmen dikkat çekicidir.

Altının TL'nin yanında resmi bir ödeme aracı olarak kullanılmasına finans profesyonelleri %75 gibi yüksek bir oranda karşı çıkmışlardır. Aynı şekilde altının TL'nin yanında ödeme aracı olarak kullanılmasının iç piyasada dolarizasyonu azaltacağını %59 oranla düşünmemektedirler. Ancak tuhaf olan husus, anket katılımcılarının %55 oranla dış ticarete dövizle birlikte altınla da ödeme yapılabileceğini ifade ederken, aynı zamanda %57 oranla bunun ülkenin altın rezervlerini azaltacağını düşünmeleridir. Yani bankacılık sektöründe hazine/fon yönetimi bölümlerinde çalışan profesyoneller iç piyasada altının resmi ödeme aracı olarak kullanılmasına karşı olmalarına rağmen dış ödemelerde kullanılabileceğini düşünmektedirler. Bu tür bir sonuç alınmasında Türk finans piyasası profesyonellerinin uluslararası piyasalarda altının Amerikan doları ve eurodan sonra en çok işlem gören finansal varlıklardan biri olduğunu bilmeleri ve bu nedenle dış ticarete Amerikan dolarının yanında altının da kullanılabileceği gibi bir değerlendirme yapmış olma olasılıklarıdır.

Özetle; bu çalışmayla Türkiye'de finans piyasasında çalışan profesyonellerin altını önemli bir finansal varlık, yatırım aracı ve merkez bankası rezervi olarak gördükleri, İstanbul'da uluslararası bir külçe altın piyasasının kurulmasını da çok büyük oranda destekledikleri sonucuna varılabilir. Ancak altının bir ödeme aracı olarak algısı en azından yurt içi piyasa için oldukça zayıftır.

Finans literatüründe, gerek ulusal gerekse uluslararası düzeyde, yatırımcıların altın algısına yönelik çalışma sayısı sınırlıdır. Bu çalışmanın literatüre belki de en önemli katkısı, finans piyasalarındaki profesyonel yatırımcıların altına yönelik algısının ölçülmesine yönelik oluşudur. İleriki dönemlerde bu alandaki araştırmaların, altının en çok işlem gördüğü finans piyasaları olan Londra ve New York'da finans profesyonellerine yönelik olarak yapılması uluslararası literatürdeki ciddi bir boşluğu doldurabilir.

KAYNAKÇA

- Altaş, G. 2010. “Altın Piyasaları” *TSPB Sermaye Piyasasında Gündem*, Sayı: 91, Sayfa: 8-26.
- Altın Borsa Fonu Nedir? 2006. *Goldist.com.tr* Erişim tarihi 02 Ocak 2019 <http://www.goldist.com.tr/altin-borsa-fonu-nedir>.
- Altın Katılım Fonu Nedir? 2009. *Goldplus.com*. Erişim tarihi: 01 Ocak 2019 http://www.goldplus.com.tr/page/kategori_detay/29/altin-katilim-fonu-nedir.htm
- Altunbaş, Y., Leonardo G. ve Marques-Ibanez D. 2009. “Bank Risk and Monetary Policy” *European Central Bank Working Paper Series* No: 1075.
- Anıl, C. 2019. “Londra Finans Merkezi”. *TSPB Gösterge Dergisi* Kış 2019, s. 59.
- Baltensperger, E. ve Kugler, P. 2016. “The Historical Origins of the Safe Haven Status of the Swiss Franc” *Aussenwirtschaft: Zeitschrift für Internationale Wirtschaftsbeziehungen* Vol. 67, Iss. 2 (2016): 1-30.
- Bank for International Settlements. 2009. “79th Annual Report”.
- Barro, R. J. 2016. “Gold Returns”, *The Economic Journal* Volume 126, Issue 594 August 2016, s. 1293–1317.
- Baur, G. D. 2009. “Is Gold a Safe Haven? International Evidence”, *Institute for International Integration Studies, IHS Discussion Paper* No: 310.
- Bernanke, B. S. 2009. “The Crisis and Policy Response”, *Remarks by Mr Ben S Bernanke, at the Stamp Lecture*, London School of Economics, London, England, 13 Ocak 2009, www.federalreserve.gov Erişim tarihi: Temmuz 2009) <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>,
- Borsa İstanbul. 2015. “Kıymetli Madenler ve Taşlar Piyasası Tanıtım Broşürü”, *BIST Yayınları*.
- Bordo, M. D. 1984. “The Gold Standard: The Traditional Approach”, *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931* içinde (s. 23-120) der. Schwatz A. J. ve Bordo, M. D. University of Chicago Press.
- Bordo, M. D. ve Rockoff, H. 1996. “The Gold Standart as a Good Housekeeping Seal of Approval” *The Journal of Economic History, Volume 56, Issue 2, Papers Presented at the 55th Annual Meeting of the Economic History Association* Haziran 1996 s. 389-428.

- Bordo, M. D., Dittmar, R. T. ve Gavin, W. T. 2003. "Gold, Fiat Money and Price Stability", *Working Paper, no. 10171, US National Bureau of Economic Research*.
- Bullion Star, Swiss Gold Market, <https://www.bullionstar.com/gold-university/dubai-gold-market>.
- Büyüköztürk, Ş. 2005. "Anket Geliştirme" *Türk Eğitim Bilimleri Dergisi, Cilt 3, Sayı 2, s. 133-151*.
- Chatham House. 2012. "Gold and the International Monetary System" *Report by the Chatham House Gold Taskforce, The Royal Institute of International Affairs, Chatham House 10 St James's Square London SW1Y 4LE*.
- CME Group. Erişim tarihi: Kasım 2018. <https://www.cmegroup.com/company/cme.html>
- Cooper, N. R. 1982. "The Gold Standart: Historical Facts and Future Prospects" *Brookings Papers on Economic Activity 1:1982, s. 1- 56*.
- Costancio, V. 2011. "The Future of International Monetary System" *Speech by Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB, The Golden Series Lecture at the Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF), London, 23 Kasım*.
- Çelikdemir, Ç. N. ve Abdurrahman, Ç. 2015. "Altın Bankacılığı ve Altın İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi", *AKÜ İİBF Dergisi Cilt: XVII Sayı: 2 Yıl: Aralık 2015 s. 11-32*.
- Çokluk, Ömay. 2010. "Lojistik Regresyon Analizi: Kavram ve Uygulama" *Kuram ve Uygulamada Eğitim Bilimleri / Educational Sciences: Theory & Practice, sayı 10 (3), s. 1357-1407*.
- Del Vecchio, F. 2009. "Questioning the US Dollar's Status as a Reserve Currency", *Report, JP Morgan*.
- Dempster, N. 2009. "Structural Change in Reserve Asset Management" *World Gold Council Report WGC-HO-GA-001*.
- DGCX-Dubai Gold & Commodities Exchange. Erişim tarihi: Kasım 2018. <https://www.dgcx.ae/>.
- Doran A. 1998. "Trends in Gold Banking" *World Gold Council Research Study No.19*.
- Eagleton, C. ve Williams, J. 2011. *Paranın Tarihi* İşbankası Kültür Yayınları, İstanbul.
- Ebeling, R. M. 1985. "Ludwig von Mises and the Gold Standard", *The Gold Standard Perspectives in the Austrian School* içinde (s. 35-52) der. Rockwell Jr. L. H. The Ludwig von Mises Institute, Auburne University, Auburne, Alabama, ABD.

- Eğilmez, M. 2013. "Altının Geleceği" *nbce.com*. Erişim tarihi: Ekim 2014 <http://www.cnbce.com/yorum-ve-analiz/dr-mahfi-egilmez/altinin-gelecegi>.
- Eğilmez M. 2017a. "Altın Dosyası" *mahfiegilmez.com*. Erişim tarihi: Ağustos 2017 <http://www.mahfiegilmez.com/2017/06/altin-dosyas.html>.
- Eğilmez, M. 2017b. "Merkez Bankasının Altınları Nerede?" *mahfiegilmez.com*. Erişim tarihi: Şubat 2018. <http://www.mahfiegilmez.com/2017/12/merkez-bankasnn-altinlar-nerede.html>.
- Eğilmez, M. 2019. "Merkez Bankası'nın Altınları Konusundaki Şehir Efsanesinin Sonu" *mahfiegilmez.com*. Erişim tarihi: Şubat 2018 <http://www.mahfiegilmez.com/2019/01/merkez-bankasnn-altinlar-konusundaki.html>.
- Fisher, S. 2006. "Dollarization", Keynote address by Profesör Stanley Fisher, Governor of Bank of Israel, at the 75th Anniversary Conference of the Central of Republic of Turkey "Dollarization of the Central Bank of the Republic of Turkey "Dollarization: Consequences and Policy Options", Istanbul, 13-15 December 2006. <http://www.bis.org/review/r061221e.pdf?frames=0> , (07/12/2010).
- Flash Eurobarometer, Report No. 98/4, "Attitudes on the Euro (4) - EU OUT", 28/09/2001.
- Flood, R. P. ve Garber, P. M. 1984. "Gold Monetization and Gold Discipline," *Journal of Political Economy* 92 no. 1 s. 90-107.
- Handa, J. 2000. "Monetary Economics", First Publishing, *Routledge*. Taylor&Francis Group, London, UK.
- Haşiloğlu S. B., Baran T. ve Aydın O. 2015. Pazarlama Araştırmalarındaki Potansiyel Problemlere Yönelik Bir Araştırma: Kolayda Örnekleme ve Sıklık İfadeli Ölçek Maddeleri, *Pamukkale İşletme ve Bilişim Yönetimi Dergisi*, cilt: 2, sayı:1, s.19-28.
- Hazine Müsteşarlığı. 2017a. "Altın Tahvili Yatırımcı Kılavuzu" *altin.hazine.gov.tr* Erişim tarihi: Ağustos 2018 <https://altin.hazine.gov.tr/File/Index?id=9b2edc21-a8b4-4a6e-81e6-ce888de9b68a>.
- Hazine Müsteşarlığı. 2017b. "Altına Dayalı Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu" *altin.hazine.gov.tr* Erişim tarihi: Ağustos 2018 <https://altin.hazine.gov.tr/File/Index?id=a325575a-2937-4b71-9323-e8dc22b2b2a2>.
- Hayek, F. A. 1990. *Denationalization of Money: The Argument Refined. An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies* 3. Edition The Institute of Economics Affairs.

- Hildebrand, M. P. 2005. "SNB Gold Sales - Lessons And Experiences", Speech by Dr Philipp M. Hildebrand, Member of the Governing Board of the Swiss National Bank, at the Institute for International Economics, Washington DC, 5 May 2005.
- Howden, D. 2008. "Stability of Gold Standard and Its Selected Consequences: A Comment", *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política* Vol. V, sayı 1, s. 159-175.
- Green, T. 1999. "Central Bank Gold Reserves: An Historical Perspective Since 1845". World Gold Council, Research Study No.23, World Gold Council, 10 Old Bailey, Londra, İngiltere, Kasım.
- Greenspan, A. 2014. "Golden Rule: Why Beijing Is Buying?", *Foreign Affairs* s. 1-3.
- Goldist internet sitesi, kaynak <http://www.goldist.com.tr/altin-borsa-fonu-nedir>, giriş tarihi (01/02/2019)
- IMF. 2002. "Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets: Developments and Issues" SM/02/233.
- IMF. 2009a. "World Economic Outlook" *imf.org* Erişim tarihi: Temmuz 2009. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/c1.pdf>.
- IMF. 2009b. "Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy" *imf.org* Erişim tarihi: Eylül 2009 <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021909.pdf>.
- İstanbul Ticaret Odası, "Türkiye'de Kuyumculuk ve Altın", ISBN 975-512-770-4, Yayın No: 2003-43.
- Jordan, Jerry L. 2015. "The Role of Gold in a Market-Based Monetary System", *Cato Journal*, Vol. 35, No. 2, (Spring/Summer), s. 233-250.
- JP Morgan Asset Management Insight, "Questioning the U.S. Dollar's Status as a Reserve Currency", Ekim 2009, s. 1-8.
- Laffer, Arthur B., 1980. "Reinstatement of the Dollar: The Blueprint", *Economic Study*, A.B. Laffer Associates, 29 Şubat.
- LBMA London Bullion Market Association. 2016. "A Guide to the London Precious Metals Markets"
- Ledit, O. ve Lotz, S. 2011. "The Coexistence of Commodity Money and Fiat Money", *Working Paper No. 24, Working Paper Series, Department of Economics, University of Zurich*.
- Leyland, J. 2010. "The Evolution in Central Bank Attitudes Toward Gold", *World Gold Council Report*, World Gold Council.

- Kalaycı, Ş. 2005. “SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri”, Asil Yayın Dağıtım Ltd. Şti., 1. Baskı, Ankara.
- Kaplan, K. 2003. “Türkiye’de Kuyumculuk ve Altın” *İstanbul Ticaret Odası Yayınları Yayın No: 2003-43*.
- Kemmerer, E. W. 1944. “Gold and the Gold Standart”, First Edition, McGraw and Hill Book Company, Inc. New York and London.
- Keyder, N. 2008. “Para Teori, Politika, Uygulama”. Genişletilmiş 11. Baskı, Bizim Büro Basımevi, Ankara.
- Kiyotaki, N. ve Randall, W. 1989. “On Money as a Medium of Exchange” *Journal of Political Economy*, vol. 97, no. 4, 927-954.
- Krugman, P. 2012. "Golden Instability" *nytimes.com*. Erişim tarihi: Kasım 2017 <https://krugman.blogs.nytimes.com/2012/08/26/golden-instability/>
- MCX-Multicommodity Exchange of India*. Erişim tarihi: Kasım 2018. <https://www.mcxindia.com/>.
- MTA. 2016. “Türkiye ve Dünyada Altın”, Maden Tetkik ve Arama Genel Müdürlüğü, Fizibilite Etüd Daire Başkanlığı, Rapor, Ankara, Temmuz 2016.
- Mundell, A. R. 1997a. “Money and the Sovereignty of the State”, International Economic Association Conference in Trento, 4-7 Eylül.
- Mundell, A. R. 1997b. “The International Monetary System in the 21st Century: Could Gold Make A Comeback?” International Economic Association Conference in Trento, 4-7 Eylül 1997.
- Murray, S. 2011. “Loco London Liquidity Survey 2011”, *LBMA Alchemist*, Issue 63 s. 9-10.
- Naude, W. 2009. “The Financial Crisis of 2008 and the Developing Countries” *World Institute for Development Economic Research Discussion Paper No. 1*.
- Okur, M. Çatıkkaş Ö. ve Esen Ö. 2014. “Altın Emanet Hesapları: Finansal Sistem İçin Yeni Bir Finansal Ürün Önerisi” *Bankacılar Dergisi Sayı 89* s. 63-76.
- Özdemir, A. K. 2009. “Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler”, *Central Bank Review* Volume: 9 No: 2 s. 23-48.
- Pamuk, Ş. 2003. “A Monetary History of the Ottoman Empire”, *Cambridge University Press, Virtual Publishing*.
- Paul, R. 2010. *The Case for Gold: A Minority Report of the US Gold Commission*. Laissez Faire Books, 808 St. Paul Street, Maryland ABD, Co-publisher:

Ludwing von Mises Institute 518 West Magnolia Avenue, Auburne, Alabama, ABD.

Paul, R. 1985. "The Political and Economic Agenda for a Real Gold Standard", *The Gold Standard Perspectives in the Austrian School* içinde (s. 129-140) der. Rockwell Jr. L. H. The Ludwig von Mises Institute, Auburne University, Auburne, Alabama, ABD.

Pirgaip, B. 2016. "Türkiye'de Altın ve Altına Dayalı Yatırım Araçlarının Karşılaştırmalı Performans Analizi" *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar* cilt:53, sayı: 619, s: 9-24.

Rothbard M. N. 1985. *The Case for a Genuine Gold Dollar* The Gold Standard Perspectives in the Austrian School içinde (s.1-17) The Ludwig von Mises Institute, Auburne University, Alabama, ABD.

Saleem, M. ve Khan, M. 2013. "The Ovierview of Gold ETFs and Its Various Positive Features" *International Journal of Marketing Financial Services & Management Research* Vol.2, No. 4.

Salerno, J. T. 1982. "The Gold Standard: An Analysis of Some Recent Proposals" *Policy Analysis* no. 16 Cato Institute.

Salerno, J T. 1985. *Gold and the International Monetary System: The Contribution of Michael A. Heilperin* The Gold Standard Perspectives in the Austrian School içinde (s.81-111) The Ludwig von Mises Institute, Auburne University, Alabama, ABD.

Schwartz, A. J. 1987a. "Alternative Monetary Regimes: The Gold Standard" *Money in Historical Perspective* içinde (s. 364-390) der. Schwartz, A. J. ve Bordo M. D. University of Chicago Press.

Schwartz, A. J. 1987b. "Lessons of the Gold Standard Era and the Bretton Woods System for the Prospects of an International Monetary System Constitution" *Money in Historical Perspective* içinde (s. 391-406) University of Chicago Press.

Serdengeçti, S. 2005. "Dolarizasyon/Ters Dolarizasyon", Eskişehir Üniversitesi 2005-2006 Öğretim Yılı Açılış Töreni Konuşma Metni, Eskişehir, 3 Ekim 2005, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/sunumeskisehir.pdf> (12/11/2007).

Seyidoğlu, H. 2003. *Uluslararası Finans* Güzem Can Yayıncılık.

SPK. 2018. *Aylık Bülten Ekim 2018*.

Sübidey, T. 2009. "Küresel Kriz ve Türkiye" *TİSK Akademi Dergisi* Cilt: 4 Özel Sayı: II s.6-26 Erişim tarihi: 3 Eylül 2009 http://www.tisk.org.tr/download/akademi/tiskakademi_08.pdf.

- Swiss Gold Market. 2017. *bullionstar.com*, Erişim tarihi: Ocak 2018. <https://www.bullionstar.com/gold-university/swiss-gold-market>.
- Şangay Altın Borsası İnternet Sitesi, “SGEI Introduction”, <http://www.en.sge.com.cn/about-us/sge-overview/sgei-intro/517774.shtml>
- Tağtekin, Ö. 2016. “Türkiye’nin Altın Piyasasındaki Konumu ve Türk Altın Yatırımcısının Davranışına İlişkin Bir Araştırma” *Working Paper, WPS no 17/2016-01. TC İstanbul Ticaret Üniversitesi, Dış Ticaret Enstitüsü.*
- TCMB. 2002. “2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler”.
- TCMB. 2006b. “Hükümete Açık Mektup” *30 Ekim Basın Duyurusu.*
- TCMB. 2007. “Enflasyon Raporu 2007-IV”
- TCMB. 2008a. “2009 Yılında Para ve Kur Politikası”.
- TCMB. 2008b. “Enflasyon Raporu 2008-IV”
- TCMB. 2009. “Enflasyon Raporu, 2009-I”
- TCMB. 2010. “2010 Yılında Para ve Kur Politikası”
- TCMB. 2012. “Türkiye’de Altın: Dış Ticaret, Cari İşlemler Dengesi ve Büyüme Üzerine Etkisi”, *TCMB Ekonomi Notları Sayı 2012-29.*
- TCMB. 2017. “Finansal İstikrar Raporu” Sayı 24.
- Thomson Reuters. 2018. “GFMS Gold Survey 2018” *Yearly Report.*
- Timberlake N. Richard. 1981. “Monetization Pratices and The Political Structure of The Federal Reserve System” *Policy Analysis (12 Ağustos) Cato Institute Washington DC.*
- TOCOM Tokyo Commodities Exchange.* Erişim tarihi: Kasım 2018. <https://www.tocom.or.jp/index.html>.
- Topçu, A. 2010. “Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörler”, *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi Araştırma Raporu.*
- Türkiye İş Bankası. 2013. “Dünyada ve Türkiye’de Altın Piyasası” *Sektör Raporu Türkiye İşbankası İktisadi Araştırmalar Bölümü.*
- Uluyol, O. 2011. “Bir Finansman Kaynağı Olarak Yastıkaltı Tasarrufların Ekonomik Sisteme Kazandırılması ve Tüketicilerin/Bireylerin Yastıkaltı Eğilimlerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma” *Yönetim Bilimleri Dergisi 9(1) s. 260-272.*

- Waggoner, J. 2012. *Should We Return to the Gold Standard?* usatoday.com. Erişim tarihi: Nisan 2012 <https://usatoday30.usatoday.com/money/markets/story/2012-04-23/xreturn-to-the-gold-standard/54493710/1>.
- Weber, E. J. 2012. "Pre-Industrial Bimetallism: The Index Coin Hypothesis" *Discussion Paper 09.12, Business School, The University of Western Australia*.
- White, H. L. 1985. "Free Banking and the Gold Standard", Kitap Bölümü, *The Gold Standard Perspectives in the Austrian School*, The Ludwig von Mises Institute, Auburn University, Auburn, Alabama, ABD, 1985, s. 113-128.
- White, L. H. 1999. "Hayek's Monetary Theory and Policy: A Critical Reconstruction", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 31, no. 1, Şubat 1999, s. 109-120.
- White, L. H. 2008. "Is the Gold Standard Still the Gold Standard Among Monetary Systems" *Briefing Papers* no. 100, Cato Institute 1000 Massachusetts Avenue N.W. Washington, D.C. ABD.
- White, L. H. 2011a. "A Gold Standard with Free Banking Would Have Restrained The Boom and The Bust" *Cato Journal* Vol. 31 no. 3 s. 497-504.
- White, L. H. 2011b. "Statement on HR 1098, The Free Competition in Currency Act of 2011" Testimony, Mercatus Center, George Mason University, 13 Eylül 2011.
- White, L. H. 2012. "Making The Transition To A New Gold Standard" *Cato Journal* Vol. 32, No. 2, 2012, s. 411-421.
- World Gold Council. 2007. "Gold Market Knowledge: Trading and The Markets".
- World Gold Council. 2011a. "Liquidity in the Global Gold Market"
- World Gold Council. 2011b. "Market Update Report 2. Quarter 2013".
- World Gold Council. 2013a. "An Investor Guide to the Gold Market: European Edition".
- World Gold Council. 2013b. "Central Bank Diversification Strategies: Rebalancing From the Dolar and Euro".
- World Gold Council. 2013a. "Gold Demand Trends".
- World Gold Council. 2013b. "Gold Investor, Volume 2"
- World Gold Council. 2013c. "Gold Investor, Volume 3"
- World Gold Council. 2013d. "Gold, The Renminbi and The Multicurrency Reserve System"
- World Gold Council. 2014a. "Gold Demand Trends"

- World Gold Council. 2014b. “Market Intelligence: Understanding China’s Gold Market”.
- World Gold Council. 2016. “Turkey: Gold in Action”
- World Gold Council. 2017a. “Annual Review 2017”
- World Gold Council. 2017b. “Gold Investor, Volume 3”
- World Gold Council. 2018. “How To Invest In Gold?”
- Yakupoğlu, A. 2010. “Merkez Bankasının 2002-2009 Yılları Arasında Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel Bir Analizi”, *Maliye Finans Yazıları* Yıl: 24 Sayı:88 s. 35-54.
- Yaşar, O. 2016. “Türkiye’de Kuyumculuk ve Benzeri Üretim Sanayinin Sanayi Coğrafyası Prensipleri Çerçevesinde İncelenmesi”, *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi* Yıl:4 Sayı:30 s. 1-19.
- Yusuf, Ö. 2007. “Dalgalanma Korkusu ve Türkiye Örneği”, *Uzmanlık Yeterlilik Tezi* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Yakup Alper Yakupoğlu
Doğum Yeri ve Tarihi : İstanbul, 1973

İletişim

Telefon : (0542) 321 02 21
E-posta Adresi : ayakupoglu@hotmail.com.tr

Eğitim Durumu

Lise Öğrenimi : İstanbul Erkek Lisesi (1991)
Lisans Öğrenimi : Boğaziçi Üni. İktisat Bölümü (1997)
Yüksek Lisans Öğrenimi : Marmara Üni. İktisat Politikası (2004)
Bildiği Yabancı Diller : İngilizce, Almanca

İş Deneyimi

TMSF Birleşik Fon Bankası A.Ş. : Hazine Müdürü (2016 – Halen)
Özbeç Finans A.Ş. : Finans Müdürü (2012 – 2014)
Takasbank A.Ş. : II. Müdür, Uzman, Uzman Yrd. (2000 – 2012)
T. İşbankası A.Ş. : Müfettiş Muavini (1998 – 1999)

Hakemli Dergilerde Yayınlanmış Makaleler

- (1) Yakupoğlu, A. 2010. Merkez Bankasının 2002-2009 Yılları Arasında Uyguladığı Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel bir Analizi, *Maliye Finans Yazıları*, yıl:24, sayı:88, s.24-54.
- (2) Yakupoğlu, A. 2011. 2002-2009 Yılları Arasında Merkez Bankası Parası ve Alt Kalemlerinin Analizi, *Maliye Finans Yazıları* yıl:25, sayı: 90, s.25-40.
- (3) Yakupoğlu, A. 2011. Dalgalı Kur Rejiminin Merkez Bankası'nın Döviz Varlık ve Yükümlülüklerine Etkisi: 2002-2010, *Maliye Finans Yazıları*, yıl: 25, sayı: 91, s.21-45.

EKLER

EK A. ANKET

Bu anket; altının finansal bir enstrüman olarak önemini ve parasal sistemdeki olası yerini akademik olarak analiz etmek amacıyla hazırlanmış olup, herhangi bir ticari amacı bulunmamaktadır.

Katılımcı Bilgileri

Cinsiyet:	() Bay () Bayan	Yaş:	a) 20-29 b) 30-39 c) 40-49 d) 50-59 e) 60 +
Eğitim:	a) Lise b) Ön Lisans c) Lisans d) Yüksek Lisans e) Doktora	Aylık Gelir:	a) – 2,000.-TL b) 2,000 – 3,000.-TL c) 3,000 – 4,000.-TL d) 4,000 - 10,000.-TL e) 10,000.-TL +
Kurum:	a) Banka b) Aracı Kurum c) Portföy Yönetim Şirketi d) Yatırım Fonu e) Üniversite	Bölüm:	a) Üst Yönetim b) Hazine/Fon Yönetimi c) Portföy Yönetimi d) Krediler e) Pazarlama d) Diğer e) Akademisyen
Ünvanınız:	a) Genel Müdür /Genel Müdür Yrd. b) Müdür/Yönetmen c) Fon Yöneticisi d) Dealer e) Uzman/Uzman Yrd.		

Tanımlayıcı Sorular

- Altın, finans piyasalarında güvenli bir limandır.**
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
- Altın, finans sektöründe önemli bir finansal enstrümandır.**
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
- Altın, Türkiye’de geleneksel bir yatırım aracıdır.**
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
- Bankacılık sektöründe altın işlemlerinin payı artırılmalıdır.**
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
- Size göre, aşağıdaki finansal varlıkları, Merkez Bankası rezervindeki önem sırasına göre 1’den 10’a kadar sıralayabilir misiniz? (1: Çok önemli, 10: Önemsiz)**

Varlık Türü	Önem Sırası
Amerikan Doları	
Amerikan Hazine Tahvili	
Euro	
Altın	
İsviçre Frangı	
Sterlin	
DİBS	
Japon Yeni	
Kanada Doları	
Çin Yüeni	

- Merkez Bankasının altın rezervlerini artırması piyasadaki güvenilirliğini artırır.**
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
- 6. soruya “Kesinlikle katılıyorum” veya “Katılıyorum” diye cevaplamış iseniz, Merkez Bankasının altın rezervinin miktarı hangi parasal büyüklük karşılığı olmalıdır?**
a) Emisyon b) Rezerv Para c) Merkez Bankası Parası d) Dolaşımdaki Para e) M1
f) Hiçbiri (Bir parasal büyüklüğe bağlanmamalı)

8. İstanbul'da "uluslararası nitelikte bir külçe altın piyasası" kurulmalıdır.
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
9. İstanbul'da "uluslararası külçe altın piyasası"nın kurulması, altın fiyatında TL cinsi bir "price fixing" oluşmasını sağlar.
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
10. Altın, Türkiye'de TL'nin yanında resmi ödeme aracı (Altın Türk Lirası) olarak kullanılmalıdır.
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
11. Türkiye'de 5.000-6.000 ton civarında olduğu tahmin edilen yastık altı altın, altının TL'nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması ile ekonomiye kazandırılabilir.
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
12. Altının Türkiye'de TL'nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması altın ithalatını artırır.
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
13. Altının Türkiye'de TL'nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması enflasyonu düşürür, fiyat istikrarı sağlar.
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
14. Altının Türkiye'de TL'nin yanında resmi ödeme aracı olarak kullanılması iç piyasada dolarizasyonu azaltır.
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
15. Türkiye'de, iç piyasada dolarizasyonun azalması, yurtiçi yerleşiklerin USD işlemlerini azaltmasına neden olacak olması sebebiyle, USD/TRY kurunda volatilitiyi azaltır.
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
16. Dış ticarete, döviz dışında altınla da ödeme yapılabilmelidir.
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum
17. Dış ticarete, altınla da ödeme yapılması, Türkiye'nin altın rezervlerini azaltır.
a) Kesinlikle katılıyorum b) Katılıyorum c) Katılmıyorum d) Kesinlikle Katılmıyorum