

**ÜLKEMİZDE YATIRIM ARACI
OLARAK ALTININ ÖNEMİ VE
ALTIN FİYATLARINI ETKİLEYEN
EKONOMİK FAKTÖRLERİN
TEST EDİLMESİ**

Özlem SOYDAN

(Yüksek Lisans Tezi)

Eskişehir, 1997

T.C.
ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ/

ÜLKEMİZDE YATIRIM ARACI OLARAK ALTININ ÖNEMİ VE
ALTIN FİYATLARINI ETKİLEYEN EKONOMİK FAKTÖRLERİN
TEST EDİLMESİ

Özlem SOYDAN

(Yüksek Lisans Tezi)

Danışman: Doç. Dr. Güven SEVİL

ESKİŞEHİR, 1997

ANADOLU
MERKEZ KUTUPHANESİ

ÖZET

Bu çalışmada altın ve altın borsası incelenmiştir. Türkiye'nin gelişmekte olan bir ülke olarak elindeki kaynakları olabildiğince optimum düzeyde kullanmasının gerekliliği açıktır. Altın, 1970 sonrasında uluslararası parasal sistemdeki önemini kaybetmiş olsa da, bugün hala Türkiye için önemli bir kaynak niteliğindedir.

Çalışmanın birinci bölümünde altın kavramı, özellikleri, para olarak önemi ve dünyada altın arz-talebini etkileyen faktörler ele alınmıştır. Böylece dünyadaki altın arz-talebini etkileyen faktörler ele alınmıştır. Böylece dünyadaki arz-talep yapısının oluşumu hakkında fikir edinilmiştir.

İkinci bölümdeki çalışmanın amacı, ülkemizde yatırım aracı olarak altının yerini ve altın borsalarının önemini incelemektir. Bu bölümde dünya altın borsalarının genel değerlendirilmesi yapılmış ve İAB'daki gelişmeler ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde ise, altın fiyatlarını etkileyen ekonomik faktörlerin analizi ve gelecekteki altın fiyatlarının belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda yapılan çalışma sonucunda İAB'nda oluşan fiyatların İMKB endeksi, gecelik repo, enflasyon ve dolar değişkenleriyle ilişkili olduğu ve bu değişkenlerde meydana gelen değişikliklerden etkilendiği bulunmuştur.

ABSTRACT

In this study, gold and gold exchange were examined. As a developing country, it is clear that, Türkiye had to use her own sources in the optimum level. Gold lost its importance in international monetary system after 1970, but it is still an important source for Türkiye.

In the first chapter of the study golds concept, its properties and importance as money and the factors that are effecting its supply and demand were examined. So the opinion of supply and demand structure in the world was formed.

The aim of the second chapters study is to examine the place of gold as an investment instrument and its importance in the gold exchange. Also in this chapter the general valuation in worlds gold market was made and the developments in İstanbul Gold Exchange (İAB) were taken.

In the third chapter of the study, analysis of the economic factor that are effecting gold prices were made and the gold prices in the future were tried to determined. As a result of this study it is found that, the prices in İAB were very sensitive because of economic variableness and were effecting because of economy politics in the country.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No.</u>
TABLolar	viii
KISALTMALAR	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ALTIN KAVRAMI VE DÜNYADA ALTIN ARZ VE TALEBİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1. ALTIN KAVRAMI VE TANIMLAR	4
2. ALTININ ÖZELLİKLERİ	7
2.1. Üretim Hacminin Sınırlı Olması	7
2.2. Esnek Olmayan Arz Yapısı	7
2.3. Aynı Özelliği Taşıyan Başka Bir Madenin Olmaması	8
2.4. Rezerv Aracı Olması	8
3. ALTININ PARA OLARAK ÖNEMİ	9
4. DÜNYADA ALTIN TALEBİ VE ARZI	13
4.1. DÜNYADA ALTIN TALEBİ	14
4.1.1. Resmi Altın Talebi	16
4.1.2. Özel Altın Talebi	17
4.1.2.1. Endüstriyel Altın Talebi	17
4.1.2.2. Yatırım Amaçlı Altın Talebi	19
4.2. DÜNYADA ALTIN ARZI	22

4.2.1. Altın Üretimi	23
4.2.2. Resmi Sektör Satışları	25
4.2.3. Hurda Altın Arzı	27
4.2.4. Altın Kredisi	29

İKİNCİ BÖLÜM

ÜLKEMİZDE YATIRIM ARACI OLARAK ALTININ YERİ VE ALTIN BORSALARININ ÖNEMİ

1. ÜLKEMİZDE YATIRIM ARACI OLARAK ALTIN VE ALTIN TALEBİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER	33
1.1. Tasarruf Amacıyla Altın Talebi	35
1.2. Spekülasyon Amaçlı Altın Talebi	37
1.3. Merkez Bankası'nın Altın Talebi	39
1.4. Yurtdışı Altın Talebi	41
1.5. Endüstriyel Altın Talebi	45
2. ÜLKEMİZDE ALTIN ARZINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER ..	45
2.1. Altın Madenciliği	45
2.2. Merkez Bankası'nın Altın Arzı	47
2.3. Gayri Resmi Altın İthalatı	48
3. ALTIN BORSASI	50
3.1. ALTIN BORSASI TANIMI	50
3.2. DÜNYADAKİ ALTIN BORSALARININ GENEL DEĞERLENDİRİLMESİ	51
3.2.1. İşlevsel Farklılaşma	51

3.2.2. Piyasaların Örgütlenme Biçimi	55
3.2.3. Altın Piyasalarında Düzenleyici Otoriteler	56
3.2.4. İşlem Sistemi	57
3.2.5. İşlem Birimi	58
3.2.6. Üyelik	58
3.2.7. Külçe/Sikke Altın Standartları ve Borsaya Kotasyon Koşulları	58
3.2.8. Teslimat	59
3.2.9. Saklama Hesapları	60
3.3. İSTANBUL ALTIN BORSASI	60
3.3.1. İAB'nın Kuruluş Amacı	62
3.3.2. İAB'nın Arz ve Talep Yönü	62
3.3.3. İAB'nın İşleyişi ve İşlem Esasları	64
3.3.4. İAB'nın Kurumları	67
3.3.5. İAB'nın Araçları	69
3.3.5.1. Fiziki Altına Dayalı Araçlar	69
3.3.5.2. Altına Dayalı Finansal Araçlar	71
3.3.6. Dünyadaki Uygulamalarla İAB Uygulamalarının Karşılaştırılması	79
3.3.7. Dünyada Oluşan Fiyatlarla İAB'nda Oluşan Fiyatların Karşılaştırılması	80
3.3.8. Altın Borsasının Etkin ve Verimli Şekilde Çalışması İçin Yapılanlar ve Yapılması Gerekenler	82

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ALTIN FİYATLARINI ETKİLEYEN EKONOMİK FAKTÖRLERİN ANALİZİ VE GELECEKTEKİ ALTIN FİYATLARININ BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR

UYGULAMA

1. DÜNYADA ALTIN FİYATLARININ BELİRLENMESİ	85
2. TÜRKİYE'DE ALTIN FİYATLARI	90
3. ALTIN FİYATLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER	93
3.1. Enflasyon	95
3.2. Ekonomik Büyüme Hızı	97
3.3. Döviz Kurları	99
3.4. Reel Faiz Hadleri	100
3.5. Politik ve Ekonomik Durum	102
3.6. Sermaye Piyasaları	103
4. GELECEKTEKİ ALTIN FİYATLARININ BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA	104
4.1. VERİ	104
4.2. YÖNTEM	105
4.3. BULGULAR	105
4.4. UYGULAMANIN SONUCU VE DEĞERLENDİRİLMESİ	107
SONUÇ	110
YARARLANILAN KAYNAKLAR	I-IX
EKLER	X-XXI

TABLÖLAR

<u>Tablo No.</u>	<u>Tablo Adı</u>	<u>Sayfa No.</u>
1	Dünya Çapındaki Ana Piyasaların Altın Talebi	15
2	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Altın Kullanım Alanları	18
3	Yatırım Amaçlı Altın Talebi	21
4	Dünya Altın Arzı	23
5	Dünya Altın Üretimi	24
6	Arz /Fiyat İlişkisi	29
7	Türkiye'de Yapılan Altın İhracatı	44
8	Türkiye'de Tespit Edilen İşlenebilir Altın Madeni Yatakları	46
9	Türkiye'de Kaynaklarına Göre Altın İthalatı	49
10	Döviz Karşılığı Altın Piyasasının Kurulmasından 1995 Yılına Kadar Geçen Dönemde Gerçekleşen Altın İthalatı (KG)	50
11	İAB ve World Spot Ağırlıklı Ortalama Fiyatları (\$)	82
12	Altın Fiyatları (1970-1996)	87
13	Türkiye'de Külçe Altın Fiyatları	92
14	Dış Piyasa Altın Fiyatları	92
15	İAB Altın Fiyatlarıyla İMKB Endeksi, Gecelik Repo, Enflasyon, Dolar Arasındaki Varyans Analizi Tablosu	106
16	Denklemdaki Değişkenler	107

KISALTMALAR

A.B.D.	: Amerika Birleşik Devletleri
Ar. Ra. No.	: Araştırma Raporu Numarası
B.	: Baskı
bkz.	: Bakınız
D.P.T.	: Devlet Planlama Teşkilatı
G.F.M.S.	: Gold Fields Mineral Services
H.M.	: Hazine Müsteşarlığı
İ.A.V.	: İktisadi Araştırmalar Vakfı
İ.M.K.B.	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
K.K.D.F.	: Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu
M.T.A.	: Maden Tetkik Arama
S.	: Sayı
s.	: Sayfa
S.P.K.	: Sermaye Piyasası Kurulu
S.S.C.B.	: Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
T.B.B.	: Türkiye Bankalar Birliği
T.E.B.	: Türkiye Ekonomi Bankası
T.O.B.B.	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
T.P.K.K.K.	: Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu
V.D.M.K.	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
Ya. No.	: Yayın Numarası
Y.	: Yıl
Y.L.	: Yüksek Lisans

GİRİŞ

1980'ler ve sonrasında, dışa açık kalkınma stratejisi izleyen Türkiye'nin karşı karşıya kaldığı sorunların başında sermaye kısıtı gelmektedir. Bu darboğazı aşabilmek için geliştirilen politikaların başında, ülkeye yabancı sermaye girişinin teşvik edilmesi, yurt-içi tasarruf hacminin artırılması ve böylelikle sermayenin birikim sürecinin hızlandırılması yönündeki tedbirler gelmektedir.

Ülkedeki mevcut kaynakların en optimum şekilde kullanılabilmesi, bir başka deyişle verimliliğin artırılabilmesi de kalkınma politikalarının başarısında büyük önem arz etmektedir. Bu anlamda, atıl kaynakların döviz kazandırma ve gelişme potansiyeli yüksek olan sektörlerin canlandırılması için kullanılması, ekonomik büyüme sürecine katkıda bulunacaktır. Piyasa ekonomilerinde kaynakların etkin bir şekilde dağılması ise, karar alıcı birimlerin arasında akışkanlığı sağlayacak piyasaların ve mali sistemin gelişmişlik düzeyiyle yakından ilişkilidir.

Türkiye'nin gelişmekte olan bir ülke olarak elindeki kaynakları olabildiğince optimum düzeyde kullanmasının gerekliliği açıktır. Altın, 1970 sonrasında parasal sistemdeki önemini kaybetmiş olsa da, bugün Türkiye için önemli bir kaynak niteliğindedir.

Bunun başlıca iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, ülkedeki atıl altın stoğunun, yani altın iddiharı'nın 4000 ile 5000 ton civarına ulaşmış olmasıdır. İkincisi ise, yaklaşık 60 milyar dolarlık parasal bir büyüklüğe karşılık gelen bu stoğun varlığına rağmen, altın piyasasının diğer tarafında yer alan ve dış satım potansiyeli yüksek olan kuyumculuk sanayinin kaynak sıkıntısı çekmesidir.

Bu tip aksak bir yapı, hem tasarrufların atıl olarak tutulmasını ve mali sisteme aktarılamamasını içerirken, hem de bu fonların kuyumculuk gibi üretken yatırımlara dönüştürülememesinden doğan "fırsat maliyetini" de beraberinde getirmektedir. Kısacası, ekonominin bu alanında kaynakların verimli bir şekilde kullanılmaması söz konusudur.

Altın iddiharının büyük bir kısmının kırsal kesimde olması, altının yatırım aracı olarak cazibesini koruması ve kuyumculuk sektörünün kaynak ihtiyacı içinde bulunması, altın piyasalarının yeniden örgütlenmesini ve altına dayalı bir fon aktarım mekanizmasının geliştirilmesini gerekli kılmıştır. Sonuçta altın cinsinden fon fazlası olan kesimlerin, fon ihtiyacı olan kesimlerle biraraya gelecekleri mali sistemin hazırlıkları yapılmış ve 26.7.1995 tarihinde İAB faaliyete başlamıştır. Altına Dayalı Piyasaların Yeniden Yapılanmasına ilişkin çalışmalar sadece İAB'nın kurulmasına yönelik olmamış, sistemin diğer parçaları olan altına dayalı bankacılık hizmetleri ve altın rafinerisi içinde gerekli çalışmalar başlatılmıştır. Büyük oranda altın bankacılık hizmetlerinin gerçekleştirilmesi için gerekli altyapı hazırlanmış ve uygulamaya konmuştur. Altın rafinerisinin de Fizibilite Etüdü yapılmış ve yurtdışındaki çeşitli firmalardan öneriler alınmıştır.

Türkiye'de altın alım-satımının serbest piyasa koşulları altında çalışacak örgütlü bir piyasa olarak İAB'nda yapılması, herşeyden önce sağlıklı fiyat oluşumunu sağlamıştır.

Bu araştırma çalışmasında odak noktası olarak, Türkiye'de altın alım-satımına yönelik örgütlü bir borsanın yani İAB'nın ve altın fiyatlarının gelişimi alınmıştır. Altının bugüne kadar herşeyden önce evrensel bir değer taşımış olması ve sadece altın piyasalarında değil aynı zamanda uluslararası sistemin bütününde karşılıklı

bağımlılığın genel bir karakteristik olması, bu araştırma çalışmasında önceliğın dünya altın piyasasına ve altının uluslararası parasal sistemde oynadığı role verilmesinde etkili olmuştur. Bu kapsamda, I. Bölüm'de dünya altın arz-talep dengesi incelenmiş; uluslararası para sistemindeki gelişmelerle altın piyasasının karşılıklı etkileşimi değerlendirilmiştir.

Ülkemizde olduğu gibi dünyada altın borsalarının gündeme gelmesi, ancak uluslararası altın ticaretinin yasallaşmasıyla mümkün olabilmiştir. Bu ise altının mali sistemde azalan rolüyle yakından ilişkilidir. Bu bağlamda, II. Bölüm Türkiye'de altın piyasasının gelişimi, arz-talep oluşumu mali sistemde izlenen politikalar çerçevesinde incelenmesine; dünya altın merkezlerinin gelişiminde rol oynayan ekonomik faktörlerin yanısıra yerel koşulların irdelenmesine ve mevcut piyasaların incelenmesine ayrılmıştır.

Altın borsalarının gelişiminde zamanlararası ve ülkelerarası farklı ekonomik ve siyasi koşulların varolması, farklı deneyimlerin yaşanmasını bu anlamda farklı stratejilerin izlenmesini beraberinde getirmiştir. Bunun için de; tek bir doğru yol söz konusu değildir. Bu kapsamda, dünya altın borsalarının gelişim çizgileri, kurumsal yapıları, üyelik mekanizmaları, işlem özellikleri ve alım-satım konu olacak altın çubuk ve sikkelere ilişkin kotasyon standartları karşılaştırmalı olarak incelenmiş; İAB'nın yasal-kurumsal yapısına ve araçlarına değinilmiştir. Ayrıca İAB ile dünya altın borsaları hem kurumsal yapıları hem de oluşan fiyatlar açısından karşılaştırılmıştır.

Çalışmanın III. Bölümü'nde ise, dünyada altın fiyatlarının belirlenmesi ile Türkiye'de altın fiyatlarının genel seyri üzerinde durulmuş, altın fiyatlarını etkileyen ekonomik faktörler tek tek incelenmiş ve gelecekteki altın fiyatlarının tahminine yönelik regresyon analizi yapılmış ortaya çıkan sonuçlar değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ALTIN KAVRAMI VE DÜNYADA ALTIN ARZ VE TALEBİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1. ALTIN KAVRAMI VE TANIMLAR

Paranın geçirdiği evrim incelendiğinde ekonomi tarihi ile insanlık tarihi arasında sıkı bir ilişki bulunduğu göze çarpmaktadır. “Para, mübadelenin güçlüklerini ortadan kaldırmakta ve mübadeleyi kolaylaştırmaktadır. Değişik toplumlarda değişik mallar para olarak kullanılmıştır. Tütün, deri, hindistan cevizi, boncuk, hatta taş parçaları gibi.”¹ Ama para yerine kullanılan bu mallar, mübadelenin gereği gibi yerine getirilmesi için yeterli olmamış ve sonunda kıymetli madenler bulunmuştur. Kıymetli madenlerin bulunması alışveriş işlemlerinin daha rahat yapılabilmesine imkan tanımıştır. Ayrıca toplumiçi ve toplumlararası ilişkilerin gelişmesinde de etkili olan bu madenler içerisinde hiç şüphesiz en önemlisi altındır.

Altın bir kaynakta, “kendine has parlak sarı renkli, yumuşak ve çok kolay şekil alabilen, dövülebilen, oldukça ağır bir metal”² olarak tanımlanırken diğer bir kaynak ise altını, “parlak sarı rengi, aşınmazlığı, rahat işlenebilirliği yanında az bulunur olmasıyla diğer metaller içinde kolayca ayırt edilebilen değerli bir maden”³ şeklinde tanımlanmaktadır.

¹ HİÇ, Mükerrrem; **Para Teorisi ve Politikası**, 9. B., Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994, s.5.

² Türkiye İş Bankası A. Ş. İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü; **Dünya’da ve Türkiye’de Altın**, İstanbul, 1992, s.2.

³ Maden Tetkik ve Arama Genel Müdürlüğü; **Altın ve Gümüş Envanteri**, Ya. No. 198, Ankara, 1993, s.1.

Günümüzden 4 ila 6 bin yıl önce insanın tutsağı olmaya başlayan altın doğada az bulunduğu için, sonraki çağlarda da önemini hiç bir zaman yitirmemiştir. Zamanla insanlar ellerindeki altını başka mallarla değiş-tokuş ederek ihtiyaçlarını karşılama yoluna gitmişlerdir.⁴

Ama değişim aracı olarak kullanılan altının değişik formlarda olması nedeniyle, büyük zorluklarla karşılaşmıştır. Ticari işlemlerde kolaylık sağlamak için altının ölçülebilir ve tartılabilir hale getirilmesine ihtiyaç duyulmuştur. Zamanla, altını birbirinden tamamen farklı külçe pozisyonlarından çıkarmak amacıyla çeşitli araçlar kullanılarak yassı ve yuvarlak paralar basma yoluna gidilmiştir. Bu şekilde tartılarak veya ölçülerek kullanılabilen mübadele araçları, basılı ve standart hale getirilmiştir.⁵

Tıpkı antik çağlarda olduğu gibi bugünde altın yine zenginliğin simgesi durumundadır. Ancak ekonomi dünyasındaki köklü değişim altını da etkilemiş ve eski zamanlardaki parasal değerini kaybeden maden, sınai işlevini korumakta ve finansal işlevi de giderek büyümektedir.⁶ Günümüzde sınai işlevini koruyan ve finansal işlevi giderek büyüyen altın, uluslararası alım-satım işlemlerinde de ödeme aracı olmuştur. Altının uluslararası alım-satım işlemlerinde Troy ons ve kg gibi ölçü birimleri kullanılmıştır. Halen de kullanılmaktadır.

“Troy ons 31.10 gram ağırlığına karşılık gelirken, 1 kg altın ise 32.15 ons altından oluşmaktadır. Uluslararası alanda ons fiyatı açıklanan altının kg cinsinde

⁴ AĞRALI, Sedat; “Eşsiz Metalin Tarihsel Öyküsü”, **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995, s.11.

⁵ SAĞLAM, Mehmet Hakan; **Dünya Borsalarında Vadeli Altın İşlemleri**, 1. B., Scala Yayıncılık, İstanbul, 1993, s.5.

⁶ “Altına Hücum”, **Capital Aylık Ekonomi Dergisi**, Y. 4 S. 2, Şubat 1996, s.40.

fiyatının tespitinde, ons fiyatı 32.15 ile çarpılarak bulunur.”⁷ Troy ons kullanım dilinde daha çok ons olarak ifade edilmektedir. Ons, tüm dünyada en çok kullanılan ağırlık birimidir. Belirtmiş olduğumuz bu ölçü birimlerinden başka Ortadoğu ülkelerinde kullanılan yerel ölçü birimi Tola bulunmaktadır. Birbirleri cinsinden altının ölçü birimleri aşağıda sıralanmıştır.⁸

1 Troy ons: 31.1038079 gr

1 Kilo : 32.1507425 ons

1 Tola : 11.6638 gr

1 Kilo : 85.7353521 Tola

Troy ons, kg ve tola ölçü birimleriyle ölçülen altının belli bir saflık derecesinin olması gerekir. Bu saflık derecesine altının ayarı denir.

Altının kuramsal olarak değeri 1000’dir. Ama biz altının üzerinde genelde 999,9 (999, 9 ibaresi sözkonusu altının onbinde bir oranında yabancı madde içerdiğini belirtir.) ibaresini görürüz. Yüzde yüz saf altının çekme gücü ve sertliği düşük olduğu için, kullanım alanları sınırlıdır. Bu nedenle, saflık değeri 1000 olan altın yerine 999,9 olan altın tercih edilir. Altının saflığını göstermenin bir diğer yolu da “Kırat” sistemidir.⁹

⁷ ŞENER, Nedim-AKMAN, Vedat; **Altın İstanbul Altın Borsası ve Dünya’daki Örnekleri**, 1. B., Dünya Yayınları, 1994, s.14.

⁸ ŞENER-AKMAN; s.14.

⁹ "Altının Ayarı Nedir?", **Ekonomik Trend Dergisi**, Y. 3, S. 11, s.39.

2. ALTININ ÖZELLİKLERİ

Altın özellikleri nedeniyle değerli bir metal olarak kabul edilmiş ve diğer metallere üstün tutulmuştur. Altını diğer metaller karşısında üstün kılan temel özellikleri aşağıdaki başlıklar altında inceleyebiliriz.

- Üretim hacminin sınırlı olması,
- Esnek olmayan arz yapısı,
- Aynı özelliği taşıyan başka bir madenin olmayışı,
- Rezerv aracı olması.

2.1. Üretim Hacminin Sınırlı Olması

Altını altın yapan özelliklerin başında “sınırlı üretim hacmi” gelmektedir. Dünyada belirli bölge ve ülkelerde bulunan altın yataklarında, sınırlı bir altın rezervi vardır. Rezervlerin yeryüzüne çıkarılmaması halinde, altın arzı yaratacak ya da altın yerine geçebilecek bir maden de bulunmamaktadır.

2.2. Esnek Olmayan Arz Yapısı

Altın arzının, altın fiyatlarında meydana gelen değişikliklere kısa vadede yanıt verebilmesi oldukça güçtür. Fiyat değişikliklerine karşı esnek olmayan altın arzı, sadece bu özelliğinden dolayı birçok madenden ayrılmaktadır. Belli bir üretim kapasitesine sahip olan maden ocaklarında, altın fiyatlarındaki düşüş veya yükselişleri

takip etmek ve fiyatlara bakarak üretim yapmak imkansızdır. Altın arzı, dünya borsalarındaki fiyat değişikliklerinden ancak uzun vadede etkilenmektedir.¹⁰

2.3. Aynı Özelliği Taşıyan Başka Bir Madenin Olmaması

Altının bir başka özelliği de, ikamesi güç maden olmasıdır. “Uğruna savaşlar yapılan ve toplum üzerinde önemli bir yere sahip olan altın; parlak, sarı renkli dayanıklı, korozyona uğramayan, oksitlenmeye karşı dirençli, ısı ve elektrik iletkenliği yüksek, iyi bir yansıtıcı olma gibi özellikleri taşımaktadır.”¹¹

Özetle altın; “paslanmaz, kararmaz ve donuklaşmaz bir yapıdadır. Saf haldeyken yumuşaktır. Bu nedenle kolayca dövülerek şekillendirilebilir. Altın bütün bu özellikleriyle tarih boyunca en değerli metal olarak benimsenmiştir.”¹² Fiziksel ve kimyasal özellikleri incelendiğinde bu madenin, gümüş ve platin gibi madenleri bile geride bıraktığı göze çarpmaktadır. Örneğin, fiyat yönünden altından daha pahalı olan ve genelde sanayide kullanılan platin madeninde, altının sahip olduğu canlılığı ve çekiciliği görebilmek mümkün olmamaktadır.

2.4. Rezerv Aracı Olması

Altının diğer metaller karşısındaki üstünlüklerinden biri de “rezerv aracı” olarak kullanılmasıdır. Bu üstünlük kendini 14. yy.’da bankaların gelişmeye başlamasıyla göstermiştir. Bankaların gelişmesiyle birlikte, altınlar bankalara konmaya ve altını temsil eden emanet makbuzları dolaşımda kullanılmaya başlanmıştır. Banka emanet

¹⁰ SAĞLAM; s.7.

¹¹ ŞENER-AKMAN; s.13.

¹² AĞRALI; s.11.

makbuzları uzun süre yüzde yüz karşılıklı para olarak kullanılmıştır. Ancak sonradan güven sorununu çözmek için devletler altını Merkez Bankalarına vermeye başlamışlardır. Böylece altın dolaşımından tamamen dışlanmıştır.¹³ Birinci Dünya Savaşı'nın ortaya çıkardığı ekonomik problemler sebebiyle 1920'li yıllardan itibaren altın etalon sistemi terkedilmeye başlanmıştır.

Merkez Bankalarının ihtiyat akçesi olarak tuttıkları bazı güçlü paralar daha bir süre talep üzerine altına çevrilebilmiştir. İki dünya savaşı arasındaki dönemde çeşitli ülkelerin paralarının değerini altının sık sık düşürmesi üzerine Merkez Bankaları da yabancı paraları yedek akçe olarak tutmaktan sakınmaya, altını tercih etmeye başlamışlardır.¹⁴

3. ALTININ PARA OLARAK ÖNEMİ

Altının özellikleri altının bir ödeme aracı yani para olarak kullanılmasına neden olmuştur. Altın, önce ağırlıkları resmi mercilerce damgalanmış külçeler halinde bir mübadele aracı olarak kullanılmıştır. Daha sonra sikke olarak doğrudan doğruya para fonksiyonlarını görmüştür.

15.-18. yüzyıllarda yani Merkantalist dönemde altın ülke zenginliğinin, ekonomik gücünün ve refah düzeyinin bir göstergesi olarak kabul edilmiştir. Bu nedenle Merkantalist ekonomi politikaları, bir ülkeye herhangi bir yolla giren kıymetli madenleri ve en başta altını arttırmayı hedeflemişlerdir. 18. yy.'ın sonları ve 19. yy.'ın başlarında hem altın hem de gümüş değişim aracı olarak kullanılmıştır.¹⁵ Ancak

¹³ BULUTOĞLU, Kenan; **Para ve İnsan**, 1. B., Altın Kitaplar Yayınevi, 1984, s.231.

¹⁴ BULUTOĞLU; s.231.

¹⁵ OLALI, Hasan; "Altın ve Altın Piyasaları; Önemi, Temel Problemleri ve Çözüm Önerileri", **Altın ve Türk Ekonomisi Sempozyumu**, Ankara Matbaası, İzmir, 1985, s.50.

gümüş fiyatlarındaki istikrarsızlık nedeniyle, bazı ülkeler dış ödemelerde gümüşü kabul etmemişlerdir. 19. yy.'ın ikinci yarısında gümüş talebi bu nedenle azalmıştır. Bu da, dünya piyasalarında gümüş fiyatını düşürmüştür. Çift metal para sistemi iyi işlememeye başlamıştır. Çift metal sistemi uygulayan ülkelere altın standardı uygulayan ülkelere altın akımı hızlanmıştır.¹⁶

Sanayi toplumunun ortaya çıkması, ulusal ve uluslararası ticaretin daha fazla gelişmesini sağlamıştır. Sonuçta, resmi bir değişim standardına ihtiyaç duyulmuş ve altının sahip olduğu özellikler altının uluslararası bir ödeme aracı olarak kullanılmasını sağlamıştır.

Bu gelişmeler, ülke paralarının belirli bir altın ağırlığı ile ifade edilmesini gerektirmiştir. Örneğin; “1 Osmanlı parası 6.615 gram, İngiliz para birimi de 7.322 gram saf altın değerine eşitlenmiştir. Aradaki fark kambiyo kuru olarak kabul edilmiştir.”¹⁷

Sözü edilen dönemlerden belli bir zamana kadar altın, denge unsuru olmuştur. Dış ödemelerde kısa sürede giderilmesi mümkün olmayan dengesizliklerin ortaya çıkması halinde, ilgili ülkeler arasında meydana gelen altın hareketleriyle denge sağlanmıştır. Altının denge unsuru olarak nasıl kullanıldığını bir örnek yardımıyla açıklamaya çalışırsak;

A ülkesinin ihracatında herhangi bir nedenle artış olduğunda ihracat artışı, ülkeye altın girişinin hızlanmasına neden olacaktır. Bu durum, içeride para arzının artışına

¹⁶ PİRİMOĞLU, A. Baki; **Para Teorisi**, Eskişehir, 1990, s.40.

¹⁷ YILDIRIM, Sevdil; **Türkiye’de Altın Borsası**, SPK Ar. Ra. No. AGD/9123, Ankara, 1991, s.23.

neden olacaktır. Artan para arzı içerde fiyatlar genel düzeyini yükseltecektir. İthalatçı ülkelerde ise, ters yönde bir gelişme olacak ve fiyatlar genel düzeyi gerileyecektir. Çünkü ithalat, bu ülkelerde altın çıkışına dolayısıyla da para arzının daralmasına yol açacaktır. Böylece, A ülkesinin ticari cazibesi azalırken, diğer ülkelerin mallarına talep artışı olacaktır. Sonuçta, dış ticaret dengeleri yeniden kurulacak ve altın stoklarının ülkelerarası dengeli dağılımı da gerçekleşmiş olacaktır.¹⁸

Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra ABD'de altın standardını uygulamaya başlamış ve ABD hükümeti talep edildiğinde bir doları belli miktar altına çevirir hale gelmiştir. Macaristan, Avusturya, Polonya ve Almanya savaş sonrası altın standardını uygulamadan kaldırmışlardır. Bu ülkelerin paraları büyük ölçüde kağıt ya da karşılıksız paralar olduğundan kamu açıklarını finanse edememişler ve karşılıksız para basmayı tercih etmişlerdir. Bu öyle bir ölçekte yapılmıştır ki, paraların çok büyük değer kaybına uğramasına neden olmuştur.¹⁹ Bütün bunlar nedeniyle, 1920'li yıllardan itibaren altın Merkez Bankalarının mahzenlerinde yığılmış ve tek rezerv aracı olarak kalmıştır. Ülkelerde dış borçlarını rezerv paralarla ödeme imkanını elde etmişlerdir.

Birinci ve İkinci Dünya Savaşları süresince altın para standardı uygulanamamıştır. Savaş sonrasında ekonomik yapılar değişmiş, bununla birlikte ülkelerarası nisbi fiyat dengesi bozulmuştur. Nisbi fiyat dengelerinin bozulması ve diğer değişiklikler uluslararası mali sistemin tıkanmasına neden olmuştur. 1934 yılında Amerika yönetimi tarafından dolar/altın paritesi ons başına 35 dolara sabitlenmiş, bunu izleyen dönemde de diğer ülke paralarının ancak dolar üzerinden altına çevrilebilmesi esas alınmıştır. 1944 yılında da 44 ülkenin katıldığı Bretton Woods Konferansı

¹⁸ PAYA, Merih; **Para Teorisi ve Para Politikası**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994, s.27.

¹⁹ PARASIZ, İlker; **Kriz Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1995, s.88.

toplanmıştır. Bu uluslararası parasal sistemde önemli bir dönemin başlamasını sağlamıştır. Konferansta varılan anlaşmaya göre, altının değeri 35 \$ olarak belirlenmiştir. Ayrıca, diğer para birimleriyle dolar arasındaki döviz kuru da her bir para birimi için ayrı ayrı sabitlenmiştir.

Ancak, ABD ödemeler dengesi açıklarının 1958'den sonra çok büyümesi, altın rezervlerinin azalması, ABD'ni dolar enflasyonuna zorlamıştır. Böylece dolar altına göre aşırı değerlenmiş, para kabul edilmeye başlanmıştır. Dolara güvensizliğin arttığı 25 Ekim 1960'da kur 1 ons altın için 40.5 dolara çıkmış ve batılı ülkeler ortak bir stabilizasyon fonu oluşturmuşlardır. Merkez Bankaları bu stabilizasyonu sağlamak için, altın piyasasına çok büyük ölçüde altın sürmek zorunda kalmışlardır. Böylece Merkez Bankaları, rezervlerinin onda birini kaybetmişlerdir. Ancak dolarlarını ABD'de altına çevirmek için oluşan talep o kadar artmıştır ki, artık farklı ve yeni bir sistemin bulunması gerektiği anlaşılmıştır.²⁰ Bunun üzerine 1961 yılında Altın Birliği'ni oluşturan ülkelerin Merkez Bankaları arasında (Fransa hariç) 17 Mart 1968'de Washington Anlaşması imzalanmıştır. Merkez Bankalarının altın alım-satımında kapalı bir döngü oluşturmaları ve birbirleri arasındaki işlemlerde resmi altın fiyatını esas almaları öngörülmüştür.

Ama ABD ödemeler dengesi açıklarının devam etmesi, altın rezervlerinin hızla artması, 1970 yılında ABD'de faiz oranlarının düşürülmesi ve bunun sonucunda da Avrupa'ya önemli dolar akışı, dolar üzerindeki baskıları arttırmıştır. 1971 yılında ABD'nin doların resmi kur üzerinden altına konvertibilitesi tamamen durdurulmuş ve altın gişeleri kapatılmıştır. Böylece altın döviz standardı sistemi ve altının uluslararası para sisteminin temel elemanı olma özelliği ortadan kalkmıştır.²¹

²⁰ OLALI; s.57.

²¹ OLALI; s.58.

Uluslararası Para Fonu'nda 1960'lı yıllarda (1963) uluslararası likidite imkanları daralmıştır. Bunun sonucu olarak gelecekte uluslararası dış ticaretin olumsuz etkilenmemesi, para sisteminin işleyişi ve uluslararası likidite ihtiyaçlarının karşılanması için araştırmalar yapılmıştır. "Uluslararası rezervleri arttırmak için, IMF rezerv pozisyonlarına ek olarak, bunun özel ve daha yaygın kullanışlı bir türü, özel çekme haklarının yaratılması düşünülmüştür."²² Böylece özel çekiş haklarıyla üyeler fonun verdiği kağıt altınla uluslararası rezervlerinde bir azalma olmadan likidite ihtiyaçlarının bir kısmını karşılayabilme imkanına sahip olmuşlardır. 7-8 Ocak 1976 tarihinde ise, artık altının resmi bir fiyatı ortadan kalkmıştır. Bu gelişmeler, altının bir değişim aracı olma işlevini kaybetmesine yolaçmıştır. Ayrıca serbest altın piyasasına yönelik kısıtlayıcı hatta kimi ülkelerde zorlayıcı tedbirlerin aşamalı olarak çıkarılmasına uygun zemin hazırlamıştır. Serbest altın piyasasının ortaya çıkmasından petrol fiyatlarındaki aşırı yükselmesinden sonra altın, uluslararası piyasalarda yatırılabilir fonların ve petrol üreticisi ülkelerde oluşan kaynak fazlasının yöneldiği metal durumuna gelmiştir. Nitekim, dünya altın piyasasındaki Londra, Zürih ve Beyrut gibi merkezler dışındaki diğer altın piyasaları da gelişmiştir. Bu da ancak, 1974'ten sonra gerçekleşebilmiş ve 1980'lerde de hız kazanmıştır.

4. DÜNYADA ALTIN TALEBİ VE ARZI

Uluslararası altın piyasaları arz ve talep durumuna göre dalgalı bir seyir izlemektedir. Arzdaki tıkanıklıklar fiyatların yükselmesine neden olabildiği gibi, talepte meydana gelen değişimler de fiyatların dalgalanmasına yol açabilmektedir. Bu durum dünyada altın arz ve talebinin incelenmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır.

²² BORATAV, Korkut ve Diğerleri, **IMF İstikrar Politikaları ve Türkiye**, 1. B., Savaş Yayınları, 1982, s.71.

4.1. DÜNYADA ALTIN TALEBİ

Bretton Woods sisteminin çökmesi ve altının para sistemi içindeki rolünün sona ermesiyle birlikte insanlar, altının önemini yitirip sıradan bir metal haline geleceğini beklmelerine rağmen altın talebi azalmamış, tam tersine daha da fazla artmıştır. Talepteki artışın nedeni, altının sadece merkez bankalarının ilgi alanı olmaktan çıkıp, uluslararası sermaye piyasalarının da önemli bir ögesi haline gelmesi ve çeşitli sektörlerde endüstriyel kullanımının yaygınlaşmasıdır. Kuyumculuk ve süs eşya üretimindeki yerini her zaman koruyan altın birçok ülkede hem yatırım hem de tasarruf amacıyla alınıp satılmaktadır. Bunun yanı sıra, fiziksel ve kimyasal özelliklerinden dolayı elektronik chip ve devre yapımında, endüstride kullanılan kontrol araçlarında, çürümeye dirençli kimyasal işlem ekipmanlarında ve aşındırıcı nitelikte olan kimyasal maddelerle doldurulacak boru ve kapların iç yüzeylerinin kaplanması da kullanılmaktadır. Ayrıca askeri jet türbin motorlarında, yüksek performanslı roket motorlarında, dişçilikte, madeni para ve madalyon basımında, porselen ve cam yemek takımlarının süslemesinde, binaların iç ve dış dekorasyonunda, kitap süslemeciliğinde ve çeşitli aksesuarların yapımında da kullanılmaktadır.²³

Kullanım alanları çok geniş olan altının talebi de, karmaşık bir yapıya sahiptir. Gelir değişmelerine, fiyat hareketlerine, kârlılık derecelerine ve siyasi konjonktüre bağlı olarak, altın talebinin yapısı belirlenmektedir. Burada dünya altın talebi, resmi altın talebi ve özel altın talebi olarak iki başlık altında ele alınacaktır. 1992-1996 yılları arasında dünya çapındaki ana piyasaların altın talebi Tablo 1'de görülmektedir.

²³ SAĞLAM, M. Hakan; **Türkiye'de Altın Ticareti**, T. C.İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Y.L. Tezi, 1991, s.52.

1994 yılında altına en önemli talep 2.576 ton olarak mücevher işleme sektöründen yaratılmıştır. Bu miktar 1993 yılına göre % 2.3 oranında bir artışa karşılık gelmektedir ki, dünya mücevher işleme endüstrisinin sürekli gelişimini gösteren en önemli bir göstergedir. Aynı yıl elektronik sanayiinden 192 ton, dişçilik sektöründen 64 ton, dekoratif amaçlı altın işleme için 102 ton, sikke ve madalyon basımı için ise 25 ton altın talebi kaydedilmiştir.²⁴

Tablo 1
Dünya Çapındaki Ana Piyasaların Altın Talebi

Gelişmekte Olan Piyasalar	1992	1993	1994	1995	1996
Hindistan	454.3	405.4	415.0	477.2	507.8
Çin	250.0	223.0	224.3	224.0	210.7
Tayvan	191.2	160.6	162.0	160.2	123.3
Hong Kong	56.6	36.4	47.5	43.2	40.4
Tayland	87.0	96.0	124.0	116.0	106.0
Singapur	25.0	21.4	23.9	24.1	20.0
Güney Kore	73.5	90.0	106.0	121.0	125.5
Malezya	22.5	22.4	24.8	29.6	33.6
Endonezya	70.0	80.0	97.0	119.0	129.0
Vietnam	28.0	31.0	35.0	36.0	41.0
Suudi Arabistan	225.0	200.0	174.0	193.1	184.9
B. A.E.	37.0	32.7	33.2	45.5	49.5
Kuveyt	35.0	20.0	25.0	35.1	34.7
Bahreyn	7.0	7.2	7.4	7.7	8.0
Katar	22.5	22.5	22.5	22.6	22.7
Türkiye	128.1	159.9	80.8	139.4	153.0
Latin Amerika	74.0	94.0	97.0	85.0	100.0
Toplam	1786.6	1702.4	1699.2	1876.7	1890.1
Gelişmiş Piyasalar					
İtalya	132.6	112.8	109.4	114.6	108.9
Fransa	42.0	48.9	50.5	52.0	53.0
Almanya	102.2	86.9	80.8	96.3	81.6
İngiltere	34.6	32.9	34.8	39.3	40.0
A.B.D.	282.4	306.1	311.4	327.2	345.3
Japonya	203.1	235.3	228.7	289.6	170.3
Toplam	796.9	822.9	815.6	919.0	799.2

Kaynak: World Gold Council, **Gold Demand Trends**, Mayıs 1997, s.2.

²⁴ AKHAN, Hüsnü; "Altın: Dünya ve Türkiye Gerçekleri ve Bankacılık Sektörü", **Bankacılar Dergisi**, S. 16, 1996, s.38.

Altın talebi 1996 yılında rekor düzeyde artış kaydetmiştir. Bunda fon yöneticilerinin 1996 yıl başına kadar tahvil ve hisse senetleri piyasalarındaki getirilerine alternatif yatırım aracı olarak altın fonlarını göstermeleri etkili olmuştur. Altın madenleri ve hisse senetleri fevkalade bir performans gösterdiğinden pozitif beklentiler külçe altın piyasasına yansımış, teknik olarak uzun yıllardan beri kırılmayan direnç seviyeleri aşılmış ve altın fiyatları 400 \$/Ons üzerinde işlem yaparak geniş yatırımcı tabanının ilgisini çekmeye başlamıştır. Altın piyasasında artan aktivite ile piyasa gurularının yorum ve olumlu beklentileri altına olan ilgiyi daha yaygın ve güncel hale getirmiştir. COMEX borsasında spekülatif işlemler yoğunlaşırken hedge fonları talebi yükseltmiş ve opsiyon piyasaları eski canlılığını kazanmıştır. Bütün bu faktörler altına olan talebin aşırı şekilde artmasını sağlamıştır.²⁵

4.1.1. Resmi Altın Talebi

Dünya altın talebinin etkenlerinden birincisi, resmi altın talebidir. Günümüzde ülkelerin paralarına karşılık altın rezervi oluşturmaları sözkonusu değildir. Fakat yine de toplam altın stoklarının önemli bir kısmı rezerv niteliğinde merkez bankalarınca ve diğer resmi kuruluşlarca talep edilmektedir. Çünkü bu rezervler uluslararası ödemelerde ve kredi almak için karşılık göstermede kullanılabilir. Aynı zamanda altının endüstriyel kullanımının yaygınlaşması da, resmi sektörün altına karşı olan talebinde önemli yer tutmaktadır.

Altın talebini oluşturan etkenlerden birisi olan resmi altın talebi, çeşitli savaflara, uluslararası politik ilişkilere, ekonomileri güçlü ülkelerin faiz politikalarına, bu ülkelerin büyüme ve gelişme durumlarına, dış ödemeler dengesi problemlerine bağlı

²⁵ AYBARS, Ateşan; "Altında Eski Tas Eski Hamam", **Radikal Gazetesi**, 1 Mayıs 1996, s.13.

olarak yıllara göre farklılık göstermektedir. Örneğin, 1982 yılında 85 ton olan resmi altın talebi, 1983-1984 yıllarında Amerika Birleşik Devletleri'nin ekonomik politikaları ve bu dönemde ortaya çıkan savaşlar nedeniyle hiç gerçekleşmemiştir.

4.1.2. Özel Altın Talebi

Dünya altın talebinin etkenlerinden biri de, özel altın talebi yani özel kişilerin altın talebidir. Özel altın talebinin kapsamına, endüstriyel altın talebi ve yatırım amaçlı altın talebi girmektedir. Aslında endüstriyel ve yatırım amaçlı altın talebini birbirinden kesin çizgilerle ayırmak pek mümkün değildir. Çünkü, mücevher üretimi için talep edilen altın endüstriyel altın talebini oluşturduğu halde, bu mücevherleri alan kişilerin amacı sadece takı olarak kullanmak olmamakta, aynı zamanda yatırım amacı da taşımaktadır. Bunun içinde, özel kişilerin elindeki altın stokları düzenli bir şekilde artmamakta, yıllara göre ani iniş ve çıkışlar ortaya çıkmaktadır.

4.1.2.1. Endüstriyel Altın Talebi

Endüstriyel altın talebinin önemli bir bölümünü kuyumculuk sektörü oluşturmaktadır. Bunu sırasıyla, madeni para ve madalyon basımı, elektronik eşya ve dış yapımı izlemektedir.

Altın talep edilen her ülkede mücevherat imalatı da yapılmaktadır. Bazı ülkeler talep ettikleri altını kendi ülkelerinde işleyip mamül mal haline getirirken, bazı ülkelerde mamül mal ihtiyaçlarını bu konuda uzmanlaşmış ülkelere ithal etmektedirler. Gelişmekte olan Türkiye, Hindistan, Suudi Arabistan, Mısır, Brezilya ve Meksika gibi ülkelerde ulusal bir altın imalat endüstrisi bulunmaktadır. Fakat yapılan imalatın ülkelerin gelişmişlik düzeylerine bağlı olarak mücevherat sektöründe

daha yoğun olarak kullanıldığı, diğer sektörlerde daha az kullanıldığı veya hiç kullanılmadığı göze çarpmaktadır. Bunun yanısıra altın kullanım alanları bakımından, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında da büyük farklılıklar söz konusudur. Sözü edilen farklılıkları görebilmek için, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin endüstriyel olarak talep ettikleri altını yıllar itibarıyla ne şekilde kullandıklarının belirlenmesi gereklidir. (Tablo 2)

Tablo 2

Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Altın Kullanım Alanları

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Gelişmiş Ülkeler										
Mücevherat	580.1	665.5	807.4	862.4	875.8	441.1	450.4	442.1	510.4	388.8
Elektronik	117.9	125.8	129.4	138.4	137.4	139.0	143.7	147.9	152.7	159.9
Dişçilik	45.5	48.0	47.6	49.1	51.3	40.0	47.0	45.3	51.4	52.8
Diğer Sanayiler	52.1	53.8	57.1	56.9	56.3	59.0	59.8	57.1	68.3	59.7
Madalyon Satışı	6.5	7.6	7.9	8.5	8.9	9.8	9.9	8.2	9.1	9.0
Para Satışı	170.2	98.5	98.6	99.0	125.5	108.0	112.1	115.0	132.1	129.0
Toplam	972.3	999.2	1148	1214	1255	796.9	822.9	815.6	919.0	799.2
Gelişmekte Olan Ülkeler										
Mücevherat	634.4	866.3	1100	1174	1235	1729	1636	1624	1793	1805
Elektronik	6.1	6.9	7.6	9.4	9.8	11.3	13.4	15.6	18.1	18.7
Dişçilik	2.2	2.5	3.3	3.6	4.0	5.4	6.2	7.0	7.7	7.9
Diğer Sanayiler	4.4	5.4	6.5	8.5	8.9	9.7	12.7	15.9	16.2	17.6
Madalyon Satışı	9.5	11.4	10.9	10.8	14.1	17.5	21.9	26.4	27.9	28.1
Para Satışı	32.4	31.0	36.8	18.7	16.2	13.7	12.2	10.3	14.3	13.2
Toplam	689.0	923.5	1165	1225	1288	1787	1702	1699	1877	1890

Kaynak: World Gold Council; **Gold Demand Trends**, May 1997, Iss. 19, s.2.

Dikkat edilirse mücevherat olarak altına olan talep hızla artmakta ve bu talebin önemli bir kısmı gelişmekte olan ülkelere yönelmektedir. Bu ülkelerde mücevherat talebi ve tasarrufu geleneksel bir tasarruf şekli olarak devam etmekle birlikte gelenek-göreneklere bağlı olarak alınan veya satılan altınlarda büyük çeşitlilikler görülmektedir. Örneğin, gelişmiş ülkelerde altın mücevherat eşyalarının ayarı 8-14 ayar arasında değişirken, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde 14-22 ayar mücevherat eşya imal

edilmektedir. Burada da ayar farklılığının nedeni, gelişmiş ülkelerde altın mücevheratın sadece süs eşyası olarak talep edilmesi, gelişmekte olan ülkelerde ise süs eşyası olmanın yanında yatırım amacı da taşımasıdır.

Kısaca, yıllar itibariyle çok ufak değişiklikler olsa da endüstriyel sektörde kullanılan altının % 80'lik kısmı mücevherat yapımında, % 10'luk kısmı madalyon ve para basımında diğer % 10'luk kısım ise elektronik sanayinde, diş yapımında ve diğer endüstri alanlarında kullanılmaktadır. Altının endüstriyel talebinin yüksek olmasının nedenleri de; altın dışı yatırım araçlarının yeterince gelişmemiş olması veya bu yatırım araçlarının ülke insanı tarafından benimsenmemiş olması, ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik, politik, kültürel farklılıklar olarak sıralanabilir.

4.1.2.2. Yatırım Amaçlı Altın Talebi

Özel yatırım talebinin bileşenlerinden biri de, yatırım amaçlı altın talebidir. Altın olarak kasada tutan kişi, diğer yatırımlardan elde edebileceği faiz veya kârı elde edemez. Buna rağmen insanların altını tercih etmelerinin nedeni, altının çok eski çağlardan beri taşıdığı tek yatırım fonksiyonu olma özelliğinden kaynaklanmaktadır. İnsanlar altını hemen hemen bütün çağlar boyunca “siyasi ve ekonomik kaosa karşı, hiçbir hükümetin iptal edemeyeceği bir sigorta olarak düşünmüşler”²⁶ bu nedenle de sürekli talep etmişlerdir.

İngiltere, Amerika ve Japonya gibi bazı gelişmiş ülkeler belli bir dönem halkın altın alıp satmasını yasaklayarak, sadece endüstriyel alanda düşük ayarlı altın kullanılmasına izin vermişlerdir. Böylece sözkonusu ülkeler, halkın tasarrufunu değerlendirmek için altın ithal edilmesine ve ithal edilecek altın içinde döviz

²⁶ EROLGAÇ, Yılmaz; **Profesyonel Para Yönetimi**, İnkılap Kitabevi, İstanbul, 1993, s.210.

harcanmasına engel olmuşlardır. Zamanla bu yasağı kaldırma gereği duyulmuş, nihayetinde bu yasağı Amerika 1974’de, Japonya 1978’de, İngiltere ise 1980’li yıllardan sonra uygulamadan kaldırmışlardır. Dünya piyasalarındaki yatırımcılar sikke ve külçe olarak altın alabilirler. Yatırımcının altını külçe veya sikke olarak almaya karar vermesi birikim planına bağlıdır. Eğer parasını enflasyona karşı korumak ve kısa zaman aralıklarıyla harcamak istiyorsa, küçük altın birikimlerini sikke olarak yapacaktır.²⁷ Bar ve külçeler daha profesyonel altın yatırımcıları tarafından borsalarda alınıp satılır. Altın piyasalarında düşen ve yükselen fiyatlar karşısında yatırımcının nasıl davranacağını kestirmek güçtür. Kişilerin fiyat değişikliklerine karşı tepkisi, alınıp satılan mal çeşidiyle yakından ilgilidir. Örneğin, fiyatı yükselen bir malı önceden beri talep eden kişi bu talebi fiyatın yükselmesiyle birlikte ya başka bir ikame malı talep edecek, ya da talebini kısıtlayacaktır.

Altın fiyatlarında meydana gelen değişiklikler diğer malların taleplerine göre farklılık göstermekte, yani yatırımcıların altına olan talebini diğer mallardan farklı şekilde etkilemektedir. Bir genelleme yapacak olursak, fiyatların artması altın talebinin artmasına, fiyatların azalması da altın talebinin düşmesine neden olmaktadır. Altından sağlanan getirinin sadece alış ve satış fiyatları arasındaki farkın büyüklüğüne bağlı olduğunu daha önce belirtmiştik. Bu nedenle gelecekte altın fiyatlarının durumu yatırım amaçlı altın talebini belirlemede önemli rol oynamaktadır. Yatırım amaçlı altın talebinin 1987-1996 yılları arasındaki ülkelere göre dağılımı Tablo 3’de görülmektedir.

²⁷ BULUTOĞLU; s.262.

Tablo 3

Yatırım Amaçlı Altın Talebi

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Latin Amerika										
Brezilya	42.3	39.3	92.4	-75.7	14.3	16.3	15.7	16.9	17.0	14.3
Kolombiya	3.0	3.5	3.7	4.1	1.6	1.7	1.5	2.0	2.5	3.1
Venezuela	0.0	0.0	0.6	0.7	1.0	0.8	0.9	1.1	1.4	1.9
Arjantin	0.0	0.0	0.4	0.3	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0
Diğerleri	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Toplam	45.3	42.8	97.1	-70.6	17.0	18.8	18.3	20.1	20.9	19.3
Ortadoğu										
Suudi Arab.ŞYemen	3.5	3.0	23.2	31.0	17.0	11.0	22.3	25.0	24.4	17.1
İsrail	0.8	0.4	0.5	5.0	4.0	4.0	3.0	2.0	2.3	2.8
İran	0.0	0.0	3.0	5.0	4.0	0.0	0.0	0.1	0.5	0.5
B.A.E.	1.0	5.0	2.4	2.8	3.3	3.6	4.1	4.8	5.0	5.9
Türkiye	3.0	2.0	6.5	4.0	2.8	3.1	4.7	5.1	6.8	8.0
Kuveyt	1.0	1.5	1.0	1.0	0.0	0.0	1.0	1.9	2.4	3.1
Irak	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Suriye	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
Lübnan	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Mısır	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.1	1.1
Ürdün	0.0	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.5	0.3	0.5	0.4
Toplam	9.3	13.1	36.6	48.8	31.1	21.7	34.6	40.2	43.1	39.0
Hint Yarımadası										
Hindistan	5.0	5.0	5.0	10.0	23.0	24.1	11.1	13.4	17.9	16.5
PakistanŞAfganistan	5.0	6.0	3.0	3.0	2.5	1.9	4.5	5.5	3.0	3.1
Sri Lanka	5.0	2.0	1.0	0.0	0.5	0.0	1.0	0.0	0.5	0.2
Toplam	10.0	13.0	9.0	13.0	26.0	26.0	16.6	18.9	21.4	19.8
Uzakdoğu										
Japonya	129.0	168.5	119.1	70.5	61.9	72.4	112.7	105.3	131.2	52.0
Tayland	6.0	11.0	46.4	64.8	58.9	52.0	57.9	50.6	59.1	42.2
Vietnam	0.0	3.0	17.0	24.0	27.4	33.7	33.8	38.2	40.9	31.5
Tayvan	73.7	150.5	138.0	53.0	26.0	26.5	29.0	35.5	60.1	41.7
Endonezya	-21.0	11.0	4.0	5.0	-18.0	8.3	9.1	6.1	11.7	7.0
BurmaŞKamboçya	0.0	0.0	2.0	5.0	13.0	11.0	11.8	12.5	14.0	9.3
Hong Kong	-2.0	19.0	30.0	7.0	12.0	17.1	19.2	19.0	21.4	11.0
Güney Kore	6.0	15.0	8.0	5.0	4.5	3.9	3.5	3.1	6.2	4.0
Filipinler	1.0	2.0	1.5	1.0	0.5	0.1	0.0	0.5	0.5	0.0
Singapur	2.0	12.0	5.0	7.8	0.0	0.0	1.0	1.7	2.3	1.9
Malezya	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0
Toplam	194.7	392.0	371.2	243.1	186.2	225.0	278.0	372.5	347.6	200.6
Avustralya	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.5	0.1
Genel Toplam	259.4	461.0	514.0	234.5	260.6	291.7	347.8	352.0	433.5	278.8

Kaynak: World Gold Council, **Gold Demand Trends**, Mayıs 1997, Iss. 19, s.6-9-11.

Altın piyasasında önemli etkileşimler meydana getiren yatırım amaçlı altın talebi potansiyel altın fiyatlarının diğer finansal aktiflerle karşılaştırılması sonucu belirlenmektedir. Altının talebi faiz getirisi olan diğer finansal yatırım araçlarının talebiyle ters orantılıdır. Çünkü, faizlerin yükselmesi durumunda yeni finansal yatırım araçlarına yönelme olacağından altın talebi bundan olumsuz yönde etkilenir. Siyasi ve sosyal gelişmelerde altın talebini etkileyen diğer etkenler olarak ortaya çıkmaktadır.²⁸

Kısaca altın talebi genelde, diğer yatırım araçlarına olan ilginin azalması durumunda artmaktadır. Reel faiz oranlarının çok az gelir sağladığı ve menkul kıymet borsalarına ilginin azaldığı zamanlarda yatırımcılar altına yönelmektedir. Alternatif yatırım araçlarının gelirinin yüksek olduğu zamanlarda ise, yatırımcıların altına olan ilgisi minimum düzeye inmektedir.

4.2. DÜNYADA ALTIN ARZI

Dünyada altın arzının dört temel kaynağı vardır. Bunlar; altın üretimi, hurda altın, resmi sektör satışları ve altın kredisidir. Bu arz kaynaklarının hepsi değişik şekillerde altın fiyatlarını etkilemektedir. İşte bunun içinde arz kaynaklarından her birinin incelenmesi gereklidir.

Diğer mal ve hizmet piyasalarında fiyatlar, genelde arz/talep şartlarına göre belirlenir. Fiyat da arz ve talebi yönlendirir. Ancak, altın fiyatları çoğunlukla arz ve talep şartlarından bağımsız olarak oluşur. Fiyatların yükselmesi gibi talebi ya da fiyatın düşmesi gibi arzı frenleyen durumlarda da arz ve talebin arttığı veya azaldığı görülür.²⁹

²⁸ PARASIZ, İlker-YILDIRIM, Kemal; *Uluslararası Finansman*, 1. B., Ezgi Kitabevi, Bursa, 1994, s.139.

²⁹ OLALI; s.59.

1989-1995 yılları arasında arz kaynaklarından elde edilen altın miktarı ile ortalama altın fiyatları arasındaki ilişki, bu durumu açıkça ortaya koymaktadır. (Tablo 4). Tablodan 1987 yılında fiyatlar artarken toplam arzında arttığı görülürken, 1987'den sonraki yıllarda ise, fiyatlar düşerken toplam arzın artmaya devam ettiği görülmektedir.

Tablo 4

Dünya Altın Arzı

Arz Kaynakları	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Maden Üretimi	1677	1744	1782	1875	1924	1940	2610
Doğu Bloku Satışları	266	425	226	65	175	397	386
Resmi Sektör Satışları	217	—	105	626	475	390	445
Hurda Altın Arzı	360	490	410	445	516	625	550
Yatırımcı Arzı	164	—	241	—	—	100	130
Altın Kredisi	78	5	—	268	200	225	—
Vadeli Satışlar	65	249	51	—	—	—	—
Toplam Arz	2826	2913	2815	3279	3290	3677	4121
Ortalama Altın Fiyatı	436.77	380.59	362.26	354.17	373.84	380.0	387.0

Kaynak: RENÇBER, Halil; **Ekonomi ve Siyasetin Nabzı Borsa**, Eramat Yayıncılık,

1995, s.215 ve 1995 yılına ait değişik dergilerden derlenmiştir.

4.2.1. Altın Üretimi

Dünyanın birçok ülkesinde değişik miktarlarda altın üretimi yapılmaktadır. Güney Afrika, A.B.D., eski S.S.C.B. ve Avustralya altın üretiminde ilk sıradadırlar. Dünya altın üretiminin % 25'i Güney Afrika, % 14'ü A.B.D., % 11' i Avustralya, % 10.6'sı eski S.S.C.B. tarafından gerçekleştirilmekte ve bu ülkeler fiyatlar üzerinde de etkili olmaktadır.

Tablo 5
Dünya Altın Üretimi

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Avrupa	23.2	29.5	32.2	32.4	25.5	25.6	25.5	23.2
Kuzey Amerika								
ABD	201.0	265.5	294.2	300.0	329.1	332.1	331.0	278.3
Kanada	134.8	159.5	167.0	176.7	161.4	153.3	146.1	123.0
Toplam	335.8	425.0	461.2	476.7	490.5	485.4	477.1	401.2
Latin Amerika								
Brezilya	102.2	101.2	84.1	80.0	76.5	75.7	75.4	63.2
Şili	26.7	29.0	33.3	32.5	39.3	38.7	43.1	29.4
Kolombiya	33.4	31.7	32.5	32.2	29.9	26.4	25.5	21.1
Peru	10.0	12.6	14.6	15.1	18.0	27.4	37.8	32.0
Venezuela	20.0	17.1	14.2	13.2	11.7	11.2	13.7	10.1
Bolivya	9.0	11.5	10.4	10.0	7.9	12.1	14.7	11.8
Meksika	10.4	10.8	9.6	8.5	10.4	11.1	14.6	15.0
Ekvator	9.0	11.3	9.3	7.5	8.6	8.1	7.6	7.1
Dominik Cumhuriyeti	6.7	5.5	4.3	4.0	3.6	26.0	80.0	75.0
Diğerleri	7.1	6.2	7.2	7.5	10.0	17.8	19.8	12.5
Toplam	234.5	236.9	219.5	210.5	215.9	254.3	332.2	277.2
Asya								
Filipinler	39.2	38.0	37.2	30.5	27.2	26.8	31.2	27.7
Endonezya	12.3	10.8	13.3	18.4	45.9	52.2	56.3	64.0
Japonya	7.3	6.1	7.3	8.3	8.9	9.4	9.6	7.1
Malezya	3.2	3.0	2.9	2.8	3.5	4.5	4.1	3.6
Güney Kore	4.4	4.9	2.2	2.1	2.0	1.5	1.0	1.1
Toplam	66.4	62.8	62.9	62.1	87.5	94.4	102.2	103.5
Afrika								
Güney Afrika	621.0	607.5	605.1	601.1	614.1	619.5	583.9	993.9
Gana	12.1	15.3	17.3	25.5	33.3	41.4	44.5	48.0
Zimbabve	14.8	16.0	16.9	17.8	19.9	20.7	22.4	23.1
Toplam	647.9	638.8	639.3	644.7	667.3	638.8	650.8	1065
Okyanusya								
Avustralya	157.0	203.6	243.1	234.2	243.5	247.2	256.2	260.1
Papua Yeni Gine	36.6	33.8	33.6	60.6	71.2	61.5	60.6	70.7
Yeni Zelanda	2.5	5.0	6.0	7.5	10.5	11.2	10.6	9.0
Fiji	4.1	4.4	4.1	4.0	3.8	3.8	3.5	2.0
Toplam	200.2	246.8	286.8	306.3	329.0	323.4	330.9	341.8
Batı Bloku Toplamı	1508.0	1639.8	1701.9	1732.7	1815.7	1821.9	1918.7	2211.9
Diğer Ülkeler								
Sovyetler Birliği	280.0	285.0	270.0	242.0	240.1	259.6	249.0	232.0
Çin	78.0	86.0	95.0	110.0	118.0	127.0	130.0	138.2
Kuzey Kore	-	9.5	13.0	13.0	17.0	15.0	14.0	12.0
Moğolistan	9.5	10.0	10.0	10.0	4.0	4.0	4.0	3.8
Doğu Bloku Toplamı	367.5	390.5	388.0	375.0	379.1	405.6	397.0	386.0

Kaynak: SAĞLAM; s.116; RENÇBER; s.216 ve 1995 tarihli dergilerden yararlanılmıştır.

4.2.2. Resmi Sektör Satışları

Altın arzının kaynaklarından biri de, resmi sektör satışlarıdır. Resmi sektör satışlarını gerçekleştiren kuruluşlar, Merkez Bankaları ve Uluslararası Para Fonu (IMF) 'dur.

Altın, merkezi para otoritelerince belli bir alacağın tahsilinde veya bir yükümlülüğün yerine getirilmesi sırasında kullanılmaya hazır olduğu zaman yabancı piyasalarda kullanılabilir bir mali varlık olarak nitelenen bir maldır. Bu nedenle altın stokunda bir değişim o ekonominin mali varlıklarında bir değişim yaratır ve böyle bir değişikliğinde ödemeler dengesine yansıtılması gerekir. Merkez bankaları yabancı para otoriteleri dışında kalan kişilerden altın satın alırsa monetization, tersi işlem olursa yani altın satar ise, bu durumda da demonetization kayıtlarının yapılması söz konusudur.³⁰

Resmi sektör altın satışları 1976 yılından itibaren başlamış ve gittikçe saf metal arzı olarak gelişme göstermiştir. 1976'dan sonra altın fiyatlarını stabilize etmek amacıyla, Amerikan Merkez Bankası hazinesinin 8.500 tonluk saf altın stoklarından bir bölümünü ve Uluslararası Para Fonu da yine altın stoklarının önemli bir bölümünü satışa sunmuştur. Ama sonradan bu uygulamadan vazgeçmişlerdir.

1980'lerin sonuna gelindiğinde gelişmiş ülkeler arasında imzalanan anlaşmalar gereği merkez bankalarının dolar olarak destekleme alımı yapmalarının sonucunda, ülkeler kasalarını Amerikan Doları ile dolu bulmuşlardır. Başta Japonya ve Taiwan Merkez Bankaları olmak üzere birçok ülkenin merkez bankası, kasalarında bulunan dolarları altınla değiştirmeye karar vermiş ve dolarları satın almayı başlamışlardır.

³⁰ KOCAMANOĞLU, Aynur; T.C. Merkez Bankası Ekonomiyi İzleme ve İstatistik Çalışmaları, 1988-1992.

Gelişmekte olan ülkelerin bazıları ise, kendi iç üretimlerinin büyük bir bölümünü satın almaya başlamışlardır. Böylece herhangi bir yabancı döviz gereksinim duymadan, kendi ulusal paralarını kullanarak rezerv oluşturmayı amaçlamışlardır. Brezilya, Filipinler, Peru ve Ekvator bu ülkelerin başında gelmektedir.

Ayrıca bazı ülkelerin merkez bankaları da, ülkelerinde varolan döviz darboğazını veya finansal krizi yenebilmek için kendi üretimlerinin tamamını veya resmi altın rezervlerinin bir bölümünü dünya piyasalarında satışa sunmuşlardır. Örneğin; Irak, girdiği iki savaşı finanse etmek için; Sovyetler Birliği, komünizmden serbest ekonomiye dönüştü, karşılaşılan dar boğazları aşmak için altın satışları yapmışlardır.³¹ Bütün bu nedenlerden dolayı, merkez bankaları tarafından yapılan altın satışları 1992 yılında 599 ton olarak gerçekleşmiştir. Günümüzde de tahmini olarak, 35.000 ton altın merkez bankalarının ve IMF'nin kasalarında depolanmış durumdadır.

Merkez bankaları altını bir ihtiyat akçesi olarak yani, dış ödemeleri ve ulusal parayı desteklemek için bir yedek varlık olarak gördükleri için altın, merkez bankaları tarafından en son kaynak durumundadır. Bazı ülkelerde altının rolü kanunlarla belirlenmiştir. Örneğin İsviçre'de altın rezervi oranı % 40'dır. Yüksek oranda altın rezerv politikası, merkez bankalarının altın rezervlerini yatırım aracı olarak kullanması sonucunda yayılmaya başlamıştır.

1993 yılının başlarında on ile yirmi arasında merkez bankası 466 ton altın tutarında altın "Call" opsiyonu yazmışlardır. Opsiyon sahipleri altın fiyatlarının yükselmesiyle birlikte opsiyon haklarını kullanmışlar ve bu olay, merkez bankalarının beklenmedik şekilde 160 ton altın satmasına neden olmuştur. Aslında büyük olasılıkla

³¹ EROLGAÇ; s.207.

bu opsiyonların çoğu altın satmak amacıyla yazılmamış, ama sürpriz bir şekilde altın satışıyla sonuçlanmıştır. Bu arada altın swap işlemleri merkez bankaları arasında popüler hale gelmiştir. Belli bir süre için altın madeni işletmelerine altın borcu vermek gibi yeni yatırım aracı ortaya çıkmıştır. Böylelikle yeni madenlere açılma şansı verilmiş ve maden firmalarına güvence sağlanmıştır. Fakat Drexel Burnham Lambert adındaki çok miktarda altın borcu olan bir şirketin batmasıyla merkez bankaları vermiş oldukları altın borçlarının zararının farkına varmışlar ve bu yeni pazardan çekilmişlerdir.³²

1995'te altın potansiyel fiyat değerlendirmesini sağlayan parasal ve kıymetli bir tedbir malı olma özelliğiyle kredibilitesini yenilemiştir. Resmi para otoriteleri parasal politikayla ilgili çeşitli nedenlerle üretilen altının % 25'ini elerinde tutmaktadırlar. 1992 yılına kadar altının net satıcısı durumunda olan merkez bankalarının günümüzde de büyük ölçekli satışlarında herhangi bir tehdit bulunmamaktadır. Zaten altın fiyatlarında son yıllardaki zayıflığın temel nedeni varolan altın rezervlerinin düzenli satışından kaynaklanmaktadır.³³

4.2.3. Hurda Altın Arzı

Altın arzının bileşenlerinden bir diğerini de, hurda altın arzı oluşturmaktadır. Hurda altın deyiminin kapsamına kullanılmış, hatıra ve sanatsal değeri olmayan altın eşya veya paralar girmektedir. Hurda altınlar son kullanıcılar tarafından kuyumcu ve sarraflara arz edilir. Daha sonra eritilip külçe haline getirilir ve rafinaj işlemine tabi tutulur. 24 ayar standart altın külçesi haline getirildikten sonra da, tekrar altın piyasalarına arz edilir. Böylece altın iddiharının çözülmesi gerçekleşmiş olur.

³² ŞENER-AKMAN; s.57.

³³ CHU, J. Franklin; "The golden rule: Gold, Inflation and monetary policy", **Bankers Magazine**, Vol:178 Iss: 2 , 1995, s.16.

Arz kaynakları arasında fiyat elastikiyeti en yüksek olan, hurda altın arzıdır. Kişiler fiyatların yükselmesi durumunda ellerindeki altınları satmayı, fiyatların düşmesi durumunda ise, beklemeyi tercih ederler. Fakat her zaman aynı etkiler sözkonusu değildir. Bazı zamanlarda fiyatların daha da yükseleceğini bekleyen kişiler ellerindeki kullanılmış altını satmadıkları gibi altın taleplerini de arttırabilirler. Altın satma kararını kişiler kendi istekleri doğrultusunda verirler. Ama ülkede yaşanan ekonomik, politik ve siyasi olayların etkisi altında da kalabilirler.

Hurda altın arzı, üretim ve arzın üzerinde olan altın talebinin altın piyasası fiyatları üzerinde yapacağı baskıyı hafifletici bir rol oynamaktadır. Böylece fiyatların daha da artmasını önleyerek, hurda altın arzı otomatik bir düzenleyici görevi üstlenmektedir.³⁴

Fiyatların hurda altın arzı üzerindeki etkisini ve hurda altın arzının da fiyatları düzenleyici etkisini anlayabilmek için, yıllara göre ortalama altın fiyatlarını ve bu yıllarda gerçekleşen hurda altın arzının miktarlarını incelemek gereklidir.

Dünya piyasalarında 1980-1995 yılları arasında gerçekleşen ortalama altın fiyatları ve hurda altın arzının miktarları Tablo 6'da görülmektedir.

1980 yılında ons fiyatının 612 dolara yükselmesi hurda altın arzının 493 tona yükselmesine, ons fiyatının 1981'de 459 dolara düşmesi hurda altın arzının 244 tona gerilemesine neden olmuştur.

³⁴ PARASIZ-YILDIRIM; s.142.

Tablo 6
Arz/Fiyat İlişkisi

Yıllar	Ortalama Ons Fiyatı \$/Ons	Hurda Altın Arzı (Ton)
1980	612.74	493
1981	459.75	244
1982	375.80	243
1983	424.12	294
1984	360.36	291
1985	317.18	317
1986	367.94	490
1987	446.07	432
1988	436.77	351
1989	380.79	360
1991	362.26	410
1992	343.90	445
1993	359.80	516
1994	384.75	625
1995	384.42	550

Kaynak: SAĞLAM; s.132'den ve 1995 yılı ekonomi dergilerinden derlenmiştir.

4.2.4. Altın Kredisi

Altın arzı üzerinde etkili olan bir diğer faktör de, altın kredisidir. Altın kredisi, bir kuruluşun başka bir kuruluşa fiziki altın cinsinden borçlanmasıdır. Altın kredisi alan kuruluşlar, genellikle, altın mücevher imalatçıları, ihracatçıları, toptancıları ve perakende satış yapan kuyumcular olmaktadır. Altın kredisi veren kuruluşlar ise, genellikle altın portföyüne sahip bankalar, altın konusunda çalışan finans kurumları ve ülke merkez bankalarıdır. Krediyeye konu olan altın ise, uluslararası standartta olan, genellikle uluslararası geçerliliğe sahip bir sertifika eşliğinde alınıp satılan 24 ayar külçe altınlardır. Kredi süresi sonunda borçlanan kuruluş borcunu, fiziki altın cinsinden ödeyebildiği gibi, spot piyasalarda altının o günkü değerinin karşılığını da

ödeyebilmektedir.³⁵ Ticari bankalar 3 veya 6 aylık dönemler için merkez bankalarından borçlandıkları altınları, küçük bir faiz ilavesiyle altın üreticilerine borç olarak vermektedirler. Böylece altın üreticisi şirketlerin dönemsel ihtiyaçları karşılanmaktadır.

Genellikle fiyatların düşme beklentilerinin ağırlık kazandığı dönemlerde, altın üreticisi şirketlerin kredi taleplerinde önemli bir artış görülmektedir. Altın üreten şirketler ticari bankalardan kredi almakta ve kısa dönem içinde piyasaya çıkacak olan altınlarını daha yeryüzüne çıkmadan paraya çevirebilmektedirler.³⁶ Altın üreticisi şirket altın kredisi alarak borçlandığında, diğer borçlanma şekillerine göre daha az faiz ödeme şansını elde etmekte ve ons fiyatında meydana gelebilecek ani fiyat değişikliklerine karşı kendini korumuş olmaktadır. Yılda 15 ton altın üreten bir maden üreticisi üretim gerçekleşene kadar altın fiyatlarının düşeceğini düşünürse yıl içinde üreteceği altınları, düşük fiyatla satma riskiyle karşılaşmak istemediğinden herhangi bir ticari bankadan 15 ton altın kredisi kullanma yolunu seçecektir. Bankadan aldığı altınları da, vadeli veya spot piyasada paraya çevirerek gelecekte ortaya çıkabilecek fiyat düşüşlerinden kendini korur ve yıl içinde üreteceği altınlarla, bankaya olan kredi borcunu öder.³⁷

Ama her zaman bu yararlar sağlanamayabilir ve üretici bazı olumsuz durumlarla karşı karşıya kalabilir. Örneğin, üretici fiyatların düşmesini umarken fiyatlar aniden yükselebilir ve üretici bu yükselişten faydalanamaz. Kâr etmeye çalışırken zararlı duruma düşer veya altın üreticisi üretmeyi düşündüğü miktarda altını üretemez sonuçta da bankaya olan borcunu ödemek için, spot piyasadandan altın almak zorunda kalabilir.

³⁵ HOŞGÖR, Raşit; "Türkiye'de Altın Mücevher Sektörü ve Altın Kredisi Uygulamasının Türkiye Ekonomisine Yapacağı Katkılar", **Türkiye'deki Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması**, İ.A.V., İstanbul, 1993, s.71.

³⁶ SAĞLAM; s.143.

³⁷ COMMINS, Kevin; **Gold Futures**, Probus Publishing Company, Illinois, 1990, s.53.

1995 başında GFMS'in yıllık araştırması fiziksel altına olan talebin benzeri görülmemiş düzeylerde olduğunu ortaya koymuştur. Tarihsel olarak, altın stokları külçe fiyatının en az 2 veya 3'e bir oranında hareketlenmiştir. 1994 yılında artan biçimde, maden şirketleri tarafından altın ödünç alınmıştır. Ödünç altın alan maden şirketleri ödünç verenlere gelecekteki üretimlerinden ödemeyi umarak aldıkları fiziksel altını pazar fiyatlarına satmışlardır. Böylece maden şirketleri altın fiyatında herhangi bir düşmeye karşı kendilerini korumuşlardır.³⁸ Karşılaşılan olumsuzluklara rağmen, altın kredisi merkez bankalarının kasalarında atıl olan altınların değerlendirilmesi ve üreticilere düşük faizli borçlanma imkanları sağladığı için, finans çevrelerinde kabul edilmiş durumdadır. Gelecekte altın kredisi şeklinde borçlanmanın daha da yaygınlaşacağı beklenmektedir.

Günümüzde, İsviçre, ABD, İngiltere, İtalya ve pek çok ülkede bankalar altın cinsinden kredi vermektedir. Bu konuda faaliyet gösteren bankalar arasında, Swiss Bank Corporation, Union Bank of Switzerland, Credit Suisse, Republic National Bank of New York, Citibank başlıcalarıdır. Büyük İtalyan kuyumculuk firmaları, İsviçre'de altın ve saat konusunda çalışan büyük kuruluşlar, günümüzdeki büyüklüklerine ulaşmalarını İsviçre bankalarından altın kiralayabilmelerine yani altın kredisi alabilmelerine borçludurlar. Öte yandan ABD'de 1980'li yıllarda büyüyen mücevher fabrikalarının büyümelerinde ABD'deki bankalardan altın kiralamaları çok önemli bir rol oynamıştır. Altın kiralamanın giderek önem kazanması nedeniyle Financial Times Gazetesi her gün altın kiralama hadlerini (gold lending rate) yayınlamaktadır.³⁹

³⁸ BRIMELOW, John; "Gold", *Forbes*, Vol: 157 Iss: 3 (Feb 12, 1996), s.180.

³⁹ HOŞGÖR; s.71.

İKİNCİ BÖLÜM

ÜLKEMİZDE YATIRIM ARACI OLARAK ALTININ YERİ VE ALTIN BORSALARININ ÖNEMİ

Dünya ekonomisinde olduğu gibi altın, Türk ekonomisi içinde çok uzun bir geçmişe sahiptir. Bugüne yüzyıllardan beri değişik roller üstlenerek gelen altın, Anadolu mirasının ayrılmaz bir parçasıdır. Türkiye'de altının geleneksel talebi enflasyona karşı korunmayı sağlayan paraya kolayca çevrilebilen yatırım araçlarının yokluğundan kaynaklanmıştır. Osmanlı İmparatorluğu'nun gerileme döneminde Balkan'lar ve Orta Doğu'da her seferberlik kaybında Kırım ve Kafkasya'dan, Arabistan ve Bulgaristan'dan, Romanya, Hersek ve Yunanistan'dan binlerce ailenin muhacir olarak Anadolu'ya göçleri sırasında birikimlerini altın olarak getirmeleri de halkın altına olan güvenini desteklemiştir.⁴⁰

1980'lerde Türk ekonomisinde yapısal bir değişiklik başlamış ve bu yapısal değişiklik 24 Ocak kararları olarak adlandırılmıştır. 24 Ocak kararları altın için de bir dönüm noktası olmuştur. Uygulamaya konan sıkı maliye politikası altının yurt-içi talebini daraltmış, ülkeden altın çıkışının yaşanmasına neden olmuştur. Alternatif yatırım araçlarının getiri oranlarının düşmesi 1983 yılında altın talebini yeniden canlandırmıştır. Ama, altın ithalat ve ihracatının kambiyo rejimindeki kısıtlamalar nedeniyle yasak olması altının çok yüksek karlarla kaçak olarak alınıp satılmasını sağlamıştır. "Karaborsa az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde görülen bir olgudur. Bu ekonomilerde otoritelerin dış ticaret ve döviz işlemleri üzerine herhangi bir kısıtlama koymaları, karaborsanın doğmasına yol açabilir. Otoritelerin, dış işlemler sonucu elde edilecek döviz öncelikle ülkenin kalkınma stratejisinde belirlenen amaçları sağlamak üzere kullanmak istemeleri, dış ticaret ve sermaye hareketlerine çeşitli

⁴⁰ T.E.B.; **Gold In Turkey**, s.3-4.

kısıtlamaların konulmasına yol açabilir. Örneğin, "lüks" olarak kabul edilen bazı malların veya altın gibi değerli madenlerin ticareti yasaklanabilir veya kısıtlanabilir." ⁴¹ Türkiye'de de 1984 yılından sonra bu yaşanmıştır. Altın karaborsaya düşmüştür. Sonuçta, yıllarca karaborsa sistemine bağlı olarak işleyen ve ihmal edilen altın piyasasının sahip olduğu potansiyelin ekonomiye kazandırabileceklerinin oldukça fazla olduğu ortaya çıkmıştır.⁴²

1. ÜLKEMİZDE YATIRIM ARACI OLARAK ALTIN VE ALTIN TALEBİNİ OLUŞTURAN FAKTÖRLER

Türkiye'deki altın talebinin kaynaklarıyla dünya altın talebinin kaynakları özde benzeşmektedir. Fakat bunların tüketim şekilleri Türkiye'de farklı, dünyada farklı olarak gerçekleşmektedir. Tüketim şekillerinin farklı olarak ortaya çıkması, ülkelerin sosyal, ekonomik ve kültürel gelişmişliklerindeki farklılıklardan ve kalkınma farklarından kaynaklanmaktadır.

Osmanlı İmparatorluğu zamanında genelde altın para bütçenin temel gelirlerini oluşturmaktaydı. Yani, üst tabaka olarak adlandırabileceğimiz devlet ile ticaret ve bürokrat sınıfı dışında, halkın altın talebi çok azdı. Toprak mülkiyeti devlete ait olduğu özel mülkiyet şeklinde olmadığı için, zaman içerisinde altın serveti saklamanın tek geçerli yolu haline gelmiştir.⁴³ Böylece altın, Türk halkının geleneksel yatırım aracı haline gelmiştir.

⁴¹ İSKENDEROĞLU, Lerzan; **Money Demand-Currency Substitution In Turkey: A Dynamic Model Approach**, Ankara, 1989, s.3.

⁴² T.E.B.; s.5.

⁴³ PERE, Nuri; **Osmanlılarda Madeni Paralar**, Doğan Kardeş Matbaacılık Sanayii A.Ş., İstanbul, 1968, s.9.

Gelir düzeyi düşük olmasına karşılık Türkiye’de altın sahipliğinin yaygınlığı biraz da 1980’li yıllara kadar negatif faizden kaynaklanmıştır. Halk negatif faizlere karşı altını bir alternatif yatırım olarak kullanmış ve tasarruflarını enflasyon karşısında korumaya çalışmıştır. Altın fiyatlarındaki artış da buna olanak vermiş ve yıllarca Türkiye’de altın en temel yatırım aracı özelliğini korumuştur. 1980’lerin başında pozitif faize dönülmesi, daha sonra yatırım araçlarında meydana gelen çeşitlilik ve döviz taşımanın yasak olmaktan çıkarılması, altını önemli ölçüde yatırım aracı olmaktan çıkarmıştır.⁴⁴ Fakat yine de altına olan talep azalmamış, artmaya devam etmiştir. Talebin büyümesi de Türkiye’nin dünyanın en önemli altın ithal eden ülkelerin başında gelmesini sağlamıştır. 1993 yılında Türkiye’nin altın talebi 160 ton’a ulaşmıştır.

Önceleri sikke ve mücevher olarak altın yatırımcısı tarafından talep edilen altın, fiyatların sürekli arttığı ortamlarda yatırımcı için iyi bir koruma aracıydı. Ama alternatif yatırım araçlarının ortaya çıkması ve bu araçların enflasyonun üzerinde getiri sağlaması altın talep eden kişilerin taleplerinin yönünün belirlenmesi gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Özellikle son yıllarda yaşanan teknolojik gelişmeler altın talebinde yeni yaklaşımları beraberinde getirmiştir. Ülkemizde altın talebini oluşturan faktörleri; tasarruf amacıyla altın talebi, spekülatif altın talebi, Merkez Bankasının altın talebi, yurtdışı altın talebi, endüstriyel altın talebi başlıkları altında inceleyebiliriz.⁴⁵

⁴⁴ “Altın Mücevher Sektörünün Büyük Atağı”, **Yeniüzyıl Gazetesi**, 26 Temmuz 1995, s.12.

⁴⁵ DİKMEN, Orhan; **Türkiye’de Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması**, İ.A.V., İstanbul, 1993, s.11; ŞENER-AKMAN; s.31.

1.1. Tasarruf Amacıyla Altın Talebi

Ekonomik sistem nedeniyle tasarruf amaçlı altın talebi Osmanlı İmparatorluğu dönemine kadar uzanmaktadır. Ülkemizde, altının tasarruf ve sigorta amaçlı olarak biriktirilmesi çok eskilere dayanmakta ve şu an halkın elinde bulunan altın miktarının beş bin ton civarında olduğu tahmin edilmektedir.

Türkiye’de tasarruf amaçlı altın talebi geleneksel ve geleneksel olmayan özellikler taşımaktadır. Geleneksel talep, kırsal kesimin talebinden oluşmakta ve hediye, çeyiz, başlık parası olarak verilmesi, hasat gelirlerinin değerlendirilmesi olarak sıralanmaktadır. Geleneksel olmayan talep ise, kentsel kesimin altın talebinden oluşmaktadır.

1970’li yılların ilk bölümünde halkın refah düzeyinin artması tasarruf amaçlı altın talebinin yükselmesine neden olmuştur. Artan talebin büyük bölümü kırsal kesim tarafından gerçekleştirilmiştir. Kırsal kesimde altın talebi gelenekler, bankacılık olayının bu kesimde gelişmemiş veya etkinliğinin düşük olması gibi nedenlerle 1970’li yıllarda daha yoğundu. Aynı dönemde kentlerde yaşayanlar, kırsal kesime nazaran tasarruflarını değerlendirme açısından daha şanslıydılar. Çünkü, döviz, banka mevduatı, altın gibi alternatif yatırım araçlarından en kârlısını seçme şansına sahiptiler.⁴⁶

Alternatif yatırım araçlarının yokluğu döneminde çok hızlı artış gösteren altın fiyatları enflasyondaki nispi düşüklüğe de bağlı olarak getirisi en yüksek yatırım aracı olmuştur. Talep edilen altının şekli de, işçilik maliyetleri yüksek olan zincir ve bilezik

⁴⁶ ÜLKEN, Yüksel; “Tasarruf Aracı Olarak Altın”, **Altın ve Türk Ekonomisi Sempozyumu**, Ankara Matbaası, İzmir, 1985, s.35.

değil, işçilik maliyeti düşük olan cumhuriyet altını şeklinde olmuştur. İç piyasada kentsel kesimdeki tasarruflarında altına yönelmesiyle yurt içi talep ve dünya fiyatlarının üzerine çıkan iç fiyatlar nedeniyle Türkiye'ye gayri resmi altın girişi artmıştır.

1980'li yılların ilk üç ayına kadar altın daha çok tasarruf amacıyla talep edilmiştir. Fakat daha sonraları uluslararası piyasalardaki gelişmeler, yükselen faizler ve alternatif yatırım araçlarının artması ve büyük şehirlere göç olayı tasarrufların değerlendirilme biçimlerini etkilemiş Türk halkı daha ucuz olan düşük ayarlı ve gramajlı mücevherat eşyalarını satın almaya yönelmiştir. Talepteki bu değişim sektör genelinde etkisini göstermiş ve altın imalathanelerinde 22 ayar klasik altın mücevherat yerini 14 ve 18 ayar altından üretilen Avrupa standartlarında modern takıların üretimine bırakmıştır. Günümüzde Türk insanı, moda ve zevk faktörünü ön planda tutarak işçilik oranı oldukça yüksek altın takıları talep etmektedir.⁴⁷

Devlet Planlama Teşkilatı'nın 1992 yılında yaptığı "Türk Aile Yapısı" araştırması tasarrufların değerlendirilme biçimleri konusunda değişik sonuçlar ortaya koymakta ve şimdiye kadar anlatılanları desteklemektedir. Araştırmaya göre, Türk halkının % 31'i tasarruf yapabilir durumdadır. Yapılan tasarrufların % 22.18'lik bölümü gayrimenkul alımı şeklinde gerçekleşmektedir. Yatırım araçlarından altın, tasarruf sahipleri tarafından % 8.16'lık payla en çok seçilen ikinci yatırım aracı olmaktadır. Tasarruf yapabilenlerin içinde altın alanları kırsal kesim ve kentsel kesim olarak ayırırsak, altın talep edenlerin büyük çoğunluğunun kırsal kesimde değil, kentsel kesimde yaşadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca araştırmada, altına yatırım yapanların büyük kısmının yükseköğretim mezunu olduğu ortaya konmaktadır.⁴⁸ Ayrıca 1992 yılında Dünya Altın Konseyi tarafından yapılan anket çalışması da DPT'nin yaptığı araştırmayı destekler

⁴⁷ "Sarıkoz Süs Bebeği Oldu", *Ekonomist Dergisi*, (5 Nisan 1992), s.23.

⁴⁸ Devlet Planlama Teşkilatı, "Türk Aile Yapısı Araştırması", 1992.

niteliktedir. Araştırma 12 aylık bir çalışmanın ürünü olup, bu zaman içerisinde hanehalkının % 38'inin altın satın aldığı ve kentsel tüketimin kırsal kesime kıyasla 2 kat daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Seçilen örneklem üzerinde yapılan araştırmada, altın alımında ortalama 135 ABD doları harcama yapıldığı erkeklerin kadınlardan daha fazla tüketim eğilimine sahip olduğu vurgulanmıştır. Bu tutarın % 2'si altın çubuk, % 17'si sikke şeklinde tasarruf amaçlı talepten oluşmaktadır. Yine aynı araştırmada, altına yatırılacak para tutarının, toplam gelirin % 7'siyle öncelik sıralamasında gayrimenkul alımı, mevduat olarak yatırma ve ev eşyası alımından hemen sonra geldiği ortaya konmuştur.⁴⁹

Tasarruf yapanların içinde altına yatırım yapanların toplumun büyük çoğunluğunu oluşturması, Türk halkının tasarruf aracı olarak altına düşkünlüğünün bir göstergesidir. Bugün toplumun % 80'inin elinde altın bulunması Türk halkıyla altın arasında varolan ilişkinin bir sonucudur. Türk halkının elinde bulunan altın dünya altın stokunun yaklaşık % 5'ini oluşturmaktadır. Son yıllarda tasarruf amacıyla yapılan altın talebinde, repo, döviz, borsa gibi alternatif yatırım araçlarının yüksek getiri sağlaması ve ekonomide yaşanan makro düzeydeki dengesizliklerin gelirler üzerinde yarattığı azaltıcı etki nedeniyle, eskiye oranla düşüşler görülmektedir.

1.2. Spekülasyon Amaçlı Altın Talebi

Türkiye altın piyasasının kendine özgü şartları gereği, spekülasyon amaçlı altın talebi, çok yüksek olmamıştır. Zaten spekülasyon amaçlı altın talebinin geçmişi de çok uzun değildir. Bu amaçla altın talebi 1970'li yıllardan sonra artmış ve uluslararası alanda meydana gelen politik, ekonomik ve sosyal gelişmeler karşısında dalgalanmalar

⁴⁹ Dünya Altın Konseyi, "Altın Talebi Araştırması", 1993.

yaşanmıştır. Daha çok politik değişikliklerde altın fiyatları ani yükselişler göstermiştir. Tabii ki bu durum spekülâtorlerin ilgisini çekmektedir.

Türkiye’de altın fiyatlarındaki dalgalanmalar genelde çok büyük olmadığı için, spekülâtif amaçlı altın talebi yoğun değildir. Bu olayın iki nedeni vardır. İlki, altın piyasasına çok sayıda kuyumcunun hakim olması sonucunda piyasanın oligopol niteliği taşımasıdır. Uluslararası alanda büyük çapta hareketlenmelerin olmaması durumunda, sürekli enflasyonun Türk Lirasında yarattığı sürekli değer kaybı, altın fiyat artışlarını istikrarlı hale getirmektedir. İstikrarlı artışlar, altın için yapılacak her türlü yatırımda riski asgariye indirmekte ve bu da spekülâtif amaçlı talebi önlemektedir. Spekülasyonu önleyen ikinci nedense, altın fiyatlarının çok değişik etkenlerin etkisi altında olması karşısında, dünyadaki her türlü gelişmelerin ve borsaların çok yakın izlenmesi gereğini zorunlu kılmasıdır. Fakat altın piyasasındaki dar oligopol çevrenin zaman zaman özellikle Cumhuriyet altını üzerinde spekülasyona girdikleri, Darphanenin altın basımındaki gecikmelerde ortaya çıkan ve arz yetersizliğinden kaynaklanan spekülasyon ortamından yararlandıkları görülmektedir.⁵⁰

Son yıllarda bankaların külçe olarak spekülâtif amaçlı olarak değerlendirilebilecek altın arzları Türk halkının geleneksel altın talebi karşısında istenen başarıyı gösterememiştir.⁵¹ Banka külçelerinin fiyatlarının serbest piyasadaki külçelerin fiyatlarından yüksek olması bu başarısızlığın en önemli etkenlerinden biridir. İAB’nın kurulması ve faaliyete geçmesiyle birlikte spekülâtif altın talebinde artış görülmüştür. Zaten günümüzde ve son yıllarda yaşanan yüksek enflasyon spekülâtif amaçlı olmasa da altın talebini arttırmaktadır. Türk halkının, İMKB’na

⁵⁰ ÜLKEN; s.36.

⁵¹ AKMAN, Murat; "Altın Varlığının Harektlendirilmesi", **Türkiye’de Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması**, İ.A.V., İstanbul, 1993, s.39.

yeterince güven duymaması ve yapılan işlemler hakkında fazla bilgi sahibi olmaması, tasarruf konusunda eski alışkanlıklarına geri dönmelerinin nedeni olarak gösterilebilir.

1.3. Merkez Bankası'nın Altın Talebi

Dünyada altının parasal sistemde oynadığı rol, cumhuriyet döneminde altın ticaretinin Türkiye'de kısıtlanmasına yol açmıştır. İç piyasada gerçekleşen altın talebi yurt dışından getirilen altın ile karşılanmıştır. Çünkü, Türkiye tam anlamıyla altın üreticisi bir ülke değildir. Resmi bir altın piyasasının olmaması ve ithalat-ihracatta belli yasaklamaların uygulanmış olması, altın kaçakçılığını gündeme getirmiştir.⁵²

24 Ocak Tedbirleriyle 1980'li yıllarda değiştirilen kambiyo rejimiyle döviz kurlarının kısmende olsa, serbest olarak belirlenmesi altın konusunda da liberalizasyona gitmeyi gerekli kılmıştır. Nihayet 29 Mart 1982 tarihinde yapılan yasal düzenlemeyle altın ihracatı serbest bırakılmıştır (30 Sayılı Karar). İhracata ve ithalata yeni kolaylıklar getirilmiştir. Bu düzenlemeyle Merkez Bankası altın ithal etme yetkisini kendi bünyesinde toplamıştır. 15 Aralık 1984 tarihinde Merkez Bankası tarafından yayınlanan bir genelgeyle, 17 Aralık 1984 tarihinden itibaren 50 gr'dan 1 kg'a kadar değişen ağırlıklarda külçe altın satışına Merkez Bankası başlamıştır. Satışa sunulan altının fiyatı, Zürih Borsası ve diğer uluslararası borsaların altın fiyatlarıyla doların resmi kuru dikkate alınarak oluşturulmuştur. Fakat oluşturulan fiyat dünya altın fiyatlarının ortalamasından düşük kalmış ve bankanın önünde uzun kuyruklar oluşmasına neden olmuştur. Altının resmi ticaretinin sözkonusu aksaklıklar nedeniyle başarıya ulaşamamış olması yeni birtakım düzenlemeleri gündeme getirmiştir. Yeni

⁵² ÖZBAY, Remzi-YILDIRIM, Sevdil; **Türkiye'de Altın Piyasalarının Yeniden Yapılanması Çerçevesinde Yeni Mali Araçlar, Kurumsal ve Yasal Düzenlemeler**, S.P.K., Nisan 1994, s.6.

düzenlemeye göre, Türk lirası karşılığında halka külçe altın satımı uygulamasına 20 Şubat 1989'da Resmi Gazete'de yayınlanan T.C. Merkez Bankası Genelgesiyle son verilmiş, 10 Nisan 1989'da TCMB Döviz Karşılığı Altın Piyasası resmen çalışmasına başlamıştır.⁵³

Merkez Bankası altın piyasasına sunduğu altınları altın konusunda uluslararası deneyime sahip ve uluslararası ağırlığı bulunan kuruluşlardan konsinye olarak temin etmektedir. Merkez Bankası, piyasaya küçük tasarruf sahipleri için 50-100 gr'lık, kuyumcular için 500-1000 gr'lık külçeler sunmaktadır. Ticari bankalara ise altın, 50-100 gr'lık külçeler halinde verilmekte ve döviz üzerinden satılmaktadır.⁵⁴ Alıcı banka için, Merkez Bankası nezdinde bir "Altın Avans Hesabı" açılmaktadır. Ayrıca İstanbul Kambiyo ve Ankara Kambiyo Şubeleri nezdinde Merkez Bankası bir altın pozisyonu oluşturmuştur. Piyasalarda, kuruluşların talepleri için aynı anda Merkez Bankası'nca "Altın Avans Hesabı" bulunan yabancı bankalardan kotasyon alınmaktadır. Altın almak isteyen kuruluşların ödemeye hazır olduğu fiyatla altın ithal edilecek yabancı bankanın altın ihraç fiyatı karşılığında işlem gerçekleştirilmektedir. Altın alışı yapan kuruluşlar alış fiyatına ek olarak navlun, sigorta ve satın alınan altın barlarının ağırlığına göre, değişen imalat masrafiyle Merkez Bankası'nın giderlerini de ödemektedirler. Bütün bu giderler çok büyük meblağları bulmadığından Döviz Karşılığı Altın Piyasası başarıyla işlemiş ve bu da Türkiye'ye kaçak yollardan altın girişini durdurmuştur.⁵⁵ Yaşanan gelişmeler ve 1991 Haziranında yurtdışına altın

⁵³ "Dünya'da ve Türkiye'de Altın Sektörü", **T.O.B.B. Ekonomik Forum Dergisi**, S. 9, 1994, s.57-58.

⁵⁴ CANEVİ, Yavuz; "Liberal Ekonomik Politikalar Çerçevesinde Altın ile İlgili Gelişmeler", **Altın ve Türk Ekonomisi Sempozyumu**, İzmir, 1985, s.27.

⁵⁵ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, **Döviz Karşılığı Altın Piyasası Uygulama Talimatı**, Ankara, Mart 1989.

satışının serbest bırakılması, Türkiye altın ticareti üzerinde olumlu beklentileri arttırmıştır.

Mart 1993'te Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'la yapılan değişikliklerle işlenmemiş altın ithalatında Merkez Bankası tekeli kaldırılmış, Altın Borsası aracılık belgesine sahip aracı kuruluşlara da ithalat yapma yetkisi tanınmıştır. Fakat Merkez Bankası İstanbul Altın Borsası'nın faaliyete geçtiği 26 Temmuz 1995 tarihine kadar altınla ilgili faaliyetlerine devam etmiştir. 26 Temmuz 1995'den itibaren Merkez Bankası'nın ithalat tekelinin kaldırılmasıyla banka sadece ekonominin ihtiyaçlarından ve elinde tutmakla yükümlü olduğu miktarın ötesinde altın ticaretinden çekilmiştir. Böylece Merkez Bankası asli işlerine dönmüş ve piyasa, borsa yardımıyla yurtdışında yapılan toplam altın stokunun ne kadar olması gerektiğine kendi kurallarına göre karar vermeye başlamıştır.

1.4. Yurtdışı Altın Talebi

Türkiye'de altının işlenmesi sanatı oldukça gelişmiştir. 1982, 1984 ve 1989 yıllarında yapılan yasal düzenlemelerle işlenmiş altına ihraç imkanı tanınmıştır. Bu ise, yurtdışı altın talebinin genişlemesini sağlamıştır. Türkiye'nin kuyumculuk sektörünün sahip olduğu avantajlar mücevher ihracatında kendini hissettirmektedir. Türkiye'ye ithal edilen altının yarısı mücevher ihracatı yoluyla yine uluslararası piyasalara geri dönmektedir.

1989'da büyük bir artış gösteren altın ihracatı 6.7 ton olarak gerçekleşmiştir. 1990'da bir gerileme yaşanmış, 1991 yılında mücevher altın ihracatının serbest bırakılması, Körfez Krizi'nin olumsuz etkisine rağmen olumlu gelişmelerin ortaya çıkmasını sağlamıştır. Nitekim 1990-1991 yıllarında belli bir düşüş eğilimine giren

ihracat 1992 yılından itibaren yine büyük boyutlara ulaşmıştır. 1993 yılında altın karşılığı altın ihracatı 5.600.6 kg, döviz karşılığı altın ihracatı ise 2.681.3 kg olarak gerçekleşmiştir. 1986'dan 1995 yılına kadar olan dönemde Türkiye'de gerçekleşen altın ihracatı Tablo 7'de görülmektedir.

Türk kuyumculuk sektöründe üretici olarak ortalama 4-5 çalışanı olan ve kendine ait altını işleyen atölye sayısı 6-7 bin civarındadır. Bunun yanında 100'den fazla çalışanı olan şirketlerin sayısı ise yaklaşık 10 tanedir. Özellikle turizm faaliyetlerinin yoğun olduğu yaz aylarında yabancı turistlere yapılan altın satışı kayıtlı ihracat rakamlarından daha yüksek düzeydedir. Çünkü Türkiye'de İstanbul Altın Borsası'nın faaliyete geçmeden önceki dönem dikkate alınırsa yurtiçi fiyatlar yurtdışı fiyatların altında gerçekleşmiş ve bu durum yabancı yatırımcılara, tasarruf sahiplerine arbitraj olanağı sağlamıştır. Böylece yurda giren altının önemli bir kısmı, turizm yoluyla tekrar dışarıya satılmaktadır. Bu işleme "dahili satış" adı verilmektedir.⁵⁶ "Dahili satış" Türkiye'nin ihracatının o dönemde % 90'ını oluşturmuştur. Buradan çıkan sonuç, yurtdışı talebin turizm sezonu olan yaz aylarında artış eğilimine girdiğidir.

Daha çok küçük ölçekli olarak gerçekleştirilen altın işlenmesinin sanayileşememesinin çeşitli nedenleri vardır. En önemli neden ise, kuyumculuk sektörünün ihtiyacı olan kredidir. "Brüt işçilik girdilerinin hammaddeye oranının çok düşük olması ve bugünkü kredi maliyetlerinin hammadde üzerine kesinlikle yansıtılamaması nedeniyle bu kredi kullanılamamıştır."⁵⁷ Kuyumculukta hammaddenin yani altının kendisinden para kazanmak söz konusu olmadığından sağlanacak kredinin altın olması ve kuyumculuk sanayiinin sadece altın ile finanse

⁵⁶ AKMAN; "Altın Varlığının ...", s.41.

⁵⁷ Geniş bilgi için bkz. SEVİĞ, Veysi; "Altın Ticaretinin ve İşletmeciliğinin Önemli Bir Sorunu: Stok Değerlemesi", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995, s.10.

edilmesi gereklidir. Bu da ancak altın kredi sistemiyle ve rafinerinin kurulmasıyla sağlanabilir.⁵⁸ Altın kredisinin bankalar tarafından uygulanmaya başlanmasıyla kuyumculuk sektörü mali ihtiyaçları için ucuz finansman ihtiyacını karşılayabilmektedir. Ama sorun tamamıyla çözümlenebilmiş değildir. Altın rafinerisi'nin kurulması problemin tamamıyla çözümlenmesini sağlayacaktır.

Mevcut sistemde, hurda altını eritme ve ayrıştırma işlemleri, ifraz-ayar evleri tarafından sağlıksız ve güvenilirlikten yoksun bir şekilde ve yüksek maliyetlerle yerine getirilmektedir. Söz konusu ifraz evlerinin birçoğunda, kimyagerin bile bulunmadığı sektördeki farklı kesimlerce dile getirilmektedir. Ayrıca, yapılan fizibilite etüdünde, ifraz evlerinde 1 kilo altını 600.000 TL. gibi yüksek bir fiyatla saflaştırılmasına karşın, kullanılan yöntemlerin ilkelliği nedeniyle tam sonuç alınamadığı vurgulanmaktadır.⁵⁹ Türkiye'de kurulacak altın rafinerisi, iç ve dış piyasadaki hurda ve cevher altının standart külçe ve çubuklara dönüştürecektir. Aynı zamanda, altın rafinerisinin kuyumculuk sektörüne altın alaşımlarından hazırlanmış yarı mamülleri sunması da söz konusu olabilecektir.⁶⁰ İstanbul Altın Rafinerisi A.Ş. Avustralya uyruklu Gold Corporation şirketiyle teknoloji transferi, müşterek ticari ilişkiler, teknik müşavirlik ve hissedarlık konularını kapsayan bir protokolü Şubat 1997'de imzalamıştır. Protokolün imzalanmasıyla Altın Piyasasının Yeniden Yapılanması Politikasının, İ.A.B.'dan sonra ikinci ayağı olan uluslararası standartta altın işleyecek İ.A.R. A.Ş.'nin fiziki yapılanması aşamasına gelinmiştir.⁶¹

58 TEMİZOCAK, Yalçın; "Dünyada ve Türkiye'de Kuyumculuk Sanayi", **Altın ve Türk Ekonomisi Sempozyumu**, İzmir, 1985, s.113.

59 **Altın Rafinerisi Fizibilite Etüdü**, 1993.

60 YARDIMCI, Salih; "Türkiye'de Altın Varlığı", **Türkiye'deki Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması**, İ.A.V., İstanbul, 1993, s.31.

61 **İ.A.B. Aylık Bülten**, Şubat 1997, s.1.

Tablo 7

Türkiye'de Yapılan Altın İhracatı

İhracat Yılı	Altının Net Ağırlığı	Altının Has Ağırlığı
1986	2.617.735,634	2.193.306,750
1987	2.101.838,702	1.586.593,146
1988	3.012.276,800	2.424.608,422
1989	6.674.808,792	4.214.516,250
1990	5.220.423,071	3.930.650,875
1991 Altın Karşılığı	4.937.971,565	3.528.911,565
1991 Dövizli	937.982,259	625.523,616
1992 Altın Karşılığı	6.655.293,602	4.880.896,505
1992 Dövizli	1.415.113,020	902.934,301
1993 Altın Karşılığı	5.600.593,271	3.722.325,754
1993 Dövizli	2.681.290,033	1.634.773,211
1994 Altın Karşılığı	1.193,000	782.400,000
1994 Dövizli	768.500,000	389.560,000
1995	5.325.900,000	3.447.632,000

Kaynak: ÖZBAY-YILDIRIM; s.78.

Altın Borsası'nın kurulması ve faaliyete geçmesiyle kuyumculuk sektörü mali ihtiyaçları için ucuz finansman ihtiyacının karşılayabilmektedir. Ama sorun tamamıyla çözümlenebilmiş değildir. Altın Bankası'nın kurulması problemin tamamıyla çözümlenmesini sağlayacaktır.

Özetlersek, Türkiye'nin uluslararası ticarete en iddialı olabileceği konuların başında kuyumculuk sektörü gelmektedir. İthal edilen hammaddenin yarısını yine iki katı fiyatla yurtdışına ihraç eden başka bir sanayi dalı Türkiye'de mevcut değildir. Türkiye'nin bir turizm ülkesi olması ve turizm sektörünün gelişmesini sürdürmesi bu açıdan da önemlidir. Eğitimden, alt yapı sorunlarına ve düşük maliyetli kredi mekanizmalarının çalıştırılması kadar, ucuz finansman olanakları kuyumculuk sektörünün ateşleyicisi olacaktır.

1.5. Endüstriyel Altın Talebi

1980’li yıllarda hatıra eşyalarda, çeşitli dekorasyonlarda, dışçilikte altına karşı bir talep olmasına rağmen, bu ihmal edilebilecek kadar küçük boyutta olmuştur. Özellikle altın fiyatlarının hızla yükselmesi bu alanlardaki talebin gerilemesine neden olmuştur. Diğer endüstriyel kullanım alanları olan elektronik ve uçak sanayinde ise, 1980’li yıllarda bu endüstri dallarının faaliyeti olmadığından kullanım yani talep gerçekleşmemiştir.⁶² Fakat Türkiye’de son yıllarda elektronik sanayiinde yaşanan gelişme talebin artmasına yol açmaktadır. Elektrik ve elektronik alanlarında yaşanan gelişmelerle birlikte, diş hekimliği ve tıpta da altın saf halde veya platin grubu metaller ile alaşım halinde kullanılmaktadır.⁶³

Kısaca, Türkiye’de endüstriyel altın talebi son yıllarda oluşmaya başlamış ve yaşanan endüstriyel gelişmeler nedeniyle kullanım alanları dolayısıyla da endüstriyel altın talebi gün geçtikçe artmaktadır.

2. ÜLKEMİZDE ALTIN ARZINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Ülkemizde altın arzını belirleyen faktörler yani altın arzının kaynakları, altın madenciliği, Merkez Bankası, gayri resmi altın ithalatı olarak sıralanabilir.

2.1. Altın Madenciliği

Türkiye’de altın üretimi ancak Rabak, Sarkuysan, Etibank, Karadeniz, Bakır işletmeleri gibi kuruluşların çalışmaları sonucu elde edilen cüruftan yurtdışında

⁶² ÜLKEN; s.37.

⁶³ ŞENER-AKMAN; s.41.

Tablo 8

Türkiye'de Tespit Edilen İşlenebilir Altın Madeni Yatakları

Yeri	Şekli	Tipi	Metal İçeriği
Çanakkale-Madendağı(Akbaba)	Damar	Epiterm	10.00
Balıkesir-Havran-Küçükdere	Damar	Epiterm	7.50
Gümüşhane-Mescili(Masra)	Damar	Epiterm	9.20
İzmir-Bergama-Ovacık	Damar	Epiterm	26.82
Eskişehir-S.Hisar-Kaymaz	Dissem	Lisvenit	6.18
	Okside	Şapka	8.32
Artvin-(Kafkasör)Cerattepe		Sülfitti	6.80
		Sülfitli	1.56
Toplam			76.38
Çanakkale-Kartaldağ	Damar	Epiterm	0.26
Hatay-Kisecikköy	Damar	Mezoter	1.80
Ordu-Akoluk	Damar	Epiterm	1.19
Ordu-Sayaca	Damar	Epiterm	0.02
İzmir-Ödemiş-Küre	Damar	Meta Seg.	0.40
İzmir-Ödemiş-Emirli	Damar	Epiterm	0.20
Manisa-Salihli Bozdağ	Damar	Epiterm	1.17
Elazığ Keban(Fırat Batısı)	Oksitli		0.06
Bursa-İnegöl-Sülüklüköy	Damar	Epiterm	0.37
İzmir-Karşıyaka Arapdağı	Damar	Epiterm	2.33
İzmir Karşıyaka Arapdağı	Dissem	Epiterm	4.05
Manisa Saohit-Sart	Plaser		1.92
Kars-Kağızman-Darphane	Plaser		0.90
Hatay-Akıllıçay	Plaser		0.02
Kırklareli-İğneada-Mertgölü	Plaser		0.05
Niğde-Ulukışla-Bolkardağ	Plaser		1.40
Niğde-Ulukışla Bolkardağ	Plaser		0.50
Toplam			16.7
Balıkesir-Edr.Altınoluk		Sülfitti	1.20
Artvin-Borçka-Akarşen		Sülfitti	1.00
Elazığ-Kenani(Zeytindağ)		Sülfitti	0.19
Reza-Çavel		Sülfitti	10.6
Artvin-Seyiter		Sülfitti	0.50
Elazığ-Baskil-Nazuruşağı		Sülfitti	0.12
Kastamonu-Küre-Aş.Köy		Sülfitti	27.85
Kastamonu-Küre-Bakıbaba		Sülfitti	0.37
Toplam			41.83

Kaynak: ŞENER-AKMAN; s.20.

ayrıştırılmasıyla yılda yaklaşık 500-600 kg altın üretilmektedir.⁶⁴ Mevcut altın rezervlerinin belirlenmesinde yabancı şirketler MTA Genel Müdürlüğüne yardım etmektedirler. Yardımlar özellikle 1985 yılında 3213 Sayılı Madencilik Yasası'nda yapılan değişiklikle yabancı yatırımcılara Türkiye'de altın arama izninin verilmesiyle başlamıştır. Şu an gerekli izni alıp arama çalışmalarını yürüten kuruluşlar, Avusturya-Kanada kökenli Eurogold Madencilik, Güney Afrika-Almanya kökenli Tüprağ Madencilik, Kanada kökenli Cominco Madencilik, Anglo Rio ve Dardanela şirketleridir.⁶⁵ Türkiye'de M.T.A. Genel Müdürlüğü'nün sözü edilen madencilik şirketlerinin de yardımıyla tesbit ettiği işlenebilir altın madeni yatakları ve içerdikleri rezervler Tablo 8'de belirtilmiştir.

2.2. Merkez Bankası'nın Altın Arzı

Merkez Bankası tarafından altın arzı uluslararası piyasalardan gerçekleştirilen ithalatla sağlanmaktadır. 1989'dan itibaren satış fiyatını belirlerken merkez bankası uluslararası borsaların altın fiyatlarıyla doların resmi kurunu dikkate almaktadır.

TCMB Altın Satış Fiyatı:

ABD Doları/Ons fiyat kotasyonu verilmesi halinde;

Kilogram Fiyatı (ABD\$/Ons) = ABD \$/Ons TCMB Satış Fiyatı x 32.1507425

Net (Saf) Ağırlık (Kg) = Brüt Ağırlık (Kg) x Saflik Derecesi

TCMB Altın Satış Fiyatı = Kilogram Fiyatı (ABD\$/Kg) x Net Ağırlık (kg)

⁶⁴ M.T.A. Genel Müdürlüğü; s.11.

⁶⁵ GÜNER, Ahmet; "Türkiye'deki Altın Varlığının Ekonomik Faaliyete Kazandırılması İçin Alınması Gerekli Tedbirler", **Türkiye'deki Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması**, İ.A.V., İstanbul, 1993, s.64.

Ayrıca bunlara ek olarak, navlun, sigorta ve imalat masrafı da satış fiyatına eklenmektedir. 1989'dan itibaren resmi piyasada 995/1000 saflıktaki külçe altınlar için 22 dolar masraf alınmaya başlanmıştır. Alınan masraf ve diğer giderler 17.2.1994 tarihine kadar hep 22 dolar olarak kalmıştır. Ama bu tarihten itibaren 995/1000 saflıktaki külçe altınlar için Merkez Bankası 18 dolar masraf almaya başlamıştır. Bütün bunlar talebin dolayısıyla da Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilen ithalatın artmasına neden olmuştur. Sözkonusu artış öyle boyutlara ulaşmıştır ki, Türkiye ithalat için döviz arar duruma gelmiştir. 5 Nisan 1994 tarihinde açıklanan ekonomik istikrar tedbirleri, talep nedeniyle artan ithalat rakamını indirgemeyi amaçlamaktadır. Çünkü, Türkiye'ye kredi veren finans çevreleri (IMF gibi) bir yılda Türkiye'nin altın ithalatı için 2 milyar dolar harcamasını uygun görmemiş ve durumun düzeltilmesi için uyarıda bulunmuşlardır.⁶⁶

Altın Borsası'nın faaliyete geçmesiyle altın ithalatı borsa üyesi bankalar ve aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır. Böylece Merkez Bankası, ithalat için rezervlerinden döviz harcamaktan kurtulmuştur.

2.3. Gayri Resmi Altın İthalatı

Özellikle 1980 öncesinde resmi bir piyasa mevcut olmadığı için Türkiye'de oluşan altın talebi gayri resmi yollardan yurda sokulan altın ile karşılanmıştır. Kaçak altın girişinde Beyrut başta olmak üzere Ortadoğu'daki merkezlerin büyük rolü olmuş, getirilen altının pazarlanması ise, Güneydoğu bölgelerinin bazı illerinde diğer malları da kapsayan geniş bir kaçakçılık ağı kullanılarak yapılmıştır. Fakat diğer malların ihracatının yasallaşması sayesinde yasadışı yollardan girişinin önüne geçilmesi aynı şekilde yapılmakta olan altın kaçakçılığının giderek önemini yitirmesine neden

⁶⁶ T.E.B.; s.27.

olmuştur. Bu seferde olay yurt dışında çalışan Türk işçilerin döviz cinsinden tasarruflarının önemli bir kısmını altın alımında değerlendirmeleriyle Bulgaristan üzerinden yapılan altın kaçakçılığı gelişmiştir.⁶⁷

1980 yılından itibaren alınan istikrar kararları doğrultusunda altın ithalatı Merkez Bankası'nın tekelinde olmak üzere serbest bırakılmıştır. Bu dönemde gayri resmi altın ticaretinin kayıtlı ekonomiye dahil edilmesi için çaba harcanmıştır. Merkez Bankası 1984 yılında TL karşılığı altın satışına başlamış, fakat yaşanan aksaklıklar nedeniyle bu satışlara ara verilmiştir. 1989 yılında Döviz Karşılığı Altın Piyasası'nın kurulmasına kadar böyle devam etmiştir.⁶⁸ Yani 1984 ile 1989 yılları arasında bir geçiş dönemi yaşanmıştır. Geçiş dönemindeki eğilimde resmi ve gayri resmi altın ithalatı rakamlarına yansımıştır. (Tablo 9)

Tablo 9
Türkiye'de Kaynaklarına Göre Altın İthalatı (Ton)

	1985	1986	1987	1988	1989
Resmi Altın İthalatı	28	8	8	2	22
Gayri Resmi Altın İthalatı	8	50	70	50	38

Kaynak: ŞENER-AKMAN; s.26.

* Rakamlar piyasa verileri olduğu için yaklaşık olarak verilmiştir.

Resmi yollardan altın satışının yapılmadığı zamanlarda altın talebinin azalması sözkonusu değil, öyle ya da böyle, yasal veya yasa dışı bu talep karşılanmıştır. Gayri resmi altın ithalatının Döviz Karşılığı Altın Piyasası'nın kurulmasıyla önüne geçilmiştir. Döviz Karşılığı Altın Piyasası'nın kurulmasından 1995 yılına kadar olan dönemde gerçekleşen resmi altın ithalatı Tablo 10'da görülmektedir.

⁶⁷ ÖZBAY-YILDIRIM; s.7.

⁶⁸ "Dünyada ve ...", s.58.

Tablo 10

Döviz Karşılığı Altın Piyasasının Kurulmasından 1995 Yılına Kadar Geçen
Dönemde Gerçekleşen Altın İthalatı (Kg)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	TOPLAM	ORTALAMA
Ocak	6.869	7.763	5.552	13.084	3.986	2.703	37.254	7.991
Şubat	3.504	2.283	4.401	9.366	2.545	2.841	22.099	4.988
Mart	9.921	2.286	7.872	10.726	1.964	5.452	32.769	7.644
Nisan	9.960	5.340	8.900	12.015	3.61	2.57	39.825	8.479
Mayıs	12.516	8.882	4.896	10.996	0	8.416	37.290	9.141
Haziran	16.152	4.436	12.786	14.301	16	9.641	47.691	11.466
Temmuz	21.769	18.675	17.649	17.933	3.077	16.202	79.163	19.073
Ağustos	21.540	19.567	28.952	27.931	13.563	26.528	111.553	27.616
Eylül	12.371	14.900	13.911	26700	6.581	10.94	74.463	17.081
Ekim	16.935	13.543	8.832	9.117	7.334	8.650	55.761	12.882
Kasım	9.339	7.378	7.155	6.769	3.195	6.575	33.836	8.082
Aralık	4.608	8.328	9.364	4.312	2.686	6.000	29.298	7.060
Toplam	145.48	113.38	130.27	163.310	48.557	106.52	601.002	141.504

Kaynak: İAB 1995 Yıllık Bülteni.

3. ALTIN BORSASI

3.1. ALTIN BORSASI TANIMI

Altın borsası; "işlenmemiş standart altın çubuk ya da külçelerin serbest piyasa koşullarında, üyeler arasında alımının ve satımının yapıldığı ve oluşan fiyatların ilan edildiği örgütlenmiş piyasalardır".⁶⁹

Bir diğer tanımda ise altın borsası; altın alıcı ve satıcılarının biraraya gelerek belirli kurallar ve yönetmelikler çerçevesinde alım-satım yaparak, altının gerçek piyasa fiyatının oluşumunu sağladıkları kurumlar⁷⁰ olarak ifade edilmektedir.

⁶⁹ SÖNMEZ, Cahit; "Altına Dayalı Yatırım Araçları", 1993 Yılı Başında Türk Sermaye Piyasası Semineri, S.P.K. İ.A.V. , İstanbul, 1993, s.50.

⁷⁰ BÜKER, Semih-AŞIKOĞLU, Rıza-SEVİL, Güven; Finansal Yönetim, Eskişehir, 1994, s.363.

Bir başka kaynakta ise altın borsası; altın alım-satımının piyasa koşulları içinde, organize bir piyasada yapılmasını sağlayacak kurumsal bir yapı olarak⁷¹ tanımlanmaktadır.

3.2. DÜNYADAKİ ALTIN BORSALARININ GENEL DEĞERLENDİRİLMESİ

3.2.1. İşlevsel Farklılaşma

Dünyadaki gelişmiş altın borsaları işlevsel açıdan fiziki altın piyasaları ve vadeli altın piyasaları olarak iki şekilde faaliyet göstermektedir. Dünyada fiziki altın ticaretinde Londra ve Zürih altın piyasaları önde gelen merkezlerdir. Vadeli altın piyasalarının en başarılı örnekleri ise, New York (COMEX) ve Hong Kong borsalarıdır.⁷²

Fiziki altın borsaları, işlenmemiş standart altın çubuk veya külçelerin serbest piyasa koşulları altında, üyeler arasında alım satımının yapıldığı ve oluşan fiyatların ilan edildiği örgütlü mal borsalarıdır.⁷³

Daha geniş ifadeyle fiziki altın borsası; "belirli bir kurumsal yapı çerçevesinde, altın arz ve talep edenlerin, işlem maliyetlerini en aza indirecek şekilde buluşmalarını; alım, satım, fiyatlama, takas, teslimat vb. süreçlerin belirlenmiş kurallar çerçevesinde

⁷¹ UZUNOĞLU, Sadi; "Altın'ın Türkiye Günlüğü-II", **Ekonomik Trend Dergisi**, 11-17 Mart 1995, Y. 3, S. 11, s.38.

⁷² ÖZTÜRK, M. Başaran; "Dünya Altın Piyasaları ve İAB", **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**, Y. 4, S. 13, 1996, s. 81.

⁷³ ÖZBAY-YILDIRIM; s.40.

ve kamunun etkin gözetim ve denetiminde gerçekleşmesini; özel düzenleme ve yönetime katılma yoluyla da piyasa özel düzenleme ve yönetime katılma yoluyla da piyasa katılımcılarının meslek ilke ve kurallarına gönüllü uymalarını sağlayabilen önemli çağdaş kurumlar olarak"⁷⁴ tanımlanabilir.

Fiziki altın piyasalarının gelişiminde başlıca üç etken rol oynamıştır. Bu etkenlerden ilki, herhangi bir piyasada pazarlanacak malın, hammaddenin arzının temin edilmiş olması gerekliliğidir. Burada bir ülkenin doğal kaynakları arasında zengin altın yataklarının bulunması, o ülkenin altın ticaretinde önemli bir merkez olacağı anlamına gelmemektedir. Önemli olan piyasaya altın arzının en az girdi maliyetiyle sağlanmış olmasıdır. Örneğin; Güney Afrika'da çıkarılan zengin altın yatakları bu ülkenin merkez olarak gelişmesine yetmemiştir. Nihayetinde Güney Afrika'da çıkarılan altın cevherinin İngiltere aracılığıyla pazarlanması, Londra altın piyasasının gelişiminde etkili olmuştur. Fiziki altın piyasalarının gelişimindeki ikinci etken ise, sermayenin merkezileştiği bir piyasanın gerekliliğidir. 1800'lü yıllarda Londra, İngiltere'nin sömürgeci konumunun da etkisiyle uluslararası hammadde ticaretinin ve buna bağlı olarak sermayenin merkezileştiği bir kavşak olmuştur. Fiziki altın piyasalarının gelişiminde, coğrafik konumun da büyük etkisi olmuştur. Bunun en iyi örneğini 1970'lere kadar dünya piyasaları arasında Londra ve Zürih'ten sonra üçüncü sırada yer alan Beyrut oluşturmuştur. Zürih üzerinden sağlanan altının Ortadoğu pazarına satılmasında köprü görevi görmüştür.⁷⁵

Ama daha sonra birçok ülkede ki altın borsaları gibi Beyrutta etkinliğini kaybetmiştir. Etkinliğin kaybedilmesinde genelde iki temel faktör rol oynamaktadır.

⁷⁴ SÖNMEZ; s.50. Ayrıca bkz. ÖZBAY-YILDIRIM; s.39.

⁷⁵ YILDIRIM, Sevdil; "Dünya Altın Piyasaları", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995, s.11.

Bu faktörlerden ilki, bölgesel istikrarsızlık ikincisi ise, altın ticaretinin serbestleşmesinin önüne konulan engellerdir.⁷⁶ Lübnan iç savaşının patlak vermesi (1974) altın akımlarının yönünü değiştirmiş ve Beyrut altın piyasasından eser kalmamıştır. Beyrut'un yerini bir çok bölgesel merkez almış olmakla birlikte Ortadoğu altın ticareti daha çok Bahreyn ve Kuveyt'te gerçekleşmeye başlamıştır. Körfez Krizi'nin patlak vermesi de Kuveyt'in etkinliğini ortadan kaldırmıştır.⁷⁷

Vadeli altın borsaları, "ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak altının vadesi, fiyatı ve miktarı bugünden belirlenerek, sözleşmeye bağlandığı işlemler"⁷⁸ olarak tanımlanmaktadır.

Vadeli altın borsalarında asıl amaç, altına dayalı geleceğe yönelik, spekülatif alım-satımların gerçekleştirilebilmesi ya da çeşitli risk aktarım mekanizmalarının devreye sokulabilmesidir. Bu tip borsalarda vadeli sözleşmeler yanında opsiyon, swap vb. işlemlerde yapılmaktadır.⁷⁹

Vadeli altın kontratları ilk kez 1972 yılında Kanada'nın Winnipeg borsasında yapılmış ve kendine göre oldukça başarılı olmuştur. 1980'li yıllara gelindiğinde Winnipeg borsasının işlem hacmi Amerikan borsalarının olgunlaşmasıyla birlikte giderek azalmaya başlamıştır. 1988'de de borsa tarafından yürütülen vadeli altın işlemlerinin tümüne son verilmiştir. Vadeli altın işlemleri gerçek anlamda, Amerikan altın borsalarının devreye girmesiyle birlikte önem kazanmaya başlamıştır. ABD'de vadeli altın kontratlarının tanıtımı ilk kez 31 Aralık 1974 tarihinde New York Commodity Exchange (COMEX), Chicago Board of Trade (CBOT), Chicago

76 UZUNOĞLU; "Altın'ın Tür...", s.40.

77 DEMİRGİL; s.130.

78 CEYLAN, Ali; **Finansal Teknikler**, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 1995, s.217.

79 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası; **Vadeli İşlemler Tanıtım Kılavuzu**, s.5.

Mercantile Exchange (CME) ve Mid-America Commodity Exchange (MidAm) borsalarınca yapılmıştır. COMEX ve CME kontratlarının büyük ilgi gördüğü ABD borsalarında CBOT ve MidAm kontratları çok ilgi görmemiş, sonunda COMEX vadeli altın kontratı, altın ticaretini profesyonelce gerçekleştiren kişilerce en fazla tercih edilen vadeli altın kontratı durumuna gelmiştir. New York borsasının diğer borsalar karşısında önem kazanmasının en büyük nedeni; önemli bir ticaret merkezi olan bu şehrin hayli yüksek olan nüfusedir. New York'da destek işlemleri oluşturmanın Chicago'ya göre daha ucuz olmasından dolayı, New York'da bulunan bankalar ve Bullion House'lar ile profesyonel altın tüccarlarının neredeyse tamamı yöresel altın kontratlarını tercih etmeye başlamış, böylelikle COMEX'in önemi diğer borsalar karşısında giderek artmıştır. Amerika'da vadeli altın işlemlerinin başarılı bir şekilde yürütülmesi, yabancı ülke borsalarının bir çoğunun vadeli altın kontratlarının tanıtımını yapmalarına neden olmuştur. Hong Kong merkezinin gelişimi de COMEX borsası'na benzer şekilde gerçekleşmiş ve New York COMEX piyasasından sonra vadeli alım-satımların yapıldığı en önemli ikinci borsa konumuna gelmiştir. Hong Kong vadeli altın piyasasının gelişiminde genelde mali piyasalar, özelde ise altın alım-satımında daha liberal düzenlemelere ve vergi teşviklerine sahip olması etkili olmuştur.⁸⁰

Singapur altın borsasının gelişiminde de vadeli piyasalar önemli bir rol oynamıştır. 1960'larda Singapur Güneydoğu Asya ülkelerinin kaçak altın talebini karşılamaya yönelik bir dağıtım merkezi olarak gelişmiştir. Bu gelişme Singapur ve Hong Kong piyasaları arasında bir rekabet ortamı doğurmuş, sonuçta da Singapur rekabetçi konumunu güçlendirmek için, 1978 yılında Singapur Altın Borsası'nı açmıştır. Ancak iç piyasadaki talep yetersiz kalmış bunun için de, borsada uluslararası fon yönetimine yönelik yeniden yapılanmaya gidilmiştir. Böylece 1982'de Singapur Altın Borsası vadeli işlemler piyasasına, daha sonraları da finansal araçların da yer

⁸⁰ COMMINS; s.12-13.

aldığı Singapur Uluslararası Para Borsası'na (SIMEX) dönüştürülmüştür. Singapur'un bu yeniden yapılanma konusunda başarılı olmasında, finansal yeniliklere gidilirken aynı zamanda alt yapının geliştirilmesine yönelik çalışmalara da ağırlık verilmesi en büyük etken olmuştur.⁸¹

3.2.2. Piyasaların Örgütlenme Biçimi

Uluslararası altın piyasalarında yer alan bazı ülkelerde tek bir borsa yani merkezi bir örgütlenme varken bazı ülkelerde de birden fazla borsa yani yayılmış bir örgütlenme söz konusudur. İngiltere, İsviçre ve Japonya altın piyasalarında tek bir borsa vardır. İngiltere'de Londra Altın Borsası, İsviçre'de Zürih Altın Borsası ve Japonya'da Tokyo Altın Borsası faaliyet göstermektedir. Londra ve Zürih borsaları aslında fiziki altın ticaretinde faaliyet göstermelerine karşın; uluslararası rekabette geri kalmamak için varolan borsa içerisinde ürün çeşitlendirmesi şeklinde vadeli alım-satım ve opsiyon işlemleri de yapmaktadırlar. Hong Kong altın piyasasında ise bu durum daha farklı gelişme göstermiştir. 1900'lerin başından beri fiziki altın ticaretinde faaliyet göstermekte olan Çin Altın ve Gümüş Borsası'nın ardından 1970'lerin sonu 1980'lerin başında New York (Local Comex) ve Londra (Loco-London) bağlantılı piyasalar gelişmiştir. 1980 yılında vadeli altın alım-satımlarına başlayan Hong Kong Vadeli İşlem Borsası'nın da eklenmesiyle yapı iyice karmaşıklaşmıştır. ABD altın piyasasında ise, 5 büyük borsa faaliyet göstermektedir. New York Vadeli Mal Borsası (COMEX: Commodity Exchange Inc.), Chicago Uluslararası Para Piyasası (IIM: International Monetary Market), Chicago Ticaret Odası (CBT: Chicago Board of Trade), Orta-Amerika Borsası (Mid-America Exchange) ve New York Ticaret Borsası (NYMEX: New York Mercantile Exchange). Bütün bu altın borsaları mal borsaları bünyelerinde örgütlenmişlerdir. Bunun nedeni ise, altın alım-satımının ABD'de 1974'e

⁸¹ YILDIRIM; *Uluslararası ...*, s. 32.

gelinceye kadar yasaklanmış ve yasak kaldırıldıktan sonra da çeşitli mal gruplarında vadeli işlemlerin yapıldığı ulusal borsaların oturmuş kurumsal yapılarından yararlanılarak altın alım-satımının bu yapıya eklenmiş olmasıdır.⁸²

3.2.3 Altın Piyasalarında Düzenleyici Otoriteler

Dünya altın piyasaları arasında, düzenleyici otoritelerin rolü açısından bazı farklılıklar görülebilmektedir. Altın borsaları, kimi ülkelerde merkez bankalarının gözetiminde çalışırken, kimisinde bu fonksiyon bir bakanlık tarafından yerine getirilmekte ya da sadece vadeli işlem piyasalarının işleyişinden sorumlu kamu kuruluşları devreye girmektedir. Londra'da 1986'da çıkan Mali Hizmetler Yasası uyarınca, altın piyasalarının işleyişi, İngiltere Merkez Bankası'nın yetki ve sorumluluğundadır. Londra Külçe Piyasası Birliği ise, Merkez Bankası denetiminde geliştirmiş olduğu standartlar dahilinde faaliyet göstermek durumundadır. Güney Amerika'da önemli bir merkez olan Sao Paulo Ticaret ve Vadeli İşlemler Borsası (Sao Paulo Mercantile and Futures Exchange), Brezilya Merkez Bankası'nın gözetiminde çalışan öz-düzenleyici bir kuruluştur. Ancak bazı durumlarda, sermaye borsaları mal borsalarının bir parçası olarak değerlendirildiği için bu alandan sorumlu kurumsal otorite olan Mal ve Vadeli İşlem Komisyonu (CFTC: Commodity and Futures Trading Commission) tarafından düzenlenmekte ve denetlenmektedir. Tokyo Mal Borsası, faaliyetlerinde Japon Uluslararası Ticaret ve Endüstri Bakanlığı'nın uygun görüşünü almak ve bu konudaki bakanlık direktiflerine bağlı kalmak zorundadır.⁸³

82 YILDIRIM; "Dünya...", s.11.

83 SÖNMEZ; "Altına...", s.59.

3.2.4. İşlem sistemi

Altın piyasalarının işlem sisteminde başlıca iki yöntem söz konusudur. Bunlar; çağrı sistemi ve yüksek sesli pazarlık yöntemidir.⁸⁴

Çağrı sistemi Londra, Zürih, Tokyo ve Hong Kong'taki Londra uzantılı borsalarda uygulanmaktadır. Bu üyelere bazılarının günün belli saatlerinde bir araya gelerek düzenledikleri seanslar oturum başkanının açılış fiyatını ilan etmesiyle başlamaktadır. Üye kuruluş temsilcileri, toplantı süresince kendi merkezleriyle sürekli telefon bağlantısı kurarak müşterilerin emirlerini almakta ve net alıcı mı yoksa satıcı mı olduklarını belirtmektedir. Temsilcilerin alım-satım pozisyonlarını ve emir büyüklüklerini eğer açılış fiyatı karşılamıyorsa, süreç arz-talep dengesi sağlanıncaya kadar devam etmektedir. Toplantı sonunda tesbit edilmiş olan fiyat, gün boyu bir sonraki seansa kadar olan işlemlerde referans fiyat olarak alınmak zorundadır. Genel uygulama fiyat belirleme toplantılarının sabah ve akşam olmak üzere gün içinde iki kez düzenlenmesidir. Hong Kong'taki Loco-London'da söz konusu fiyat belirleme, Londra borsası ile telefon hattı kurarak gerçekleştirilmektedir. Londra'da ve Zürih'te ise ancak 3 üye fiyat belirleme toplantısına katılma yetkisine sahiptir. Tokyo'da ise gün içinde iki seansın düzenlendiği çağrılı mezar sistemi geçerlidir.

Yüksek sesli pazarlık sisteminde ise üye temsilcileri, işlem salonunda "yüksek sesle bağıarak" (open-outcry) alım-satım yapmaktadır. ABD ve Singapur altın borsaları ile Çin Altın ve Gümüş Borsası Birliği ve Hong Kong Vadeli İşlem Borsası'nda bu yöntem uygulanmaktadır.

⁸⁴ YILDIRIM, Sevdil; "Dünya Altın Piyasaları Genel Değerlendirme", **İşletme ve Finans Dergisi**, Mayıs-Haziran 1994, S. 98-99, s. 69.

3.2.5. İşlem Birimi

Dünya borsalarında işlemler arasında uygulanan standartlar açısından da farklılaşma söz konusudur. Ama ABD borsaları, Londra, Singapur ve Hong Kong Vadeli İşlem Borsaları gibi gelişmiş borsalardaki yaygın uygulama da ağırlık ölçüsü olarak ons, para birimi olarak da ABD doları veya İngiliz Sterlinin esas alınmaktadır. Zürih'te ise ağırlık ölçüsü olarak ons kullanılırken, işlemler İsviçre Frangı üzerinden yapılmaktadır. Tokyo'da 1 ons yerine 1000 gram geçerlidir. Bunların yanısıra, Çin Altın ve Gümüş Borsası gibi daha çok iç piyasaya yönelik çalışan borsalarda ise yerel birimler esas olarak alınmıştır.⁸⁵

3.2.6. Üyelik

Dünya borsalarında hemen hemen her ülkenin altın piyasasında faaliyet gösterebilmek için borsaya üyelik zorunludur. Belli koşulların yerine getirilmesi gerekmektedir. Londra ve ABD borsalarında faaliyete geçebilmek için mesleki yeterlik ve deneyim önemli bir koşuldur. Çin Altın ve Gümüş Borsası'nda ise üyelik başvurusunun değerlendirilebilmesi için şu an 193 olan üye sayısının 150'nin altına düşmüş olması gerekmektedir.⁸⁶

3.2.7. Külçe/Sikke Altın Standartları ve Borsaya Kotasyon Koşulları

Menkul kıymet borsalarında kotasyona alınacak menkul kıymetler için olduğu gibi, altın borsalarında da alım-satımı yapılacak altın çubuk ve sikkelerin belli

85 YILDIRIM; *Uluslararası ...*, s.40.

86 YILDIRIM; "Dünya ... Genel Değerlendirme", s.70.

standartlara sahip olması gerekmektedir. Bu standartlar, ağırlık, ayar, fiziki görünüm, eritme ve analiz firmalarının değerlendirme raporu veya damgasıyla teslimata ilişkin hususlar çerçevesinde belirlenmiştir.⁸⁷

3.2.8. Teslimat

Sermaye piyasalarında piyasanın gelişme derecesine göre çok değişik şekillerde takas merkezleri bulunur. Sadece satıcının teslim edeceği kıymetleri alıp, alıcıya teslimini sağlayan, alıcıdan aldığı parayı satıcıya ödeyen veya hesabına geçiren basit takas odalarından tam bir otomasyonla ve sürekli cari hesap mekanizmasıyla çalışan takas merkezlerine kadar takas hizmetini değişik derecelerde yerine getiren organizasyonlar bu işi yürütür. Gelişmiş piyasalarda takas hizmeti borsadan bağımsız çalışan kuruluşlarca yerine getirilir.⁸⁸ Kısaca takas dairesi; borsaların ve finansal işlemlerin bütünlüğünü garanti altına almakta, bu işlemlerinden kaynaklanan para ve mal akımlarını kontrol altında tutmakta ve gerektiği durumlarda altın teslimatlarını denetlemektedir.⁸⁹

Fiziki altın alım-satımlarında teslimatı işlem gününden sonraki iki iş günü içerisinde gerçekleştirilmek zorundadır. Vadeli altın borsalarında ise New York-COMEX'teki sistem hakimdir. Vadeli sözleşmelerde belirtilen teslimat, içinde bulunulan ay ve onu takip eden 11 teslimat ayından birinde gerçekleştirilebilir. Vadeli altın piyasalarının işleyişinde sağlıklı çalışan bir takas sisteminin ve takas merkezinin varlığı vazgeçilmez bir unsurdur.⁹⁰

87 YILDIRIM; *Uluslararası ...* , s.43.

88 İMKB; *Takas ve Saklama*, s.1.

89 BÜKER-AŞIKOĞLU-SEVİL; s.367.

90 YILDIRIM; "Dünya ... Genel Değerlendirme", s.71.

3.2.9. Saklama Hesapları

Genelde altın borsalarının hepsinde saklama hizmeti verilmektedir. Fiziki altın merkezlerinde sahibi olduğu külçe ya da sikke altının fiziki teslimatını almak isteyen müşteriler, borsa tarafından tescil edilmiş bir saklama firmasında ya da bir altın birliği söz konusuysa birliğe üye bir aracı kurumda saklama hesabı açtırabilirler.⁹¹

3.3. İSTANBUL ALTIN BORSASI

Türkiye'de bir altın borsası kurulması için yapılan ilk yasal düzenleme, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 40/A maddesidir. Bu düzenlemeye göre "Kambiyo ve Kıymetli Madenlerle ilgili borsaları kurmaya, bunların çalışma esaslarını tespiti, bu borsalarda faaliyet gösterecek aracılarla ilgili esasları belirleyerek bu borsaların ve aracıların izleme ve denetimiyle ilgili düzenlemeleri yapmaya ilgili bakanlık..."⁹² yani Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanlığı yetkili kılınmıştır. Bakanlık da kendisine bağlı olarak faaliyetlerini yürüten Sermaye Piyasası Kurulu'na görev vermiştir.

Bakanlar Kurulu borsa genel yönetmeliğine hazırlık olmak üzere Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'ın bazı maddelerini değiştirme kararını almış ve 21 Mart 1993 tarihinde sözkonusu değişiklikler Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Alınan Bakanlar Kurulu Kararı'na göre "kıymetli madenler, taşlar ve eşyalarını dış ticaret rejimi esasları dahilinde Türkiye'ye ithali ve ihracına serbesti getirilmiştir. İşlenmemiş altın ithali, merkez bankası ve altın borsası aracılık belgesi bulunan bankalar tarafından yapılabilir hale gelmiştir. Ayrıca işlenmemiş altın

⁹¹ YILDIRIM; *Uluslararası ...* , s.44.

⁹² T.C. Resmi Gazete, 13 Mayıs 1992, S. 21227.

ihracatında ihracat bedellerinin yurda getirilmesi zorunluluğu kaldırılmış ve bankalara altın depo hesabı açabilme imkanı tanınmıştır. Böylece merkez bankasının altın ithalatındaki tekeline son verilmiştir."⁹³ Ama sonradan 32 Sayılı Karar'da bazı değişiklikler daha yapılmış ve borsa üyesi aracı kurumların da altın ithal etmesine izin verilmiştir.⁹⁴ Bakanlar Kurulu'nun bu kararının ardından Sermaye Piyasası Kurulu "kıymetli madenlerin, güven ve istikrar içinde serbest rekabet koşulları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek amacıyla"⁹⁵ Kıymetli Madenler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmeliği Hazırlamıştır. Yönetmelik 3 Nisan 1994 tarihinde 21848 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Bu yönetmeliğe eklenen geçici I. maddeyle İstanbul'da bir altın borsası'nın kurulması için borsanın ilk genel kurul toplantısına kadar yönetim kurulu görevini yürütecek bir Mütешеbbis Heyet'in oluşturulması karara bağlanmıştır.

16 Ekim 1993 tarihinde Kıymetli Madenler Borsası Aracı Kuruluş ve Faaliyet Şartlarına İlişkin Yönetmeliği Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. 13 Şubat 1994 tarihinde de İAB Mütешеbbis Heyeti tarafından hazırlanan İAB yönetmeliği yayınlanmıştır. 26 Temmuz 1995 tarihinde İAB faaliyetlerine başlamıştır.

⁹³ GÜCENME, Ümit; **Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler**, B.B.Ya.No. 181, 1994, s.86; OKTAY, Ertan; "5 Nisan Kararlarının Değerlendirilmesi", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, C. 4, S. 12, 1994, s.38; **T.C. Resmi Gazete**, 21 Mart 1993, S. 21531.

⁹⁴ AKMAN, Murat; "Altın Bankada Kazandıracak", **Ekonomik Trend Dergisi**, Y. 3, S. 6, s.18.

⁹⁵ **T.C. Resmi Gazete**, 3 Nisan 1993, S. 21541.

3.3.1. İAB'nın Kuruluş Amacı

İAB "atıl durumdaki altın mevcudunun Türkiye ekonomisine katma değer yaratabilmesi ve altın madeninin işlenmiş ya da külçe şekliyle ihracatının yanısıra altına dayalı finansal araçların da uygulamaya entegre edilebilmesi"⁹⁶ amacıyla kurulmuştur.

İAB'nın kuruluş amaçlarından biri de, "Türkiye'nin coğrafi konumunun avantajlarını da kullanarak büyük bir finans merkezi haline getirilmesidir."⁹⁷ Ortadoğu'nun altın merkezi olan Beyrut'un iç savaşlar nedeniyle bu işlevini kaybetmesiyle dünyanın önemli altın tüketicisinin ülkeleri arasında yer alan İran, Irak, Suriye, Mısır, Suudi Arabistan, Hindistan gibi Asya ve Afrika ülkelerinin müşterileri işlenmiş altın külçe olarak İsviçre'den sağlamaya başlamışlardır. Altın borsası ve borsanın diğer ayakları olan altına dayalı yatırım araçları ile altın rafinerisinin hep birlikte faaliyet göstermesi sayesinde Asya ve Afrika ülkelerinin altın tüccarlarının Türkiye'ye çekilmesi yani İsviçre'nin yolunun kesilmesi amaçlanmaktadır.⁹⁸

3.3.2. İAB'nın Arz ve Talep Yönü

İAB'nın talep tarafını, büyük ölçüde kuyumculuk sektörü ve belli oranda spekülatif yatırım amaçlı altın talep edenler oluşturmaktadır. Kuyumculuk sektörünün ve dolaylı olarak borsanın talebi de yurt içi ve yurtdışı kaynaklı olmaktadır. Yurtdışı talepler özellikle Ortadoğu ülkelerinden kaynaklanan veya turizm sektörünün

⁹⁶ ÇAVDARLI, "Atıla; Yastık Altı Altınlar İçin Rafineri Kurulmalı", **Yeniyüzyıl Gazetesi**, 26 Temmuz 1995, s. 13.

⁹⁷ UZUNOĞLU, Sadi-BENLİ, Ferhan; "Global Finans Merkezi Olarak İstanbul", **Ekonomik Trend Dergisi**, Y: 4, S: 16, (14-20 Nisan 1996), s.39.

⁹⁸ DİK, Saime; "Türkiye İsviçre'nin Yolunu Kesecek", **Trend Dergisi**, Y: 4, S: 10, (Mart 1993), s.9.

gelişmesine paralel olarak ortaya çıkan taleplerdir.⁹⁹ 1996 yılında Dünya Altın Konseyi tarafından "Turistlerin Altın Satın Alma Davranışları" konulu araştırmaya göre; turistlerin büyük çoğunluğu altını takı olarak almaktadırlar. Alman ve Rus turistler ise altını yatırım amacıyla tercih etmektedirler. Bir turistin ortalama olarak altın takı için 500 \$ harcadığı bunun ise turistlerin Türkiye'de harcadıkları toplam paranın ortalama % 13'ünü oluşturduğu saptanmıştır.¹⁰⁰ Araştırma sonuçlarından da anlaşıldığı gibi, yatırım amacıyla altın talebinin oluşmasında hem yurt içi hem de yurt dışı kaynak söz konusudur. Reel getiri oranı ve yatırımcının risk alabilme gücüne göre talep artmakta veya azalmaktadır.

İAB'nın arz tarafında ise; özellikle yurtdışı altın üreticileriyle bağlantılı profesyonel altın işiyle uğraşan kurum yer almaktadır. Diğer bir deyişle arzın büyük bir kısmı yurtdışı kaynaklı olmaktadır. İstanbul Altın Rafineri'sinin faaliyete geçmesiyle eski Sovyet Cumhuriyetlerinde varolan yüklü altın rezervleri İAB'nın potansiyel arzını oluşturabilecektir.¹⁰¹ Arz yapısını genişletmek amacıyla Hazine Müsteşarlığı 21 Şubat 1997 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Altın Standardı'na İlişkin İkinci Tebliğiyle Kazakistan ve Özbekistan'da faaliyet gösteren rafinerilerin altınlarının da İAB'da işlem görmesine olanak sağlanmıştır.¹⁰²

⁹⁹ SÖNMEZ, Cahit; "İAB", **Türkiye'de Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması**, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul, 1993, s.50.

¹⁰⁰ AKMAN, Murat; "Sadece Alman ve Ruslar Yatırım İçin Altın Alıyor", **Paramatik Dergisi**, S: 175, (6-12 Nisan 1997), s.265.

¹⁰¹ SÖNMEZ; "İAB", s.50.

¹⁰² **İAB Aylık Bülteni**, Mart 1997, s.1.

3.3.3. İAB'nın İşleyişi ve İşlem Esasları

İAB, spot alım-satımların yapıldığı fiziksel bir altın piyasasıdır. Vadeli işlemlere geçiş için hazırlıklar ve deneme seansları yapılmaktadır.

İAB resmi çalışma günlerinde saat 9.00 ile 18.00 arasında faaliyet göstermektedir. İşlemler 11.00-13.00 ve 14.00-16.00 saatleri arasında olmak üzere iki seansta gerçekleştirilmektedir. Seansın açılış fiyatı, İAB Yönetim Kurulu tarafından belirlenmektedir. Altın Borsası Aracılık Belgesi bulunan bankalar, Kıymetli Madenler Aracı Kurumları ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İAB'nda işlem yapabilmektedir. Üyeler altını kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, başkası hesabına kendi namına alım-satım faaliyetinde bulunurlar. 60 üye kapasiteli borsa salonunda işlemler, açık yazılı tekliflerin karşılaştığı çok fiyat ve sürekli müzayede sistemiyle gerçekleştirilmektedir. Borsada altın alıp satmak isteyenler bu isteklerini borsa üyelerine iletirler. Alım-satım emirleri genelde yazılı olarak verilir. Ancak borsa üyeleri telefon ya da benzeri iletişim araçlarıyla verilen emirleri de kabul edebilirler.¹⁰³

Borsada yapılacak işlemlerin emirlerini verirken dört tip teklif kullanılabilir. Bunlar; normal emir, standart külçe emri, blok emir, resmi müzayede'dir.¹⁰⁴

Normal emir; diğer üç tipin dışındaki tüm emirleri kapsar. Normal emir külçe maliyetli verilebileceği gibi maliyetsizde verilebilir. Külçe maliyetli emirler özel olarak rafinerilerce şekillendirilmiş altınlar için verilir. Bu nedenle, külçe maliyetli emirlerde

¹⁰³ ÖZTÜRK; s.85.

¹⁰⁴ RENÇBER Halil; **Ekonomi ve Siyasetin Nabzı Borsa**, Eramat Yayıncılık, 1995, s.205.

rafineri maliyetinin farklılığı normal emirleri farklı kılar. Altın alım-satım emri veren üyeler emirlerinde rafineri maliyetini ayrı gösterme serbestiyetine sahiptir. İstenildiği takdirde maliyet farkı işlem emirlerinde gösterilmeyebilir.

Standart külçe emri; dünya standartlarında kabul edilen 350 ons ile 430 ons arasında 995-999.9 ayarındaki külçeleri kapsar. 29 Mart tarihli 22242 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Hazine Müsteşarlığı tebliğinde yer alan 63 rafinerinin külçeleri İAB'da kabul görmektedir.

Blok emir; büyük miktarda altın alış ve satışını bölmeden blok olarak yapmak isteyen aracı kuruluş blok emir verebilir. Minimum blok emir miktarı 100 Kg'dır. Bu emir türü 20 Kasım 1995 tarihinde işlem türleri arasından çıkarılmıştır.

Resmi müzayede; mahkemelerin icra dairelerinin ve diğer resmi dairelerin borsada yapılmasını istediği altın alım-satımını kapsayan bir işlemdir. Bu tip işlemlerde borsa başkanlığınca belirlenecek bir sırayla aracı kuruluşlar müzayedeleri gerçekleştirirler.

Seans bitiminde oluşan fiyatlar üzerinden gerçekleşen alım-satım işlemleri sonucu her alıcının aldığı, her satıcının sattığı altın miktarı ve tutarı bordrolara dökülür ve ilgili üyelere bildirilir. Bordrolarda teşekkül eden her bir fiyata ait alım ve satımlar için ayrı ayrı olmak üzere, bir üyenin alımlarının hangi üyenin satımlarıyla gerçekleştiği gösterilir.¹⁰⁵

Alım-satım emirlerinde fiyat alıcının ve satıcının talebine bağlı olarak Türk Lirası ve ABD doları olarak iki türlü verilebilmektedir. TL. bazındaki emirlerde fiyat adımı

¹⁰⁵ ÖZTÜRK; s.85.

50 TL. dolar bazında da 5 cent ve katları olarak belirlenmiştir. Teklif formunda fiyatın dolar olarak verilip fiyat tipinin TL. olarak işaretlenmesi halinde emir geçersiz olmaktadır. Fiyatın dolar cinsinden verilmesi halinde fiyat tipinin dolar/ons, TL. cinsinden verilmesi halinde de fiyat tipinin TL/gr. şeklinde işaretlenmesi gerekmektedir.¹⁰⁶

Borsa üyelerinin satın alabilecekleri altın miktarı, borsa takas merkezindeki işlem teminatlarının 25 katıyla sınırlıdır. Borsa üyeleri ithal ettikleri işlenmemiş altınları 3 gün içinde borsa takas merkezine teslim etmek zorundadırlar. Ayrıca Gümrük İdareleri de ithal edilen altınların miktarını ve cinsini İAB Başkanlığı'na bildirmek zorundadırlar. Gerçekleşen alım-satım işlemleri seans anında merkezi bilgisayar ağıyla takas merkezine iletilir. Seansın bitiminden sonra takas işlemi başlamaktadır. TL. ya da ABD dolarıyla alım yapanların hesaplarında yeterli TL. veya ABD doları mevcutsa, isteyenlere takas merkezinde derhal mahsup işlemi yapılarak seans anında altınları teslim edilir. Aksi halde seansın bitiminden itibaren 1 saat içinde mahsup işlemleri tamamlanarak, hesap netleştirilmesi yapılır.¹⁰⁷

Hesapların netleştirilmesi sırasında TL. efektif ve dövizler arasında uygulanacak pariteler Borsa Başkanlığı'nca saat 12.00'de ilan edilir. Birinci veya ikinci seansta borsa kaydına alınan en son fiyat İAB'nın kapanış fiyatını oluşturmaktadır.¹⁰⁸

¹⁰⁶ "Altın Borsası Nasıl İşleyecek?", **Yeniyüzyıl Gazetesi**, 26 Temmuz 1995, s.14.

¹⁰⁷ ORAY, Murat; "Altın Borsası Nasıl Çalışacak?", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995, s.1.

¹⁰⁸ ÖZTÜRK, s.85.

3.3.4. İAB'nın Kurumları

İAB'nda, 16 Ekim 1993 tarihli yönetmelik gereği borsa aracılık belgesi olan kurumlar, altın alım-satımı yapmaktadırlar. TCMB, borsanın doğal üyesi olup, borsa üyelerinin sayısını Borsa Başkanlığı teklifleri doğrultusunda, toplam olarak veya gruplar itibariyle sınırlamaya Hazine Müsteşarlığı yetkilidir. Hazine Müsteşarlığı tarafından yayınlanan yönetmelik gereği; Türkiye'de yerleşik bankalar, yetkili müesseseler, altın aracı kurumları, Türkiye'de şube açmak kaydıyla yabancı kuruluşlar da İAB yönetmeliğinde belirtilen yükümlülükleri yerine getirdiklerinde İAB'na üyelikleri kabul edilmektedir.¹⁰⁹

Aracı kurumların İAB'na üye olabilmeleri için ilk olarak Hazine Müsteşarlığı'ndan ön izin almaları gereklidir. Ön izin için kıymetli maden aracı kurumlarının anonim ortaklık şeklinde kurulmaları, ödenmiş sermayelerinin 10 milyar TL.'dan az olmaması ve kurucularının bazı koşulları taşıması gerekmektedir. Gerekli bilgi ve belgeleri tamamladıktan sonra, Hazine Müsteşarlığı'ndan "Ön İzin Belgesi" alan aracı kurumlar, izin tarihini izleyen 180 gün içinde faaliyet izni için yine Hazine Müsteşarlığı'na başvuru yapmak zorundadırlar. Faaliyet izni için gerekli koşulları da yerine getirip faaliyet izni alan aracı kurum artık Hazine Müsteşarlığı'na "Borsa Üyelik Belgesi" almak için başvuruda bulunur. Bankalar "Ön İzin ve Faaliyet İzni" almadan doğrudan "Borsa Üyelik Belgesi" almak için başvuruda bulunabilmektedir.¹¹⁰

¹⁰⁹ BERKİ, Nermin; "İAB", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995, s.4.

¹¹⁰ "Altın Borsası Üyeliği ve Yükümlülükleri", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995, s.7

Üyelik belgesi alan aracı kurumlar, aracılık faaliyetleri kapsamında,¹¹¹

- Standartları ve saflık dereceleri Hazine Müsteşarlığı'nca belirlenen kıymetli madenler üzerinden gerekli yönetmeliklerde belirlenen esaslar çerçevesinde, kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına aracılık amacıyla kıymetli maden alım-satımı yaparlar.

- Türkiye'de ve yurtdışında yerleşik kişilerce ibraz edilen döviz, nakit çekleri ve efektifleri Merkez Bankası'nca tesbit edilen usul ve esaslar çerçevesinde satın alırlar ve anılan kişilere efektif satarlar.

- Merkez Bankası bünyesinde kurulan Döviz ve Efektif Piyasalarına Merkez Bankası'nca kendileri için öngörülen koşulları yerine getirmeleri kaydıyla girerler. Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasalarına katılmaları kabul edilen banka ve diğer kuruluşlar ile TL.'sına , dövize ve efektife ilişkin işlemleri merkez bankasınca belirlenecek kurallar çerçevesinde kendi aralarında yaparlar.

- İşlenmemiş kıymetli madenler ile işlenmiş veya işlenmemiş kıymetli taşların ve bunlardan mamul kıymetli eşyaların ithalat rejimi çerçevesinde ithalini, işlenmiş ve işlenmemiş kıymetli maden ve taşların geçici ithalini ve işlendikten sonra mamul ve yarı-mamul kıymetli eşya ve taş olarak ihracını yaparlar.

¹¹¹ HM'ndan Kıymetli Madenler Borsası Üyelik Belgesi Verilme Esaslarıyla, Kıymetli Madenler Borsası Aracı Kurumlarının Kuruluş ve Faaliyet Şartlarına İlişkin Yönetmelik, **T.C. Resmi Gazete**, 16 Ekim 1993, S. 21730.

3.3.5. İAB'nın Araçları

Altına dayalı yatırım araçları fiziki ve finansal araçlar olmak üzere iki grupta incelenebilir. Fiziki altına dayalı araçlar; külçe altın, külçe sertifikaları, külçe hesapları, teslim emirleri ve sikkelerdir. Altına dayalı finansal araçlar ise; altın hisse senetleri, altın depo hesapları, altın yatırım fonları, altına endeksli tahviller, altınla ilgili varlığa dayalı menkul kıymet, altına dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri'dir.¹¹²

3.3.5.1. Fiziki Altına Dayalı Araçlar

Külçe Altın: Yatırımın bizzat külçe halinde altına yapılmasıdır. Altın fiyatlarının artmasıyla getiri sağlayan, kolayca uluslararası kabul gören ve istenildiği an nakde çevrilebilen kıymetli maden türüdür. Bu avantajları yanında külçe altına yatırım yapmanın bazı dezavantajları da söz konusudur. Dezavantajları arasında dönemsel getiri sağlamaması, saklama masrafı ve çalınma riskinin bulunmasıdır.¹¹³

Türkiye'de kullanımı olan bir araç türüdür. İAB'nın faaliyete geçmesiyle birlikte külçe altın alım-satım Merkez Bankası'nın tekelinden çıkmış, İAB'na üye bankalar ve aracı kurumlar tarafından çok fiyat ve sürekli müzayede sistemiyle gerçekleştirilir hale gelmiştir.

Sikkeler: Para olarak basılanlar ve parasal özelliğe sahip olmayanlar olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Para olarak basılanlar, fiziki durumlarına ve antika özelliklerine göre, diğerleri ise içerdiği altın miktarı, takısal özelliği, saflık gibi

¹¹² AYTOĞU, Kaan Rasim; "Altın Bankacılığı", **T.B.B. Bankacılar Dergisi**, Y. 7, S. 18, Eylül 1996, s.50.

¹¹³ SÖNMEZ; "Altına ...", s.52.

koşullara bağlı olarak alınıp satılırlar. Fiyatları, kısmen külçe fiyatlarından kısmen de fiziki özelliklerinden etkilenir.¹¹⁴

Külçe Altın Sertifikası: Genellikle belli bir miktar altının sakmaya alındığını ve talep üzerine, istenildiği zaman belge hamiline teslim edileceğini ifade eden ibareler içeren bir enstrüman çeşididir. Külçe sertifikalarının karşılığı olan altınlar belli standartlardadır ve sertifikaların içeriklerinin daha sonra değiştirilmeleri söz konusu değildir. Belge hamilinin ihraççı kuruluşa belirtilen miktarda külçe altına sahip olduğunu gösterdiklerinden bir çeşit emanet makbuzudurlar. Sertifika pazar değerinden her zaman nakde çevrilebileceği gibi teminat olarak da kullanılabilir ve mülkiyeti devredilebilir. Sertifika sayesinde fiziki altında saflığın tespitinde muhtemel olan yanılma ve aldatılmalar ortadan kaldırılmış olmaktadır.¹¹⁵

Bu enstrüman daha çok saklama maliyetlerinde ve külfetinden kaçınan yatırımcılara hitap etmektedir. Fiziki altından da esas itibariyle bu yönüyle ayrılır. Fiziki altında söz konusu olan doğrudan temasın ve el altında bulundurmanın verdiği tam güven, sertifikada yerini ihraççı kuruluşa karşı güven duymaya bırakmaktadır. Böylece ihraççı kuruluşun iflası, suistimaller ve diğer riskler söz konusu olabilmektedir. Ayrıca gizlilik, güven ve yasal prosedür dışında kalmak gibi bazı güdeleri olumsuz şekilde etkilemektedir. Külçe sertifikaları da aynı külçe altında olduğu gibi dönemsel getiriye konu olmamaktadır.¹¹⁶

Külçe Hesapları: Kullanımı fazla yaygın olmayan enstrümanlardır. Bankalarca açılan ve genellikle büyük yatırımcılara hitap eden külçe hesaplarını ifade

¹¹⁴ SÖNMEZ; "Altına...", s.53.

¹¹⁵ ŞENER-AKMAN; s.90.

¹¹⁶ ÖZBAY, Remzi; **Altın Sertifikası ve Yatırım Fonlarında Değerlendirilmesi**, SPK Ar. Rap. No. DEDA/V-1/10-10, 1989, s.27.

eder. Bunlar; ipotekli ve ipoteksiz olmak üzere, iki gruba ayrılır. İpotekli olanlarında; bankaya teslim edilen belli seri numalarındaki altınları aynen; ipoteksiz olanlarda ise mislen iadeyi taahhüt etmektedir.

Teslim Emirleri: Daha çok depo denen saklama yerleri tarafından, emanete alınan altınları temsilen verilen, misli özelliği olmayan gayri standart emanet makbuzlarıdır. Bazen bir çubuk altın da birden fazla kişinin müşterek mülkiyetini gösterir.¹¹⁷

Külçe altına denk sayılabilen külçe altın sertifikası, külçe hesapları ve teslim emirleri bankalara altın depo hesaplarının ve altın kredisi verme olanaklarının tanınmasıyla uygulama alanı bulmuştur. Ancak bu araçlar yurtdışı uygulamalarında altına alternatif olmaktan çok çalınma ve saklama riskini ya da maliyetlerini düşürmek amacıyla kullanılmaktadır. Bu nedenle de Türkiye'de İAB'nın kuruluş amacına hizmet etmediklerinden şu anda uygulanmamaktadırlar.

3.3.5.2. Altına Dayalı Finansal Araçlar

Altın Hisse Senetleri: Genel anlamda "altın çıkaran madencilik veya bunlara kaynak sağlayan finansman şirketlerince ihraç edilen hisse senetlerini"¹¹⁸ ifade etmektedir.

Hukuki niteliğine göre altın senedi; "ibareleri aynı olan, misli, dönemsel gelir getiren veya iskonto esasıyla satılan, seri halinde çıkarılan, belli bir meblağı temsil

¹¹⁷ SÖNMEZ; Altına... , s.53; ŞENER-AKMAN; s.91.

¹¹⁸ RENÇBER; s.207.

eden ve hamiline alacaklılık hakkı sağlayan bir menkul kıymet"¹¹⁹ olarak tanımlanmaktadır.

Fiziki altınla mülkiyet veya rehin şeklinde bir bağ bulunmamaktadır. Menkul kıymet olarak sermaye piyasalarında, altın sektörünün karlılığına bağlı olarak tedavül edilirler.¹²⁰

İMKB'da işlem gören hisse senetleri ise; "bir anonim şirketin sermayesinin birbirine eşit paylarından bir parçasını temsil eden ve kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen hukuken kıymetli evrak niteliğinde bir belge"¹²¹ olarak tanımlanmaktadır.

Tanımdan da anlaşıldığı üzere hisse senetleri bir ortaklık senedi olduğu için sahibine pay alma hakkı, şirketin yönetimine katılma ve oy kullanma hakkı, rüçhan hakkı, tasfiyeden pay alma hakkı ve şirket faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkı gibi imtiyazlar tanınmasını sağlar. Aynı zamanda hisse senetleri sahiplerine bazı mali sorumluluklarda getirir.¹²²

Altın hisse senetleri İMKB'nda işlem gören hisse senetleriyle hiç bir benzerliği bulunmamaktadır. Çünkü altın hisse senetleri bir ortaklık senedinden çok altına fiziki olarak sahip olmadan kağıt üzerinde mülkiyeti gösterir. Altın hisse senedi alan yatırımcının hiçbir imtiyazı ve mali sorumluluğu bulunmamaktadır.

¹¹⁹ YILDIRIM; Türkiye'de..., s.51.

¹²⁰ SÖNMEZ; "Altın ...", s.53.

¹²¹ BÜKER-AŞIKOĞLU-SEVİL; s.267.

¹²² ÇAPANOĞLU, M. Birol; **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 1993, s.41.

Altın hisse senetleri sayesinde yatırımcı; işlenmemiş standart altın fiyatlarındaki değişmelerden doğacak bir sermaye kazancı ve belirli bir faiz getirisi sağlamakta, ayrıca fiziki altına kıyasla çalınma, yıpranma, taşınma ve aldatılma risk ve maliyetlerinden kurtulmuş olmaktadır.¹²³

Altın Depo Hesapları: 27 Ocak 1995 tarih ve 22184 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 32 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'na dayanılarak çıkartılan 95/32-13 sayılı tebliğ ile bankaların altın depo hesabı açmalarına ve vermelerine imkan tanınmıştır.

Fiziki altına dayalı olarak hesaplar gram üzerinden 1000 ayar saf altına dayalı olarak çalışmaktadır. Banka fiziki olarak altını (bilezik, küpe vb.) almakta ve ne kadar has altın içeriyorsa onu temsil eden altın depo hesap cüzdanı vermektedir. Buradan elde edilen altın da altın kredisi olarak kuyumculara verilmektedir.¹²⁴

Altın depo hesapları kapsamındaki al kalemler; altın mevduat hesapları, altına endekli mevduat hesapları ve altın biriktirme planları'dır.¹²⁵

Altın mevduat hesaplarında tasarrufça belli bir miktar altını veya altının TL. karşılığını bankaya yatırmakta, hesabı vadesiz ise istediği anda, vadeli ise vade

¹²³ ÖZBAY-YILDIRIM; s.51.

¹²⁴ YARDIMCI, Salih; "Banka Talep Görecek", **Ekonomik Trend Dergisi**, Y. 3, S. 6, 5-11 Şubat 1995, s.15.

¹²⁵ AKHAN; Altın: Dünya..., s.40.

sonunda hesabından faiziyle birlikte altını ya da altının o günkü rayiç fiyatından TL karşılığını çekebilmektedir.¹²⁶

Altın biriktirme planlarında, yatırımcılar bankayla bir anlaşma imzalamakta ve belirli bir vade için yatıracağı parayı bankaya teslim etmektedir. Belirlenen vade içerisinde para, banka tarafından düzenli olarak altın alımına tahsis edilmekte, paranın altın alımında kullanılmamış kısmı yatırımcı adına işletilmekte, böylece yatırım sahibi vade sonunda reel altına sahip olmaktadır. Japonya'da başarıyla uygulanan bu sistem, Türkiye koşullarına uygun olarak Türkiye İş Bankası tarafından geliştirilmiştir.¹²⁷ Türkiye'de 1995 yılında uygulanmaya başlayan altın depo hesapları altın sahiplerine; ücretsiz altın saflaştırma, devlet güvencesi, sürekli gelir ve kredi dayanağı gibi avantajları da sağlamaktadır.¹²⁸

Altın Yatırım Fonları Katılma Belgeleri: Altın yatırım fonları 19.2.1996 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan tebliğle yatırım fonları içerisinde yerini almıştır.¹²⁹ Tebliğe göre "fon, portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar"¹³⁰ altın ve diğer kıymetli madenler fonu olarak tanımlanmıştır. Aynı tebliğle hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenlerle bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin % 20'sinden az olmayan karma

¹²⁶ Vakıfbank Yatırım Bankacılığı Başkanlığı İstatistik ve Araştırma Birim Müdürlüğü; **Yatırım Bankacılığı El Kitabı**, s. 31; ŞENER-AKMAN; s.92; ÖZBAY-YILDIRIM; s.55.

¹²⁷ TEVFİK, Gürman; "Altın Bankacılığı", **T.B.B. Bankacılar Dergisi**, Y. 7, S.18, Eylül 1996, s.56.

¹²⁸ "Altın Bankacılığı Sürekli Gelir Sağlıyor", **Ekonomik Trend Dergisi**, Y.3, S.11, 11-17 Mart 1995, s.36.

¹²⁹ **İAB Aylık Bülten**, Aralık 1996, s.1.

¹³⁰ **T.C. Resmi Gazete**, 19 Aralık 1996, S.22852.

fonlar kurulmasına da izin verilmiştir. Altının ve diğer kıymetli yatırım fonlarının diğer yatırım fonlarından kuruluş ve çalışma esası bakımından bir farkı bulunmamaktadır.

Standart fiziki altın veya altına dayalı mali araçları portföyüne alan yatırım fonlarına katılma belgeleri sayesinde, altına yönelik tasarruf talebinin sermaye piyasasına çekilmesi mümkün hale gelmiştir. Böylece, tasarruf sahipleri profesyonel portföy yönetimi ve risk dağıtımı ilkelerinden de faydalanabileceklerdir.¹³¹

Altına Endeksli Tahviller: Tahvil, anonim şirketlerin ödünç para bulmak için, itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir.¹³²

Enflasyonist ortamda uzun süreli borç verilmiş sermayeler, geri ödeme tarihinde satın alma gücünün büyük bir bölümünü kaybetmektedir. Bu kayıplar borç süresince alınmış faiz tutarını da etkilemektedir. Sermaye sahiplerini para değerinin düşüşlerinden kurtarmak amacıyla dövize ya da altına endeksli tahviller düzenlenmiştir.¹³³

Altına endeksli tahvillerde değişken faizli tahvillerde her yıl ödenecek faizin belirli bir altın miktarı üzerinden hesaplanması Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre Sermaye Piyasası Kurulu kararıyla imkan dahilindedir. Ama uygulanması için Sermaye Piyasası Kurulu'nca karar verilmesi gerekmektedir. Hem faiz hem de ana paranın altın cinsinden ifade edildiği bir tahvil modeli geliştirilerek işlerlik kazandırılabilir. Bu tür mali araçlar şirketleşmeye gidilmesi

¹³¹ ÖZBAY; s.42.

¹³² ÇAPANOĞLU, s.47.

¹³³ BÜKER-AŞIKOĞLU-SEVİL; s.367; ÇAPANOĞLU; s.50.

durumunda özellikle kuyumculuk sektörü için uygun olacaktır. Böylece altının getirisine olan spekülâtif amaçlı talep yatırım fonlarına kaydırılarak toplanan fonun bir kısmının da sanayiye aktarılması mümkün olabilecektir.

Altına Dayalı Menkul Kıymet: Sermaye Piyasası Kanunu'nun Seri III, 14 No'lu tebliğ hükümlerine göre ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler ihraççıların ticari işlemlerinden doğmuş alacaklarıyla temellük edecekleri alacakları karşılığında çıkardıkları menkul kıymetlerdir. Altına dayalı menkul kıymette, bankaların altın veya altına dönüştürülebilir TL. cinsinden kuyumculuk sektörüne açmış oldukları kredilerin geri ödemelerine dayalı bir mali araçtır.¹³⁴

Fiziki altın kredilerinin genişlemesi paralelinde ona dayalı olarak altına dayalı menkul kıymetler de uygulama imkanı bulmuştur. Dolayısıyla bankalar fiziki altın kredilerini bu şekilde fonlama imkanına kavuşmuşlardır.¹³⁵

Altına dayalı menkul kıymet hukuki olarak, varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) niteliğinde olacaktır. Ayrıca altına dayalı menkul kıymet munzam karşılık düzenlemelerine tabi olmadığından, kuyumculuk kesimine düşük maliyetli kredi açılmasına imkan vermektedir. Mevcut düzenlemelerde ticari krediler varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) uygulamasında kapsam dışı tutulurken, altın veya altına dönüştürülebilir TL. karşılığı cinsinden ticari kredilere imkan tanımaktadır.¹³⁶

Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri: İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliğinin 18 Ekim 1996 tarihinde Resmi Gazete'de

134 KARACAN, Ali İhsan; "Altın Piyasalarının Yeniden Yapılanması Projesinde Sermaye Piyasasının Rolü", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995, s.2.

135 AKHAN; "Altın ...", s.52.

136 AYTOĞU; "Altın ...", s.50.

yayınlanmasını müteakip yazılım ve donanım çalışmalarına da hız verilmiştir. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Mart 1997 tarihli yazısıyla da bu piyasada işlem yapmak isteyen aracı kuruluşlara başvuruda bulunmaları için çağrı yapılmıştır. İAB ve İMKB aracı kuruluşları tarafından SPK'ya yapılan başvuruların sonuçlanmasını müteakip vadeli piyasa çalışmaları son aşamasına gelmiş olacaktır.¹³⁷ Dünya borsalarında gerçekleşen altın işlemlerinin büyük çoğunluğu vadeli altın işlemleridir. Vadeli altın işlemleri, spot işlemlerin neredeyse 10-15 katı kadar fazla gerçekleşmektedir. Spot işlemlerin vadeli işlemlerden fazla yapılmasının en büyük nedeni özellikle 1975 yılından sonra kendisini gösteren yüksek enflasyondur.¹³⁸

Hane halkı tasarrufların, spekülatif amaçlı vadeli işlem sözleşmelerine yönelmesi, bu fonların sağladığı likiditeyle piyasa belirsizliğinin asgari düzeye indirilmesi, madencilik, altına dayalı sanayi ve mücevherat sektörünün yatırımlarını satmak suretiyle, primden doğan fon toplama imkanı da sağlanmaktadır. Bu mekanizma, yalnızca altına dayalı sanayilere değil, altına alternatif sanayilere de bazı imkanlar sağlayacaktır.¹³⁹

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

¹³⁷ İAB Aylık Bülteni; Mart 1997, s.1.

¹³⁸ SAĞLAM, M.Hakan; "Kapalıçarşı Altın Borsasında Altın Alım-Satım Yöntemleri", **Türkiye İktisat Dergisi**, Kasım 1991, s.68.

¹³⁹ BERKİ, Nermin; "İstanbul Altın Borsası", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995, s.4; RENÇBER;s.209.

kaynaklanan riskleri asgari düzeyde tutmayı ve sorunlardan uzak kalmayı arzulayan piyasa katılımcıları, vadeli piyasalarda işlem yaparak bu gibi olumsuzlukları kısmen veya tamamen ortadan kaldırmaktadır. Zaten vadeli işlemlerde amaç, altına dayalı geleceğe yönelik spekülasyonun gerçekleştirilebilmesi ya da çeşitli risk aktarım mekanizmalarının devreye sokulabilmesidir. Vadeli piyasalarda işlem yaparak riskten korunmayı amaçlayan kişilerin talepleri büyük oranda spekülasyoncular tarafından karşılanmaktadır. Spekülasyoncular fiyatlardaki yükseliş veya düşüşlerden kazanç sağlamayı arzulayan kişilerdir ve genelde sadece vadeli piyasalarda alış-veriş yapmaktadırlar. Vadeli piyasaların vazgeçilmez unsurlarından olan spekülasyoncular, ani fiyat düşüşlerine ve yükselişlerine bir yönde set koymaktadırlar.¹⁴⁰ Bu ve benzeri avantajları sağlayan vadeli işlemler sayesinde İAB'nda araç çeşitliliği sağlanmış olacak, bu da piyasaya katılımın ve işlem hacminin artmasına neden olacaktır. Ayrıca vadeli işlemlere geçişle birlikte uluslararası piyasalara entegrasyon daha hızlı ve kolay şekilde gerçekleşecek sonuçta İstanbul'un global bir finans merkezi olma yolunda hızla ilerlemesi söz konusu olabilecektir.

Altına dayalı vadeli işlemler piyasası, Türkiye'de uluslararası normlara uygun ve piyasa riski elimine edilmiş bir ortamda işlem yapmak isteyenler için uygun bir piyasa ortamı yaratacaktır. Örnek vermek gerekirse belli bir tarihe sipariş almış mücevherat üreticisi altın fiyatlarında oluşacak fiyat risklerine karşı kendini 'hedge' edebilecek yani koruyabilecektir. Bu da kuyumculuk sektörümüzün dünya ölçeğindeki rekabet gücünü arttıracaktır. Diğer taraftan bu fiyat oynamalarından para kazanmak isteyenler uzun pozisyon veya kısa pozisyon alabileceklerdir. Bu vesileyle Türk finans sistemine yeni bir enstrüman sunulmuş olacaktır. Vadeli piyasalar, spot piyasalara nazaran bir takım operasyonel avantajlara sahiptirler. Bunlar daha düşük işlem maliyeti, yüksek likidite, daha kolay açığa satış imkanıdır. Yüksek likiditenin

¹⁴⁰ SAĞLAM, M.Hakan; "Türkiye'de Altın", **Finans Dünyası**, Temmuz 1992, s.81.

sebebi daha düşük maliyetlerle piyasaya katılabilme imkanından kaynaklanacaktır. Diğer taraftan vadeli piyasalar bir malın gelecekteki fiyatını gösterdiği için, üretici ve tüketicilere kendi mali planlamalarında gelecekteki fiyatlar hakkında fikir vererek verimliliğin artmasına neden olacaktır.¹⁴¹

3.3.6. Dünyadaki Uygulamalarla İAB Uygulamalarının Karşılaştırılması

İAB kurulurken, öncelikle Türkiye'deki piyasanın koşulları araştırılmıştır. Daha sonra dünyadaki çeşitli piyasaların şartları incelenmiş ve o piyasalarda nasıl işlem yapıldığı araştırılmıştır. Ancak araştırmalar sonucu örnek alınabilecek bir model ya da herkesin uyguladığı standart bir modelin olmadığı ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla değerlendirme yapıldıktan sonra Türkiye'ye özgün bir sistem oluşturulmuştur.

Dünyada en çok altının işlem gördüğü İsviçre piyasasında aslında üç büyük banka arasında centilmenlik anlaşması bulunmaktadır. Bu bankalar perakende işlemlerde kullanılmak üzere her gün biraraya gelerek fiyatı oluşturmaktadır. Ancak büyük işlemler yapacakları zaman herkes kendi fiyatını uygulamaktadır. İsviçre piyasasından yılda ortalama 1000 ton altın geçmektedir. Yılda 500 ton altının geçtiği Londra piyasasında ise eskiden 5 üye bulunmaktaydı. Üyeler günde 2 defa toplanıp fiyat belirlerler ve bu fiyat diğer seansa kadar geçerli olurdu. Halen üye sayısı 14'tür. Ama Londra'daki sistem İsviçre'deki sisteme benzemeyen, oturum esnasında belirlenen bir piyasa düzenidir. Bunlar fiziksel piyasalardır. Bir diğer fiziksel piyasa olan Hong Kong ise Çin'in dışa açılan kapısı olarak gelen altının geçtiği piyasadır. Bu piyasada tamamen farklı bir yapı bulunmaktadır. Fiziksel altın Londra ve İsviçre'dekine benzemeyen ağırlıktaki barlarla bir nevi sonu olmayan futures işlemler

¹⁴¹ İAB Aylık Bülten; Nisan 1997, s.1.

yapılmaktadır. Yani alıcılarla satıcıların pazarlığını yaptığı altın külçenin onsunun ya da gramının fiyatı yerine o altının bugün teslim edilmemesi için satıcıların verecekleri faizin miktarı tartışılmaktadır. Tokyo'da ise tamamen elektronik sistem geçerli durumdadır. Yani aracı kurumlar kesinlikle birbirlerini görmeden bir bilgisayar odasında 7-8 uzman sistemin devamlı çalışmasını sağlamaktadırlar. Bütün aracı kurumların ofislerinde birer bilgisayar ve işleme uygun özel bir klavye bulunmaktadır. Buradaki özel tuşlarla alım-satım yapılmaktadır. ABD'de önemli bir futures işlem hacmi vardır. ABD'de de bilgisayarlı olmayan ancak pazarlıkla çalışan bir sistem mevcuttur.¹⁴²

Türkiye'deki sistem öncelikle fiziksel alış-veriş sistemi (spot piyasa) olarak faaliyete geçmiştir. Sistem içinde fiziksel alış-verişin yanısıra teslimat olmadan günlük netleştirme ile işlemlerin gerçekleştirilmesi de imkan dahilinde bulunmaktadır. Dolayısıyla İstanbul, fiziksel altın transferinin gerçekleştiği, bu sayede borsanın kendini minimum çevirebildiği, kağıt üzerinde alış-verişlerin yapıldığı borsanın hacminin büyüdüğü bir piyasa olarak çalışmaya başlamıştır. Vadeli işlemler için gerekli hazırlıklar yapılmaktadır. Vadeli işlemlere de başlanmasıyla İAB sistemi tamamen oturmuş olacaktır.

3.3.7. Dünyada Oluşan Fiyatlarla İAB'nda Oluşan Fiyatların Karşılaştırılması

Dünyadaki spot piyasalarda fiyat belirleme, uluslararası külçe altın fiyatlarında alım-satım emirlerinin çakıştırıldığı fiyat belirleme seanslarına karşılık gelmektedir. Arz-talep koşullarına göre tespit edilen fiyat, altın üreticileri, hammadde kullanıcısı

¹⁴² AKMAN, Murat; "Borsa Uluslararası İşlem Hacmine Ulaşacak", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995, s.6.

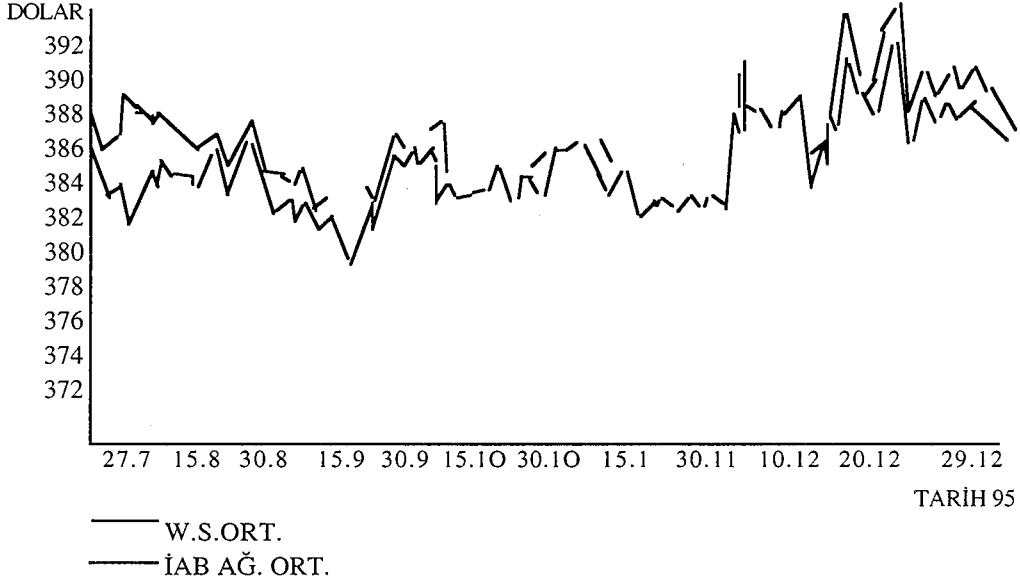
sanayiciler, yatırımcılar, spekülâtörler ve hatta uluslararası haber ajansları tarafından referans fiyat olarak alınmaktadır. Seans oturum başkanının açılış fiyatını anons etmesiyle başlamaktadır. İAB'nda da fiyat İAB yönetim kurulu tarafından bir önceki seansın açılış-kapanış fiyatı ve arz-talep koşulları dikkate alınarak belirlenmektedir. Dünyadaki spot piyasalarda oluşan fiyatlarla İAB'nda oluşan fiyatlar arasında çok büyük farklar bulunmamaktadır. Böyle bir durum sadece İAB'nın faaliyete başladığı ilk aylarda belirgin şekilde görülmüştür.

İAB'nın faaliyete geçmesi sonrasında Türkiye ile dünya fiyatları arasında altının onsunda zaman zaman 3-4 dolarlık bir fark oluşmuş ve fiyatta istikrar sağlanamamıştır. Türkiye'de altın dünya fiyatlarından pahalı olduğundan sektörde kısa dönem için ihracat rekabeti ortadan kalkmış ve sıkıntıya neden olmuştur. Fiyat farkının bu kadar yüksek olmasının nedeni ise, aracı kurumların hazırlıksız olmalarından kaynaklanmıştır. Yaz ayları sezonu olduğu için tüketim artmış, ithal edilen ürün yetersiz kalmıştır. Kısa dönemde yaşanan bu durum kuyumculuk sektörünün tepkilerine yol açmış ama yavaş yavaş arz-talep dengesi yeniden sağlanmış ve arbitraj imkanı ortadan kaldırılmıştır. (Tablo 11)

1996 yılı Ocak ayında dünya altın fiyatlarındaki hızlı fiyat artışı nedeniyle İAB'nda hareketli günler yaşanmıştır. Dünya piyasalarında ve bunun yansıması olarak İAB'nda yaşanan bu değişimler, altının para piyasalarında önemli bir alternatif yatırım aracı ve fon oluşturma gücünü ortaya koymuştur.

Tablo 11

İAB ve World Spot Ağırlıklı Ortalama Fiyatları (\$)



Spot altın ticareti 1995 yılı verilerine göre; dünyadaki toplam altın arzı 2296 ton olarak gerçekleşmiştir. İAB'nın açılışından bugüne kadar göstermiş olduğu performans ve mevsimsel trenddeki artış da göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye İAB ile dünya spot altın ticaretinde % 10'luk bir paya sahip olma potansiyelini elinde bulundurmaktadır. Türkiye'nin yurt içi altın talebini karşılama yanında önemli altın talebinin bulunduğu Orta Doğu ve Yakın Doğu'da bir spot altın ticareti merkezi olma durumundadır.

3.3.8. Altın Borsasının Etkin ve Verimli Şekilde Çalışması İçin Yapılanlar ve Yapılması Gerekenler

1980 sonrası Türk mali sisteminde yaşanan gelişmeler, altına alternatif olabilecek araç veya tekniklerin geliştirilmesi ya da mevcut sistemde varolan para ve sermaye

piyasası araçlarının cazibesinin artırılması gerekliliğini ortaya koymuştur. Sonuçta gerekli hazırlıklar yapılarak spot altın ticaretinin gerçekleştirildiği İAB kurulmuştur. İAB kuruluşundan itibaren ortaya çıkan aksaklıkları gidermek için gerekli kararları almıştır.

İAB faaliyete ilk başladığında tek seansta işlemler gerçekleştirilmiş, daha sonra 20 Kasım 1995'te çift seansa geçilmiştir. Böylece altın ile ilgili fiyat oluşumunda İAB'nın belirleyici olmasının gün içinde sürdürülmesi amaçlanmıştır. İkinci bir seans işlem hacmini artırırken İAB üyelerine daha uzun süreli işlem yapma ve İAB'da işlem saatleri süresince üyelere uluslararası piyasaları izleyebilme ve bu piyasalardaki fiyat değişimlerine göre pozisyon alabilme şansı yaratmıştır.

Yine aynı tarihli kararlar işlem türleri arasında yer alan "Blok İşlem" türü kaldırılmış ve takas sisteminde değişiklik yapılmıştır. "Blok İşlem" türü toplu olarak altın alım ya da satımı gerçekleştirmek isteyen aracı kuruluşlara kolaylık sağlamak amacıyla konulmuş olmasına rağmen uygulamada üyelerin tescil işlemi gerçekleştirdikleri bir emir türü olarak kullanılmış, bu nedenle alıcı ve satıcıların eşit şartlarda karşılaşabilmelerini sağlamak için bu emir türü işlem türleri arasından kaldırılmıştır. Ayrıca, tescil işlemlerini engellemek amacıyla aynı üyeye ait aynı fiyattan alım satımların olması durumunda işlem hemen gerçekleştirilmeyip bilgisayar sistemi tarafından 3 dakikalık bir bekleme süresi konularak diğer üyelerin de bu fiyatlardan alım satım gerçekleştirebilmeleri sağlanmıştır. Böylece alıcı ve satıcıların borsa ortamında eşit olarak karşılaşma imkanı arttırılmıştır. Takas sisteminde gerçekleştirilen değişiklikler ise daha önce sadece iki gün valörle (spotta) yapılabilen ABD Doları üzerinden gerçekleştirilen işlemlerin aynı gün ve bir gün valörle yapılabilmesi şeklinde olmuştur. Dolar karşılığı altın alım satımlarının aynı gün ve 1

gün valörle yapılabiliyor olması Dolar bazında işlemlerin sayısının ve hacminin artmasını sağlamış, TL karşılığı işlemlerde yaşanan yığılma azaltılmıştır.

Dünyada altın tüketicisi olan ülkeler arasında önemli bir konuma sahip olan Türkiye'de, İAB gerçekleştirilen değişikliklerle uluslararası piyasalara daha yakınlaşmış ve altın piyasasının da fiyat oluşumu ve işlem ağırlığını bünyesinde toplamayı başarmıştır.

Altın sektörünün liberalizasyonu projesinin diğer yakları olan altın rafinerisi ve altın bankacılığı konusunda da çalışmalar yapılmış, İAR A.Ş.'nin fizibilite etüdü tamalanmış ve Avustralya'lı Gold Corporation firmasıyla hissedarlık ve teknolojik destek konularında anlaşmaya varılmıştır. Bankacılık konusunda da, 22 Temmuz 1996'da Mevduat Munzam Karşılıkları, Disponibilite Oranları ve Kaynak Kullanımı Destekleme Fonuyla (KKDF) ilgili değişiklikler yapılmış ve uygulanan % 6'lık KKDF kesintisi, % 3'lük disponibilite bulundurma ve % 13'lük mevduat munzam karşılıkları zorunluluğu sıfırlanmıştır. Böylece halkın elinde bulunan altın altın kaynaklarını toplama ve kuyumculuk sanayiine kaynak sağlama amacıyla olan altın bankacılığının gelişmesi yönünde adımlar atılmıştır.

Ama yapılması gerekenler bunlarla sınırlı değildir. İAB'nın kuruluş amacından hareketle yapılması gereken bir diğer şey de, halka altın borsasının ve altın bankacılığının anlatılması, yani halkın bu konuda bilinçlendirilmesidir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ALTIN FİYATLARINI ETKİLEYEN EKONOMİK FAKTÖRLERİN ANALİZİ VE GELECEKTEKİ ALTIN FİYATLARININ BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

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

1. DÜNYADA ALTIN FİYATLARININ BELİRLENMESİ

Altının gerçek değeri daima sabit kalmakla birlikte, altın fiyatları sürekli değışim içindedir. Fiyatlardaki değışim gün içerisinde yüzlerce hatta binlerce defa olmaktadır. Bütün dünyada belli bir zaman periyodu içerisinde altın fiyatlarının genel seyrini takip edebilmek için, Londra borsasında belirlenen fiyatlar esas alınmaktadır. Altın fiyatlarının serbest bırakılması sonrasında, siyasal istikrarsızlıklar ve savaşlar altın fiyatlarını önemli ölçüde etkilemiştir. Altın fiyatını etkileyen etmenlerin diğerlerini de şu şekilde sıralayabiliriz.¹⁴³

¹⁴³ RENÇBER; s. 215; EROLGAÇ; s.210.

- Arz, talep etkisi,
- Emisyon; ödemeler dengesi, para arzı,
- Altın üreticisi ülkelerin piyasayı yönlendirmesi; Güney Afrika, eski S.S.C.B. ve diğer ülkelerin satışları,
- Para otoritelerinin alışları ve satışları,
- Ekonomik ve siyasi durum,
- Alternatif yatırımların seyri,
- Endüstriyel alım,
- Enflasyon,
- ABD dolarının diğer paralar karşısındaki seyri,
- Tasarrufların alımları.

1980 sonrasında ülkemizde sıkı para politikası uygulanmıştır. Sıkı para politikasıyla birlikte faizler yükselmiş, dolara rağbeti artmış ve dolar fiyatının aşırı derecede yükselmesine neden olmuştur. Bu yüzden altının fiyatı başka para birimleriyle dolar fiyatından çok daha fazla yükselmiştir. Altının ulaştığı bu yüksek fiyat düzeyi stokçuları harekete geçirmiş ve piyasaya hızla altın sürülmeye başlanmıştır. Yaşanan olaylar sonucu altın tırmandığı fiyatta tutunamamış ve fiyatlarda hızlı bir iniş başlamıştır. Sonraki yıllarda da bu inişler çıkışlar devam etmiştir. Ama 1988'den itibaren "Özellikle uluslararası sermaye piyasalarının gösterdiği hızlı gelişme, Doğu Bloku ülkelerinin geçirdiği siyasi ve ekonomik değişimlerle altın satışlarını hızlandırmaları fiyatlardaki yavaşlama eğilimini daha belirgin hale getirmiştir."¹⁴⁴

¹⁴⁴ Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü, s.12.

Tablo 12: 1970-1995 Yıllarında Altın Fiyatları

Yıllar	En Düşük \$/Ons	En Yüksek \$/Ons	Ortalama \$/Ons
1970	120.06	145.55	122.79
1971	122.25	144.07	133.65
1972	138.77	222.18	184.60
1973	191.20	180.02	291.24
1974	309.84	533.28	430.00
1975	319.00	461.47	430.00
1976	242.89	329.37	292.92
1977	285.35	370.80	325.75
1978	341.46	500.28	396.77
1979	400.72	969.66	567.49
1980	775.46	1390.60	1002.4
1981	581.71	890.69	683.55
1982	416.60	685.80	527.58
1983	509.65	696.56	577.56
1984	396.62	532.13	471.30
1985	359.49	431.13	401.13
1986	404.82	549.80	456.90
1987	468.00	603.30	535.28
1988	449.35	560.52	504.46
1989	392.74	460.53	420.39
1990	363.20	444.93	402.76
1991	344.25	403.00	362.26
1992	337.00	337.00	354.17
1993	341.00	394.00	373.84
1995	377.00	391.00	384.42

Kaynak: T.C. Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor**, 1996, s.165;

SAĞLAM; Dünya..., s.179.

1993 yılının Nisan ayında Güney Afrika'nın bazı maden yataklarında işçilerin grev yapması spekülörlerin altın satışlarını hızlandırmalarına dolayısıyla da altın fiyatlarının aşırı derecede düşmesine neden olmuş, ama Mayıs ayında uluslararası borsalarda doların artış trendinde olması altın fiyatlarına da hareketlilik kazandırmış, sonuçta fiyatlarda ani bir sıçrama yaşanmıştır.

Avrupa ülkeleriyle Japonya'nın yanısıra, Kanada ve Avustralya gibi bazı sanayileşmiş ülkelerde durgunluk hüküm sürerken, ABD ekonomisinin canlanması, doları 1993'ün yıldızı yapmıştır. Dünya ekonomisi ve mali piyasalardaki dengesiz büyümeyle istikrarsızlık belirtileri Amerikan yatırım fonlarının altın alımlarını hızlandırmalarına ve altının yıldızının parlamasına neden olmuştur.¹⁴⁵ Altın bağlantılı mali enstrümanlar yatırımcıların, herhangi bir mal sahibi olmanın gerektirdiği maliyeti taşımadan piyasaya girmelerine izin vermiştir. Olası zararlara karşı tedbir fonları ve tescilli külçe altın büroları piyasa içinde yatırımcılara çeşitli fırsatlar sunmuşlardır. İlaveten yükselen fiyatlar dikkatleri altın piyasasına çekmiş, yatırımcıları altına yatırım yönünde cesaretlendirmiştir.¹⁴⁶

1994 yılında da ortaya çıkan fiyat hareketleri altın fiyatının nasıl sıkça arz-talep dengesinin altına çekildiğini göstermiştir. Doların değerinin düşme korkusu, hisse senetlerinin değerinin düşmesi, altın gibi değerli malları ön plana çıkartmış, fiyatların yükselmesini sağlamıştır.¹⁴⁷

1995 yılı içerisinde GFMS'in araştırma ve istatistik verileri altına olan talebin çok kuvvetli olduğunu ve ileriye dönük altın fiyatlarının yükselmesi gereğini rapor etmelerine rağmen, altın fiyatlarında hemen hemen hiç hareket gözlenmemiştir. Mücevherat ve yatırım amacıyla el değiştiren altın miktarı geçen yılın bu dönemiyle kıyaslandığında % 30 artış göstermekte ve en önemli ihracat ülkelerinden biri olan Güney Afrika'da yıl içindeki üretim 440 ton daha fazla gerçekleşmiştir. Bu dönemde altın fiyatlarının yükselmesi beklenirken ciddi hiçbir hareketin olmaması külçeye olan

¹⁴⁵ "1993 Dolar ve Altına Yaradı", *Dünya Gazetesi*, 27 Aralık 1993, s.11.

¹⁴⁶ T.C. Maliye Bakanlığı, *Yıllık Ekonomik Rapor*, 1994, s.190.

¹⁴⁷ EINHORN, Cheryl Strauss; "Finally, Some Mettle!", *Barron's*, Vol: 74 Iss: 25, Jun 20, s.17-18.

talebin fiyatlara karşı aşırı duyarlı olmasına bağlanabilir.¹⁴⁸ Bunun nedeni de, 1995 yılı içinde ikili sigorta yöneticilerinin altına yatırım konusunda bir savunma stratejisi geliştirerek, altına yapılan veya yapılacak yatırımın % 50'sinin külçe halinde tutulmasıyla herhangi bir madencilik riski olmadan dolaylı altın faaliyetini sağlayacağını öne sürmeleri ve bu savunuyu uygulamalarıdır.¹⁴⁹

Ancak, normal piyasa koşullarında fiyatları yükseltecek bu gelişme, altın piyasasında özel bir durum arzemiş ve altının fiyatı talebi kontrol etmiştir. Diğer bir deyişle, ihtiyaç altın fiyatlarına öncülük edeceği yerde, fiyatların takipçisi olmuş ve altın fiyatlarına göre kontrol edilmiştir. Böylece, altın fiyatlarındaki birkaç dolarlık yükselmeye Asya'dan gelen talep kurumuş ve üreticiler forward satışlara geçerek piyasanın çabucak dengeye gelmesine neden olmuşlardır.¹⁵⁰

1996 yılında Şubat ayında mücevher yapımcılarının ve diğer kullanıcıların altın talebinin dünyanın tüm madenlerinin yıllık çıktısından daha fazla gerçekleşmesi sonucunda patlayan altın talebiyle 416\$ seviyesine kadar çıkan altın fiyatları aradan geçen 10 aylık sürede % 16 değer kaybederek 357\$'a kadar gerilemiştir. GFMS tarafından yapılan araştırmalarda bu düşüşün nedeni, bazı Avrupa ülkeleri merkez bankalarının ülkelerinin mali yapılarını Avrupa Birliği standartlarına uyumlu hale getirmek için ellerindeki altın rezervini azaltmaları olarak açıklanmıştır. Avrupa Birliği bünyesinde planlanan Avrupa Para Birliği'ne kabul edilecek ülkeler 1997 yılındaki ekonomik tabloları dikkate alınarak belirleneceğinden özellikle Kasım ve Aralık aylarında bazı Avrupa ülkeleri toplam 150 ton altın satışı yapmışlardır.¹⁵¹ Altın

¹⁴⁸ AYBARS, Ateşan; "Altın Tuhaf Bir Emtia", **Radikal Gazetesi**, 8 Ekim 1995, s.13.

¹⁴⁹ BURNS, Greg; "This Metal Has Precious Little Shine", **Business Week**, Iss: 3429 (Jun 19, 1995), s.112

¹⁵⁰ AYBARS; s.13.

¹⁵¹ "Altının Yıldızını AB Söndürdü", **Yeniüzyıl Gazetesi**, 10 Ocak 1997, s.12.

fiyatlarındaki gerilemenin bir diğer nedeni de; 21 ayrı üründen oluşan ve enflasyon barometresi olarak gözlenen CRB (Commodity Research Bureau Index)'in gerilemesi, enflasyon baskılarını arttıran yüksek petrol fiyatları, doların diğer para birimleri karşısında kuvvetli konumunu koruması ve piyasalarda daha da kuvvetleneceği beklentisinin yerleşmesi, hisse senetleri piyasalarının kolay ve çabukça toparlanmasıdır. Bu gelişmeler çerçevesinde negatif yönde etkilenen altın fiyatları, yatırımcıların daha çok hisse senetleri, tahvil ve tarım mahsullerine yönelmelerinden dolayı, düşük işlem hacmine sahne olmuştur.¹⁵²

2. TÜRKİYE'DE ALTIN FİYATLARI

Türkiye'de altın fiyatları, 1981 yılında dünyada gerileyen altın fiyatlarının etkisinde kalmıştır. Fakat yurt içindeki enflasyon ve devalüasyon etkisiyle yükselmiştir. 1982'de altının talebinde ve dolar kurundaki artış Türkiye'deki fiyatların dünya piyasalarının üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. 1983'de bir önceki yıl yaşanan banka krizinden dolayı altın en güvenilir tasarruf aracı olmuş ve fiyatlar hızlı bir yükselme seyrine girmiştir. 1984-1985 yıllarında dış piyasalardaki gerilemeye karşın iç piyasada artan dolar kurunun etkisiyle fiyatlar yükselmiştir. "Bu primli fiyat uygulaması altın arzının bir kısmının Merkez Bankası'nca karşılanması sonucu azalmış ve piyasa fiyatlarına daha az prim konmaya başlanmıştır. Piyasada oluşan altın fiyatları yapılan müdahale sonucu dünya fiyatlarına daha yakın olmaya başlamıştır. Böylece aylık kur değişimlerinden arındırılmış şekilde piyasa fiyatı değişimleri dünya altın fiyatı değişimlerini daha yakından takip etme eğilimine girmiştir."¹⁵³ 1986-1987 yıllarında önceki iki yıla göre daha fazla artış göstermiştir. 1988 yılında çeşitli

¹⁵² AYBARS, Ateşan; "Altın Fiyatları Düşüş Eğiliminde", **Radikal Gazetesi**, 22 Nisan 1996, s.13.

¹⁵³ CANEVİ; s.25-26.

nedenlerle fiyatlarda durgunluk gözlenmiştir. 1989-1990 yıllarında ise, açılan Döviz Karşılığı Altın Piyasası'nında etkisiyle iç fiyatlar dış fiyatlara daha duyarlı hale gelmiş, döviz kurlarındaki artışın fazla olmaması da buna eklenince altın fiyatları fazla artış gösterememiştir.

1980'li yıllarda başlayan liberalleşme sürecinin altın yatırımcısı için sağladığı en önemli gelişme, altının uluslararası piyasalarla Türkiye'deki fiyatları arasındaki farkın azalması ve iç piyasadaki alım satım marjının daralmasıdır. 1985 öncesi Zürih piyasasıyla İstanbul arasında bir ons altın başına 7.65 dolar fiyat farkı var iken bu fark 1990 sonrasında 1.28 dolara düşmüştür.¹⁵⁴

1991 yılında taleplerde ve yurt dışı fiyatlarında gerileme görülmüştür. Buna rağmen, iç fiyat hızlı kur artışlarının etkisiyle yükselmiştir. 1992 ve 1993 yıllarında da bu artış devam etmiştir. 1993 - 1995 yılları arasında altın fiyatlarındaki gelişmeler Tablo 13 ve 14'de görülmektedir.

Uluslararası altın piyasasının önde gelen borsalarından Londra Altın Borsasında 1996 yılının Ocak ayında 1 ons altının fiyatı 399 dolar iken yılın ikinci ayında 406 dolara yükselmiş, Haziran ayında ise 385 dolara gerilemiştir.

¹⁵⁴ ÇAVAŞ, Mehmet; **Bireysel Yatırım Araçları**, Yeniüzyıl Kitaplığı, 1995, s.31.

Tablo 13: Türkiye'de Külçe Altın Fiyatları

	1 Gr Külçe Altın (TL)				Bir Önceki Aya Göre Yüzde Değişim				Önceki Yıla Göre Yüzde Değişim		
	1992	1993	1994	1995					1993	1994	1995
Ocak	61.980	94.275	201.63	490.000	4.5	2.6	14	6.7	52.1	114	143
Şubat	66.060	98.225	227.750	500.125	6.6	4.2	13	2.0	48.7	192	12
Mart	68.750	101.125	285.750	516.100	4.1	2.9	25	3.2	47.0	183	80
Nisan	70.873	105.950	367.400	536.125	3.1	4.7	29	3.9	49.4	247	45
Mayıs	74.400	119.775	377.000	539.250	5.0	13.0	2.6	0.6	60.9	215	43
Haziran	76.900	128.200	381.250	557.800	3.4	7.0	1.2	0.5	66.7	197	42
Temmuz	80.000	142.773	381.800	557.750	4.0	1.1	0.1	2.9	78.4	168	46
Ağustos	78.666	141.500	390.250	583.875	-1.7	-0.8	2.2	4.7	79.8	176	49
Eylül	83.433	139.25	426.800	596.000	6.0	-1.5	9.8	1.9	70.0	208	38
Ekim	85.025	150.260	443.000	622.250	1.9	7.9	3.3	4.6	76.7	195	40
Kasım	89.250	164.033	451.750	651.250	4.9	9.1	1.9	4.6	83.7	175	44
Aralık	91.820	176.375	459.400	718.600	2.8	7.5	1.7	10	92.0	160	56

Kaynak: T.C. Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor**, 1996, s.166.

Tablo 14: Dış Piyasa Altın Fiyatları

	Londra Piyasasında 1 Ons Altın (ABD \$)				Bir Önceki Aya Göre Yüzde Değişim				Önceki Yıla Göre Yüzde Değişim		
	1992	1993	1994	1995					1993	1994	1995
Ocak	368	364	388	380	0.5	-0.5	0.2	0.0	1.0	6.5	-
Şubat	371	360	383	377	0.8	-1.9	-1.3	-0.8	-2.9	6.3	-1
Mart	357	357	385	382	-3.8	-0.8	0.5	1.3	0.0	7.8	0
Nisan	340	341	381	391	-4.8	-4.4	-1.1	2.3	0.2	11.7	2
Mayıs	337	369	381	386	-0.9	8.2	0.0	-1.3	9.4	3.2	-1
Haziran	352	370	386	388	4.6	0.2	-1.3	0.5	5.1	4.3	0
Temmuz	352	392	386	387	0.0	5.9	0.0	-0.2	11.3	-1.5	0
Ağustos	356	394	380	384	0.9	0.5	-1.5	-0.7	10.9	-3.5	1
Eylül	358	389	391	384	0.8	-1.2	2.9	0.0	8.6	0.5	-1
Ekim	343	387	390	383	-4.1	-0.5	-0.2	-2.6	12.8	0.8	-1
Kasım	354	376	385	384	3.2	-2.8	-1.2	0.3	6.2	2.3	0
Aralık	362	387	380	387	2.2	2.9	-1.3	0.8	6.9	-1.8	1

Kaynak: T. C. Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor**, 1996, s.165.

Altın fiyatları yurt içi piyasada uluslararası piyasanın aksine devamlı yükseliş halindedir. İç piyasada 1994 yılının sonunda 459.400 TL. olan 1 gram külçe altın fiyatı, 1995 yılının Ocak ayına 490.000 TL. olarak girmiştir. 1995 yılının Aralık ayına kadar sürekli artan külçe altının 1 gramı bu ayda 718.600 TL.'dan işlem görmüştür. 1996 yılının Ocak ayında % 8.2'lik artışla 777.750 TL.'ya yükselen altın fiyatları Haziran ayında da % 4.8 artarak 995.750 TL.'ya ulaşmıştır.

3. ALTIN FİYATLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Yatırım uzmanları, altın fiyatını etkileyen faktörler konusunda farklı görüşlere sahiptirler. Bir kısmı borsa endeksi gerileyince altın fiyatlarının arttığını, diğeri dolar düşünce altının çıktığını, üçüncü görüş altın fiyatlarının, altın ve gümüş arasındaki orana bağlı olduğunu ve dördüncü bir görüş de, altın fiyatlarının petrol, pamuk, buğday gibi malların fiyatlarına bağlı olduğunu ileri sürer. Bütün bu görüşlerde gerçeklik payı olmakla birlikte altın fiyatları; yatırımcının, spekülâtörün, dünyadaki siyasi ve ekonomik gelişmeleri nasıl algıladığına bağlıdır.¹⁵⁵

Aslında bu faktörlerin birçoğu dünyada altın fiyatlarının oluşmasını sağlamaktadır. Türkiye'deki fiyatlarda dünya piyasalarıyla paralel gerçekleşmektedir. Zaman zaman iç piyasada oluşabilecek ani talep değişiklikleri dünya piyasalarıyla Türkiye altın piyasası arasındaki farkın artmasına neden olsa da, ithalat ve arbitraj olanakları sayesinde fiyat marjı eski seviyesine inmektedir.

¹⁵⁵ EROLGAÇ; s.208.

Altın piyasalarında kurlar, bir yandan ölçümü daha kolay olan arz ve taleplerin fiziksel yapısı, bir yandan da önceden tahmini güç olan spekülasyonlarla meydana gelir. Altın fiyatını etkileyen faktörleri analiz etmek için, öncelikle belli bir dönemdeki altın arzının tam olarak hesaplanması gereklidir. Yapılan hesaplamada arzı oluşturan üretilen altın miktarı, hurda altın miktarı ve resmi sektör satışları gibi değişkenlerin yeralması gerekmektedir. Böylece altın arzı belirlendikten sonra sıra endüstriyel altın talebinin belirlenmesindedir. İmalat sanayinde kullanılan altın miktarını tespit etmenin en iyi yolu, mücevherat imalatçıları ve diğer endüstriyel kullanıcılar tarafından talep edilen altın miktarını belirlemektir.

Çeşitli nedenlerle arzdaki artış ve azalışlar fiyat oluşumunda etkili olmaktadır. Yıllık yaklaşık 1200 ton olan toplam dünya üretiminin yaklaşık 700 tonu Güney Afrika Cumhuriyeti, tahminen 300 tonu ise eski SSBC tarafından üretilmektedir. Bu ülkelerin çeşitli iç sorunları nedeniyle altın ihracatlarını arttırmaları altın fiyatlarını düşürmektedir. Son yıllarda Rusya'nın giderek artan mitarlarda altın satması, fiyatları olumsuz etkilemiştir. Buna karşın, petrol üreticisi arap ülkelerinin büyük miktarlarda altın alımına geçmesi, fiyatlarda dengeyi sağlamaktadır. Bölgesel huzursuzluk ve savaşlar da altın arzının artmasını dolayısıyla da altın fiyatlarının yükselmesini sağlar. Mücevherat imalatçılarının ve diğer endüstriyel kullanıcıların altın talebiyle altın fiyatı arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Altın fiyatlarının artış kaydettiği dönemlerde, mücevherat imalatçılarıyla diğer kullanıcıların altın taleplerini azalttıkları veya yeni alternatifler aradıkları bilinmektedir. Örneğin; altın fiyatı nispeten düşük bir düzeydeyken Güney Afrika dünya piyasasına daha fazla altın sürmekte, altın fiyatları nispeten yüksek iken sınırlı miktarda altın satmakla tatminkar bir gelir elde etmekte, altın üretiminin bir kısmını ise stoklarına ilave etmektedir.

3.1.Enflasyon

Enflasyon, ekonomide reel değerlerle nominal değerler arasındaki ilişkinin nominal değerler lehine bozulması sonucu fiyatlar genel seviyesinde görülen devamlı yükselişler şeklinde tanımlanabilir. Enflasyonist dönemlerde arz yetersizliği veya talep fazlalığı nedeniyle fiyatlar sürekli ve önemli miktarlarda artarak, arz-talep denkliği sağlanmaya çalışılır.¹⁵⁶

Altın fiyatları, ülke ekonomisinde meydana gelen değişimlerin en iyi göstergesi durumundadır. Altının hızlı fiyat değişimlerine ve altın piyasalarındaki hareketliliğe bakarak, yatırımcıların ekonomik gidişat hakkında bilgi sahibi olması ve oluşan koşulları dikkate alarak değişikliklere gidebilmesi mümkün olabilmektedir. Kısaca, altın fiyatıyla enflasyon oranı arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Örneğin; yüksek enflasyonun habercisi olarak algılanan fiyat artışları altın talebinin artmasına neden olurken, enflasyon oranının düşmeye başladığına işaret çeken fiyat düşüşleri ise altın talebinin azalmasına neden olabilmektedir.¹⁵⁷

Altın fiyatlarıyla enflasyon oranı arasında sıkı bir ilişki bulunmasına karşın, bu ilişkinin bazı durumlarda kopabileceği de göz ardı edilmemesi gereken bir gerçektir. Çünkü altın fiyatlarının son 3 asırdan beri genelde sabit kalması sağlanmıştır. Altın fiyatı sabit tutulurken; enflasyonun artması altının alım gücünü düşürmektedir. Enflasyon oranının gerilemesi ise, altının alım gücünün artmasını sağlamaktadır.

¹⁵⁶ ALI, Ali; **Dünyada ve Türkiye'de Altın**, Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Ya. 1985/268, s.44.

¹⁵⁷ COMMINS; s.103.

Altın fiyatlarının dalgalanmaya bırakıldığı 1970'li yılların başlarında, altın fiyatı üç kat artıp 150 doların üstüne çıkmıştır. Tüketici fiyat endeksi de, % 2.5'lerden % 10'lara yükselmiştir. Yüzeysel bir incelemede dengesiz bir artışın olduğu söylenebilir. Ama altın fiyatlarının 30 yıl boyunca sabit tutulup birdenbire serbest bırakıldığı ve söz konusu rakamların sadece 1970'li yılların değil 30 yılın enflasyonu ile o yıllarda ortaya çıkan Vietnam savaşının yol açtığı enflasyonist baskıları da yansıtmaktadır. Aslında altın fiyatları bu dönemde tüketici fiyat endeksindeki değişikliklerden çok meydana geleceği düşünülen değişikliklerden yani yatırımcıların beklentilerinden etkilenmektedir. Tüketici fiyat endeksi artış trendine girmesi durumunda altın fiyatları da artış trendine girmekte, endeks trendi düşme eğilimi göstermesi durumunda ise, altın fiyatları trendi de düşme eğilimi göstermektedir.

Günümüzde yatırımcıların birçoğu yüksek enflasyon dönemlerinde diğer yatırım araçlarına göre altının değerini daha iyi koruduğuna inanmaktadır. Enflasyonun gerilediği dönemlerde yatırımcıların altına olan ilgisi hızla azalırken, enflasyonun yükselmeye devam ettiği dönemlerde altın fiyatında belirgin şekilde düşüş olmaktadır. Ama bazı dönemlerde uygulanan ekonomik politikalar nedeniyle, yüksek enflasyona karşın altın fiyatlarının düştüğüne veya düşük enflasyon karşısında yükselen altın fiyatlarına da rastlanabilmektedir. Değerli metaller sıkça enflasyona erken tepki verir. Bazı analistlere göre, fiyatlarda ortaya çıkan yükselme hareketlerinden çok belirleyici etkenler vardır. Temel metaller ve petrolde olduğu gibi, enflasyonist artışlar değerli metal fiyatlarını sürekli etkilemektedir. Dalgalanan ham ve değerli metal fiyatları ve diğer mallardaki büyük kazançlar vadeli piyasaları etkiler ve enflasyon düşüncelerine hakim olur.¹⁵⁸ 1996'da Almanya ve Japonya'daki merkez bankalarının, cansız ekonomilerini canlandırma çabasıyla para politikalarını sıkıntıdan kurtarmaya

¹⁵⁸ EINHORN; s.17-18

çalışmaları enflasyonun yükselme korkusunu arttırmış ve altın stoklarının hareketlenmesine neden olmuştur.¹⁵⁹

İAB'nın faaliyete başladığı 27 Temmuz 1995 ile 31 Ağustos 1996 arasındaki dönemi kapsayan regresyon analizinde enflasyon ile altın fiyatları arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğu ispat edilmiştir. Sözü edilen dönemin ilk altı ayında aylık Toptan Eşya Fiyat Endeksi 2.4'den 4.1'e yükselmiş ve bu durum altın fiyatlarının istikrarlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. 1996 Ocak ayında Toptan Eşya Fiyat Endeksi 9.8 olarak gerçekleşmiş ve altın fiyatları 780.000 TL.'dan 821.300 TL.'ya fırlamıştır. Enflasyonist dönemlerde altın fiyatlarındaki artış enflasyon hızından daha yüksek ise -ki 1995 Temmuz ayı Toptan Eşya Fiyat Endeksi 2.4 iken altın fiyatlarındaki bir önceki aya göre artış 2.9 olarak gerçekleşmiştir- kişiler ellerine geçen gelirin bir kısmını altına yatırarak, spekülatif bir kazanç elde etmek böylece enflasyonun olumsuz etkisinden kurtulmak istemişlerdir.

3.2. Ekonomik Büyüme Hızı

Yatırım amaçlı altın talebini dolayısıyla da altın fiyatlarını etkileyen bir faktör de ekonomik büyüme hızıdır. Altın fiyatlarıyla ekonomik büyüme hızı arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Ama enflasyonda olduğu gibi bu ilişki de zaman zaman ortaya çıkan uyumsuzluklar nedeniyle bozulabilmektedir. 1983 yılında ekonomik büyüme hızı artarken altın fiyatlarının gerileme göstermesi bu durumun en iyi örneğidir.

Ekonomik büyüme hızının çok güçlü olduğu zamanlarda endüstriyel altın talebinde artış görülmektedir. Fakat talepteki bu artışın nedeni sadece güçlü ekonomik büyüme hızı değildir. Yatırımcıların altın olan ilgisi daha çok enflasyonla büyüme

¹⁵⁹ BARY, Andrew; "Glittering Still", **Barron's**, Vol: 76 Iss: 8 (Feb 19, 1996), s.35.

arasındaki ilişkiden etkilenmektedir. Örneğin, 1978 yılındaki güçlü ekonomik büyüme enflasyon artışını da beraberinde getirmiş, enflasyonun artması yatırımcıları altın almaya yöneltmiş ve sonuçta altın fiyatları hızla yükselmiştir. 1981-1982 yıllarında ekonomik büyüme hızının yavaşlaması ve hızlı bir düşüş trendine girmesi, enflasyonun buna bağlı olarak da altın fiyatlarının hızla değer kaybetmesine neden olmuştur. Enflasyonla ekonomik büyüme arasındaki ilişki 1983 yılında ekonomik canlanma sırasında kopmuştur. Bu dönemde büyüme hızı yükselirken enflasyon yerinde kalmıştır. Ekonomide düzelmeye başladığı ilk günlerde, yeni bir enflasyon dalgasının gelmekte olduğunu zanneden yatırımcılar altın taleplerini arttırmışlardır. Ancak kısa bir süre sonra enflasyonun artık stabil hale geldiği anlaşılmış ve yatırımcıların altına olan ilgisi giderek azalmaya başlamıştır. 1980 sonlarına doğru istikrarlı büyümeyi sağlamak amacıyla ekonomik politikalar üreten bazı yönlendiriciler, gerek enflasyonun kontrol altına alınması, gerekse ekonomik büyüme hedeflerine tam olarak ulaşılması konusunda başarılı olmuşlardır. Enflasyonsuz büyüme modelinin günümüz dünyasında başarılı olması, altın fiyatlarında görece bir durgunluğu da beraberinde getirmiştir.¹⁶⁰

Ekonomik büyüme hızı düşmüş ve girişimcilerin gelecek hakkındaki beklentileri kötüye dönmüşse, yani gelecekte karların azalacağı, taahhütlerin zamanında yerine getirilmeyeceği ve mali iflasların artacağı yönündeki düşüncelerin hakim olması halinde, ekonomide daha az yatırım yapılır. Bu durum ekonomide refah devresinin dönmeye başlaması anlamına gelmektedir.¹⁶¹ Ekonomik büyüme hızının % 6.1 oranında gerileme gösterdiği 1994 yılında ülkemizde bu durum yaşanmış ve elde para

¹⁶⁰ SAĞLAM; *Dünya Borsalarında ...*, s.190.

¹⁶¹ ALIÇ; s.44.

tutmanın riski az olduğundan altın fiyatları düşmüştür. Altın talebi de 159.9 ton'dan 80.8 ton'a gerilemiştir. 1994 yılında gözlenen tüm gelişmelerin aksine, 1995'te ekonomik büyüme hızı % 8.1 olarak gerçekleşmiş bu durum altın fiyatlarında ve talebinde yükselmeye neden olmuş, 1995'te 139.4 ton olan altın talebi 1996'da 153 ton olarak gerçekleşmiştir.

3.3. Döviz Kurları

Altın fiyatları üzerinde etkili olan bir diğer faktör de döviz kurlarıdır. Bretton Woods sisteminde, altına konvertibil tek para olan dolar, ayrıcalıklı bir yer kazanmış, uluslararası ödeme ve rezerv aracı olarak tüm ülkelerde kabul edilmiştir. Doların bu ayrıcalıklı durumu, ABD'nin, dünya ekonomisinde sahip olduğu ağırlıktan ileri gelmekteydi. Bretton Woods sisteminin ortadan kalmış ve doların altına konvertibilitesinin kaldırılmış olmasına rağmen, altın ile dolar arasındaki ilişki halen sürmektedir. Bu ilişki ters yönlü bir ilişkidir. Doların değer kazanması altın fiyatlarının düşmesine, doların değer kaybetmesi ise, altın fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır. Doların değer kazanması ya da kaybetmesi ise, “ABD ekonomisinin gidişine daha doğrusu, bütçe açıkları ve uyguladığı ekonomi politikalarıyla doğrudan etkileşim içerisinde.”¹⁶² Sözkonusu ilişkinin içinde bulunduğumuz 1990'lı yıllarda varlığından söz etmek pek mümkün olmamakla birlikte bu ilişki 1980'li yıllarda kendini daha açık bir şekilde göstermiştir.

Türkiye'de 1981 yılına kadar dış ödemelerde sabit kur sistemi uygulanmıştır. Bu dönemlerde Türk Lirası aşırı değerlenmiştir. Bir tarafta kıt döviz kaynaklarının optimum kullanımı için kotalar bazılarında ayrıcalıklar sağlarken, diğer taraftan da

¹⁶² DOĞAN, Yahya; “Türkiye’de Altın ve Enflasyon İlişkisi”, **Altın ve Türk Ekonomisi Sempozyumu**, Ankara Matbaası, İzmir, 1985, s.135

karaborsa dolar piyasası büyük canlılık göstermiştir. Sonuçta, halkın enflasyondan korunacağı tek kaynak altın olmuştur. Yatırıma dönüştürülemeyen tasarruflar milli gelirin düşmesine, milli servetin kaçak yollardan döviz olarak yurt dışına çıkarılmasına ve kontrol edilemeyen altın ticareti de alınamayan büyük vergi kayıplarına neden olmuştur.¹⁶³ Ortaya çıkan bu olumsuzluklar nedeniyle T.C. Merkez Bankası'nın altın piyasasına girmesine karar verilmiştir.

T.C. Merkez Bankası'nın altın piyasasına girmekteki amaçlarından biri de, altın fiyatlarıyla ABD doları arasındaki ilişkinin kesilmesidir. Çünkü Türkiye'de serbest piyasada belirlenen altın fiyatları, piyasanın kendi kur değişimi beklentilerini de içermekte ve bu durum piyasayı yanıltmaktaydı. T.C. Merkez Bankası'nın piyasada oluşan altın fiyatlarına müdahalesi sonucu fiyatlar dünya fiyatlarına yakın olmaya başlamış ve döviz kurlarına ilişkin bekleyişlerden belli ölçüde temizlenmiştir.¹⁶⁴

27.07.1995-31.08.1996 tarihleri arasındaki döneme ait verilerle yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre, altın fiyatlarıyla dolar arasında aynı yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. İlgili döneme ait veriler EK-3'de verilmiş olup, elde edilen veriler de bu durumu açıkça ortaya koymaktadır.

3.4. Reel Faiz Hadleri

Altın fiyatları üzerinde etkili olan diğer bir faktörde faiz oranlarıdır. Faiz oranlarının düşmesi yatırımcıların altın vb. alternatif yatırım araçlarına yönelmesine ve fiyatların yükselmesine yol açar. Faiz oranlarının yükselmesi ise, yatırımcıların mevduata yönelmelerini ve altın fiyatlarının düşmesini sağlayabilir.

¹⁶³ DOĞAN; s.135.

¹⁶⁴ CANEVİ; s.25-26.

Enflasyondan korunmayı veya enflasyondan kaynaklanan sermaye kayıplarını minimize etmeyi amaçlayan yatırımcı tahvil ve mevduat faizi gibi sabit getirili alternatif yatırım araçlarının kazancıyla altın alışverişinden elde etmeyi amaçladıkları kazancı karşılamaktadır. Karşılaştırmayı yaparken, piyasa faiz haddi ile enflasyon oranı arasındaki farklılığa dikkat etmekte ve hesaplamalarını reel faiz haddi üzerinden yapmaktadırlar. Örneğin, 1 yıl vadeli Hazine Bonosu'nun yıllık faizi % 10, enflasyon oranı % 6 ise parasını Hazine Bonosu'na yatıran kişinin gerçek kazancı % 4 olacaktır. Bu şekilde reel faiz hadlerinin pozitif olması durumunda yatırımcılar, bir derece daha risksiz olan devlet tahvillerini tercih etmekte ve böylece enflasyondan kaynaklanan kayıplarını en alt seviyede tutmaktadırlar. Faiz hadlerinin negatife dönmesi durumunda ise, yatırımcıların sermaye kaybına pek tahammülü olmadığından altına olan ilgi artmaya başlamaktadır. Örneğin, yıllık enflasyon oranı % 15 ve bir yıl vadeli Hazine Bonosu'nun getirisi %10 ise, Hazine Bonosu'na yatırım yapan kişi gerçek anlamda % 5 zarar edecektir. Bu tür ortamlarda yüksek enflasyon, sermayenin gerçek değerini yitirmesine neden olmaktadır.

Geçmişte tasarruflara uygulanan düşük faiz sonucu; mevduat sahiplerine enflasyonun altında, negatif yönde gelir getirmiştir. Başka bir ifadeyle 1970'li yılların sonlarına kadar enflasyon hızının altında uygulanan düşük faiz, mevduat sahiplerine diğer yatırım araçlarına göre daha düşük gelir getirmiş, yatırımcı enflasyondan kurtulamamışlardır. Bunun içinde yatırımcı en azından ana paralarının gerçek değerini koruyabilecek alternatif yatırım araçlarını aramaya başlamışlardır. Bu arayışa bağlı olarak yatırımcıların bir çoğu altını tercih etmiş ve yoğun talepten dolayı altın fiyatları yükselişe geçmiştir.

Ülkemizde olduğu gibi kronik enflasyonun hüküm sürdüğü ülkelerde halk elindeki parasını enflasyon altında ezilmekten kurtarmak için, enflasyon oranının üzerinde getiri sağlayan yatırım araçlarına yönelecektir. Eğer faizin getirisi yüksekse faize veya faiz getirisi sağlayan diğer yatırım araçlarına (hazine bonosu, tahvil vb.), altının getirisi yüksekse altına yönelecektir. Nitekim, gelecekteki altın fiyatlarının tahminine yönelik yapılan uygulama verileri, gecelik repo faizleri yükseldiğinde altına olan talebin azaldığı dolayısıyla da altın fiyatlarının gerilediğini göstermektedir.

3.5. Politik ve Ekonomik Ortam

Sermayede değer kayıplarının ortaya çıkmasında, yatırım kararlarının alınmasında dolayısıyla da altın fiyatlarının oluşumunda etkili olan bir diğer faktör de, politik ve ekonomik ortamdır.

Günümüzde genel kanı, politik ve ekonomik değişikliklere altın fiyatlarının ani olarak karşılık verdiği'dir. Ama 1980'li yılların başından itibaren altın piyasalarının düşüşe geçmesiyle birlikte, altın fiyatları uluslararası olaylardan fazla etkilenmemeye başlamıştır. Bu nedenle, uluslararası politik olaylara bakarak altın fiyatlarının yükseleceğini veya düşeceğini ileri sürmek pek doğru bir davranış değildir. Uluslararası olayların altın üzerindeki etkisini tahmin etmeye çalışırken, Amerikan Doları'nında güvenilir bir yatırım aracı olarak kabul edildiği de unutulmamalıdır.¹⁶⁵ ABD, Japonya, Almanya, Fransa, İtalya ve İngiltere gibi batılı sanayileşmiş ülkelerin kendi ekonomilerine ilişkin açıklamaları, dış ticaret verileri, ödemeler bilançosu, işsizlik ve enflasyon rakamları altın talebini dolayısıyla da altın fiyatlarını direkt olarak etkilemektedir.

¹⁶⁵ SAĞLAM; *Dünya Borsalarında ...*, s.193.

3.6. Sermaye Piyasaları

1993 yılında sermaye piyasasının gelişmesi için yoğun olarak yasal düzenlemeler yapılmış, mali sistem yeniden düzenlenen mevzuatlarla işler hale getirilmiştir. Repo kazançlarının vergilendirilmesi ve kısa vadeli mevduatın getirisinin de iç borçlanma faizlerine paralel olarak gerilemesiyle piyasadaki para borsaya yönelmiştir. Bu durum, İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin fiyatlarının hızla artmasına yol açmış, buna bağlı olarak sermaye piyasasında para piyasasına kıyasla daha hareketli bir dönem yaşanmıştır. 1993 yılına 4.004 puan düzeyinde giren İMKB bileşik endeksi yıl içinde hızlı bir artış göstererek 20.682'ye yükselmiş, 1994 yılında yaşanan mali krizin etkisiyle 14.000 seviyesine düşmüş ve yıl sonunda 27.257 puanla kapanmıştır. Yaşanan bu krizin ardından, piyasadaki likiditenin tekrar dövize yönelmesini engellemek için alınan kararlardan biri de repo kazançlarının vergilendirilmesine dair yapılan düzenlemelerin kaldırılması olmuştur. 1995 yılı Ocak ayı sonunda İMKB bileşik endeksi 25.229 düzeyinde iken % 91 oranında artış göstererek Haziran'da 48.233 düzeyinde kapanmıştır. Ancak, siyasi istikrarsızlık İMKB'yi olumsuz etkilemiş, hem işlem hacmi hem de bileşik endeks düşmüştür. Borsanın yeni binasına taşınması ve büyük oranda otomasyona geçmesi ile birlikte daha önce tek seansta alım satım yapılırken, iki seansta alım satım yapılabilmesi nedeniyle işlem hacmi artmış, bunun yanısıra bileşik endeks olumsuz siyasi gelişmelerden önemli ölçüde etkilenmiştir.

1995 yılı Ocak ayında toplam işlem hacmi 66.826 milyar TL. olurken, Haziran ayı sonunda bu miktar, % 298 oranında artarak 265.747 milyar TL.'ya çıkmıştır. 1995 yıl sonu itibariyle işlem hacmi 2.374.055 milyar TL.'ya ulaşmış ve bileşik endeks 40.025 TL'dan kapanmıştır. 1996 yıl sonunda endeks 3.076.230 milyar TL. işlem

hacmiyle 97.588 puandan kapanmıştır. Genelde borsada işlem hacmi yaz aylarında zayıflamakta, kış aylarında artış göstermektedir. Bunun nedeni olarak, yaz aylarında altına olan talebin artması gösterilebilir.¹⁶⁶

Yapılan uygulamada da, İMKB'da bileşik endeksin istikrarsızlığı nedeniyle elde edilen regresyon denklemindeki İMKB katsayısı altın fiyatları ile negatif ilişkili olarak belirlenmiştir. Aslında İMKB ile İAB altın fiyatları arasında bir ilişki bulunmaktadır.

4. GELECEKTEKİ ALTIN FİYATLARININ BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde İAB'nda altın fiyatlarını İMKB endeksi, gecelik repo, enflasyon ve dolar değişkenlerinin ne derece etkiledikleri tespit edilerek gelecekte oluşacak altın fiyatları tahmin edilmeye çalışılmıştır.

4.1. VERİ

Çalışma 27.07.1995-31.08.1996 dönemini kapsayacak şekilde günlük verilerle yapılmıştır. Veriler İAB bültenlerinden, 31 Ocak 1997 tarihli Ekonomist Dergisinden ve Dünya Gazetelerinden derlenmiştir.

İMKB endeksinde Bileşik Endeks esas alınmıştır. Kullanılan veriler Ocak 1997'de yapılan düzeltme dikkate alınarak ve küsüratlar yuvarlanarak tespit edilmiştir.

¹⁶⁶ BOLAK, Mehmet; "Borsa Kredi Notunu Önemsemiyor", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y. 4, Ocak 1997, s.30-31.

Yapılan çalışmada günlük veriler kullanıldığından enflasyon oranı, aylık enflasyon oranının İAB'nda işlem yapılan gün sayısına bölünmesiyle elde edilmiştir. Virgülden sonraki dört rakam esas alınmıştır.

Dolar fiyatlarında ise serbest piyasada oluşan fiyatlar esas alınmıştır.

İAB'nda oluşan ve çalışmada kullanılan fiyatlar kapanış fiyatları olup, TL/Gr üzerine hesaplanmış değerlerdir. Uygulamada kullanılan veriler EK-3'de görülmektedir.

4.2. YÖNTEM

Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken altın fiyatlarını etkileme derecelerinin tespitine, gelecekte oluşacak altın fiyatlarının tahmin edilmesine yönelik çalışmamızda bilgisayardan yararlanılmış ve SPSS paket programı kullanılmıştır. Çoklu Regresyon Analizi Yöntemi'nden yararlanılmıştır.

4.3. BULGULAR

Yapılan uygulama sonucunda bağımlı değişkenle bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Tablo 15 bu durumu açıklamaktadır.

Tablo 16
Denklemdaki Değişkenler

Değişkenler	B	Standart Hata	Beta	T	Anlamlı T
İMKB	-8.443081	10.974000	-0.005458	-0.769	0.4423
REPO	82.055944	34.716712	0.09523	2.364	0.0188
ENF	95420.74877	6333.231646	0.059801	15.067	0.0000
DOLAR	12.757418	0.090759	1.003946	140.564	0.0000
Devamlı Sabit	-35229.9646	4033.680672		-8.734	

Analiz sonucunda standart hatalar sıfır kabul edilerek elde edilen regresyon denklemini aşağıda belirtilmiştir.

$$Y = (-35229.96462) + (X_1 \times (-8.443081)) + (X_2 \times 82.055944) + (X_3 \times 95420.748771) + (X_4 \times 12.757418)$$

Y= Gelecekte oluşacak İAB Altın Fiyatı

X1= İMKB Endeksi

X2= Gecelik Repo

X3= Enflasyon

X4= Dolar

Değişkenler arasındaki otokorelasyonun gelecek fiyatlarının tespitinde ortaya çıkaracağı sorunları gidermek amacıyla Durbin-Watson testi yapılmış ve Durbin Watson Test İstatistiği 0.06021 bulunmuştur. Böylece değişkenler arasında otokorelasyonun olmadığı görülmüştür.

4.4 UYGULAMANIN SONUCU VE DEĞERLENDİRİLMESİ

Uygulama sonucunda İMKB endeksi, gecelik repo, enflasyon ve dolar bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişken İAB altın fiyatlarını etkilediği yani aralarında bir

ilişkinin varlığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca değişkenler arasında otokorelasyon bulunmadığı tespit edilmiştir. Böylece gelecekteki altın fiyatlarının tahmininde herhangi bir sorunla karşılaşma ihtimali de ortadan kaldırılmıştır.

Elde ettiğimiz regresyon denkleminizi herhangi bir zamandaki altın fiyatının tahmininde kullanırsak;

Örnek olarak önce Eylül ayına ait gerekli verileri denkleme yerine koyarak hesaplama yaparsak;

$$X_1 = 629$$

$$X_2 = 67.35$$

$$X_3 = 0.255$$

$$X_4 = 88200$$

$$Y = (-35229.965) + (629 \times 8.443081) + (67.35 \times 82.055944) + (0.255 \times 95420.748771) + (88200 \times 12.757418)$$

$$Y = 1109522 \text{ TL. olarak bulunmuştur.}$$

09.09.1996 tarihinde oluşan verilerle hesaplanan altın fiyatıyla İAB'nda 10.09.1996 tarihinde gerçekleşen altın fiyatı arasında 15022 TL. fark vardır. Ama bu çok büyük bir fark olmayıp en azından altın fiyatlarının yükselme ve düşme eğilimi olacağı hakkında fikir vermektedir. Elde ettiğimiz regresyon denkleminin doğruluğunu sınamak için bir örnek daha geliştirerek; örnek olarak bu kez Ekim ayında 07.10.1996 tarihinde oluşan verilerle 08.10.1996 tarihindeki altın fiyatını tahmine çalışırsak;

$$X_1 = 785$$

$$X_2 = 69.64$$

$$X_3 = 0.2895$$

$$X_4 = 92800$$

$$Y = (-35229.965) + (785 \times -8.443081) + (69.74 \times 82.055944) + (0.295 \times 95420.748771) + (92800 \times 12.757418)$$

$$Y = 1175369 \text{ TL. olarak bulunmuştur.}$$

08.10.1996 tarihinde altın fiyatı İAB'nda 1143200 TL. olarak oluşmuştur. Aradaki fark analize alınamayan politik ve psikolojik faktörlerin etkisinden ve İMKB endeksine ait katsayının dikkate alınan dönemde bileşik endeksin istikrarlı bir yapı göstermemesinden dolayı negatif çıkmasından kaynaklanmaktadır. Çalışmada regresyon denklemi altın fiyatları ile ekonomik faktörler arasındaki ilişkileri belirli bir düzeyde açıklayabilmektedir. Hesaplamaya dahil edilemeyen politik, psikolojik ve diğer ekonomik faktörlerin yatırımcılar tarafından göz önüne alınması ve altın piyasası etkinliği üzerindeki çalışmaların yapılması daha anlamlı sonuçlara ulaşılmasını kolaylaştıracaktır.

SONUÇ

Bu çalışmada önce altın kavramı ile dünya altın arz-talep dengesi ele alınmış ve ülkemizde yatırım aracı olarak altının yeri-kullanımı ve altın borsalarının önemi incelenmiş, daha sonra da altın fiyatlarını etkileyen ekonomik faktörlerden bazılarının altın fiyatları üzerinde ne denli etkili olduklarını test etmek ve gelecekte altın fiyatlarını tahmin edebilmek için regresyon analizi yapılmıştır.

Altın, üretim hacminin sınırlı olması, esnek olmayan arz yapısı, aynı özelliği taşıyan başka bir madenin olmayışı ve rezerv aracı olması gibi özellikleriyle değerli bir metal olarak kabul edilmiş ve diğer metallere üstün tutulmuştur. Bu nedenle dünyada ve Türkiye'de insanlar tarafından talep edilmiş, talep arzı doğurmuş sonuçta altına dayalı alış-verişlerin yapıldığı piyasalar ortaya çıkmıştır. Altın piyasaları başka bir deyişle altın borsaları sayesinde fiyat serbest piyasada oluşmakta ve gerçek anlamda arz-talep dengesini yansıtmak durumundadır.

Ülkemiz talep ettiği altın miktarı bakımından dünyanın bir çok ülkesini geride bırakmaktadır. Geleneksel yatırım araçları içerisinde bu metale özel bir önem veren Türk halkı, her yıl yaklaşık olarak 150-200 ton altını dünya altın piyasalarından talep etmektedir. Yatırım araçlarının günümüzdeki kadar çeşitlilik arz etmediği 1980'li yılların ortalarına kadar, parasal birikimlerini altın, döviz ve gayrimenkul gibi geleneksel yatırım araçları dışında hiç bir yere plase edemeyen Türk halkı, ülkemizde yaşanan uzun süreli ve yüksek enflasyonun etkisiyle paradan kaçmaya başlamıştır.

Altın, döviz ve gayrimenkul arasında seçim yapmak zorunda kalan Türk insanı likiditeye çevrilebilme rahatlığından dolayı altını özellikle tercih etmektedir. Ülkemiz

insanının altın ve dövizden sonra tercih ettiği en önemli yatırım aracı gayrimenkuldür. 24 Ocak Kararları ile serbest bırakılan faiz oranları, altın talebinin hızla düşmesine neden olmuş ve altın ithalatçısı durumundaki Türkiye bir anda altın ihracatçısı durumuna gelmiştir. Benzer bir durum 1994 yılında da ekonomide yaşanan olumsuzluklar sonucu ortaya çıkmıştır. Ekonomik büyüme hızının bir önceki yıla göre -6.1 gerilemesi, faiz oranlarının % 100'lerin üzerine çıkması, dolar ve markın aşırı derecede değerlenmesi gibi nedenler altın talebinin 160 tondan 80 tona gerilemesine neden olmuştur.

Ama daha sonraki yıllarda talep yine eski seviyesine dönmüştür. Yani, altın Türk halkı için hala önemli bir yatırım aracı olarak görülmektedir. Bütün bunlar nedeniyle örgütlü bir piyasanın (İAB'nın) kurulması için gerekli çalışmalar yapılmış, böylelikle hem geleneksel birikim ve yatırım aracı olarak altına yönelen tasarruf sahibinin ve spekülatif kazanç amaçlı yatırımcının mali sisteme çekilmesi hem de mali sistem aracılığıyla kuyumculuk sektörü başta olmak üzere üretken faaliyetlere kaynak oluşturması sağlanmıştır.

İAB yaklaşık 2 yıldan beri faaliyetini başarıyla yürütmektedir. Spot altın piyasası olarak faaliyet gösteren İAB'nın Vadeli İşlemlere geçişi için gerekli çalışmalar yapılmaktadır. Altın borsası içerisinde vadeli ve opsiyonlu altın işlemlerinin de yapılabilmesi, İAB'nın işlem hacmini 10-15 kat arttıracığı gibi yabancı yatırımcıların ve spekülörlerin alış-veriş yapacağı uluslararası altın piyasalarının arasına girmesine de imkan tanıyacaktır. Altın bankacılığı konusunda İAB'nın kurulmasından bu yana gerçekleştirilen çalışmalar sonuçlanmış ve bankaların altın üzerinden işlem yapabilmeleri sağlanmıştır. Bankaların altın üzerinden işlem yapabilmeleri, değeri milyarlarca dolara ulaşan önemli bir kaynağın yastık altından çıkıp altın kredisi şeklinde

kaynak sıkıntısı çeken kuyumculuk sektörüne aktarılmasına ve yastık altındaki altının ekonomiye faydalı hale gelmesine neden olmaktadır.

Ülkemiz altın sektörünün gelişmesi açısından önem taşıyan bir diğer konu da; altın rafinerisidir. Altın talep eden hemen her ülkede, altın mücevherat eşyası alan veya altına yatırım yapan bazı kişilerin, moda ya da kişisel tatmin gibi insan doğasında bulunan psikolojik faktörlerin ve bazı siyasi-ekonomik faktörlerin etkisiyle, satın aldıkları altınları zaman içinde paraya çevirdikleri veya yenisiyle değiştirdikleri bilinmektedir. Her yıl 150-200 ton arasında külçe altının mücevherat yapımında kullanıldığı ülkemizde, kurulacak olan altın rafinerisi sektörde köklü bir yapısal değişikliğe neden olacaktır.

İAB sayesinde altın fiyatları serbest piyasada belirlenmekte ve fiyatlar arz-talep dengesini yansıtmaktadır. Uluslararası piyasalarla hemen hemen paralel seyreden İAB altın fiyatları bazı ekonomik faktörlerle ilişki içerisindedir. Yapılan regresyon analizi sonucunda İAB altın fiyatlarıyla İMKB endeksi, gecelik repo, enflasyon ve dolar arasındaki ilişkilerin yönü tespit edilmiş ve gelecekteki altın fiyatlarının tespiti olanaklı hale getirilmiştir. Değişkenler arasındaki otokorelasyonun gelecekteki altın fiyatlarının tespitinde ortaya çıkaracağı sorunları gidermek amacıyla Durbin-Watson testi yapılmış ve değişkenler arasında otokorelasyonun olmadığı görülmüştür. Gelecekteki altın fiyatlarını tahmin için oluşturulan denklemde sadece İMKB endeksine ait katsayı negatif yönlü bir ilişkiyi ortaya çıkarmıştır. Bunun nedeni de, analize esas alınan dönemde İMKB endeksinin istikrarlı bir yapıda olmaması ve düşüş trendinde olmasıdır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- AĞRALI, Sedat : "Eşsiz Metalin Tarihsel Öyküsü", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995.
- AKHAN, Hüsnü : "Altın: Dünya ve Türkiye Gerçekleri ve Bankacılık Sektörü", **T.B.B. Bankacılar Dergisi**, S.16, 1996.
- AKMAN, Murat : "Altın Varlığının Hareketlendirilmesi", **Türkiye'de Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması**, İ.A.V., İstanbul, 1993.
- AKMAN, Murat : "Altın Bankada Kazandıracak", **Ekonomik Trend Dergisi**, Y.3, S.6.
- AKMAN, Murat : "Sadece Alman ve Ruslar Yatırım İçin Altın Alıyor", **Paramatik Dergisi**, S.175, 6-12 Nisan 1997.
- AKMAN, Murat : "Borsa Uluslararası İşlem Hacmine Ulaşacak", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995.
- ALIÇ, Ali : **Dünyada ve Türkiye'de Altın**, Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Ya. 1985/268.
- AYBARS, Ateşan : "Altında Eski Tas Eski Hamam", **Radikal Gazetesi**, 1 Mayıs 1996.
- AYBARS, Ateşan : "Altın Tuhaf Bir Emtia", **Radikal Gazetesi**, 8 Ekim 1995.
- AYBARS, Ateşan : "Altın Fiyatları Düşüş Eğiliminde", **Radikal Gazetesi**, 22 Nisan 1996.

- AYTOĞU, Kaan Rasim : "Altın Bankacılığı", **T.B.B. Bankacılar Dergisi**, Y.7, S.18, Eylül 1996.
- BARY, Andrew : "Glittering Still", **Barrons**, Vol. 76, Iss.8, Feb 19, 1996
- BERKİ, Nermin : "İAB", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995.
- BOLAK, Mehmet : "Borsa Kredi Notunu Önemsemiyor", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y.4, Ocak 1997.
- BORATAV, K.-TÜRKCAN,E.
-TÜREL, O.-KURUÇ, B.-
- ERDOST, C.-BERKSOY, T. : **IMF İstikrar Politikaları ve Türkiye**, 1.B., Savaş Yayınları, 1982.
- BRIMELOW, John : "Gold", **Forbes**, Vol. 157, Iss. 3, Feb 12, 1996.
- BULUTOĞLU, Kenan : **Para ve İnsan**, 1. B., Altın Kitaplar Yayınevi, 1984.
- BURNS, Greg : "This Metal Has Precious Little Shine", **Business Week**, Iss. 3429, Jun 19, 1995.
- BÜKER, Semih-AŞIKOĞLU,
Rıza-SEVİL, Güven : **Finansal Yönetim**, Eskişehir, 1994.
- CANEVİ, Yavuz : "Liberal Ekonomik Politikalar Çerçevesinde Altın İle İlgili Gelişmeler", **Altın ve Türk Ekonomisi Sempozyumu**, İzmir, 1985.
- CEYLAN, Ali : **Finansal Teknikler**, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 1995.
- CHU, J. Franklin : "The Golden Rule: Gold, Inflation and Monetary Policy", **Bankers Magazine**, Vol. 178, Iss. 2, 1995.

- COMMINNS, Kevin : **Gold Futures**, Probus Publishing Company, Illinois, 1990.
- ÇAVAŞ, Mehmet : **Bireysel Yatırım Araçları**, Yenyüzyıl Kitaplığı, 1995.
- ÇAVDARLI, Atila : "Yastık Altı Altınlar İçin Rafineri Kurulmalı", **Yenyüzyıl Gazetesi**, 26 Temmuz 1995.
- ÇAPANOĞLU, M.Birol : **Türkiye ve Dış Ülkelerde sermaye Piyasası, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 1993.
- DİK, Saime : "Türkiye İsviçre'nin Yolunu Kesecek", **Trend Dergisi**, Y.4, S.10, Mart 1993.
- DİKMEN, Orhan : **Türkiye'de Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması**, İ.A.V., İstanbul, 1993.
- DOĞAN, Yahya : "Türkiye'de Altın ve Enflasyon İlişkisi", **Altın ve Türk Ekonomisi Sempozyumu**, izmir, 1985.
- EINHORN, Cheryl Strauss : "Finally Some Mettle!", **Barron's**, Vol. 74, Iss.25, Jun 20.
- EROLGAÇ, Yılmaz : **Profesyonel Para Yönetimi**, İnkılap Kitabevi, İstanbul, 1993.
- GÜRER, Ahmet : "Türkiye'deki Altın Varlığının Ekonomik Faaliyete Kazandırılması İçin Alınması Gerekli Tedbirler", **Türkiye'deki Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması**, İ.A.V., 1993.
- GÜCENME, Ümit : **Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler**, B.B. Ya. No. 181, 1994.

- Borsası Aracı Kurumlarının Kuruluş ve Faaliyet Şartlarına İlişkin Yönetmelik,**
Hazine Müsteşarlığı.
- HİÇ, Mükerrerem : **Para Teorisi ve Politikası**, 9. B., Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994.
- HOŞGÖR, Raşit : "Türkiye'de Altın Mücevher Sektörü ve Altın Kredisi Uygulamasının Türkiye Ekonomisine Yapacağı Katkılar", **Türkiye'de Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması**, İ.A.V., İstanbul, 1993.
- İSKENDEROĞLU, Lerzan : **Money Demand-Currency Substitution In Turkey: A Dinamic Model Approach**, Ankara, 1989.
- KARACAN, Ali İhsan : "Altın Piyasalarının Yeniden Yapılanması Projesinde Sermaye Piyasasının Rolü", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995.
- KOCAMANOĞLU, Aynur : **T.C. Merkez Bankası Ekonomiyi İzleme ve İstatistik Çalışmaları**, 1988-1992.
- OKTAY, Ertan : "5 Nisan Kararlarının Değerlendirilmesi", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, C.4, S.12, 1994.
- OLALI, Hasan : "Altın ve Altın Piyasaları; Önemi, Temel Prensipleri ve Çözüm Önerileri", **Altın ve Türk Ekonomisi Sempozyumu**, Ankara Matbaası, İzmir 1985.
- ORAY, Murat : "Altın Borsası Nasıl İşleyecek?", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995.

- ÖZBAY, Remzi : **Altın Sertifikası ve Yatırım Fonlarında Değerlendirilmesi**, SPK Ar. Ra. No. DEDA/V-1/10-10,1989.
- ÖZBAY, Remzi-
YILDIRIM, Sevdil : **Türkiye'de Altın Piyasalarının Yeniden Yapılanması Çerçevesinde Yeni Mali Araçlar, Kurumsal ve Yasal Düzenlemeler**, SPK, Nisan 1994.
- ÖZTÜRK, M. Başaran : "Dünya Altın Piyasaları ve İAB", **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**, Y.4, S.13, 1996.
- PARASIZ, İlker : **Kriz Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1995.
- PARASIZ, İlker-
YILDIRIM, Kemal : **Uluslararası Finansman**, 1.B., Ezgi Kitabevi, Bursa, 1994.
- PAYA, Merih : **Para Teorisi ve Para Politikası**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994.
- PERE, Nuri : **Osmanlılarda Madeni Paralar**, Doğan Kardeş Matbaacılık Sanayi A. Ş., İstanbul, 1968.
- PİRİMOĞLU, A. Baki : **Para Teorisi**, Eskişehir, 1990.
- RENÇBER, Halil : **Ekonomi ve Siyasetin Nabzı Borsa**, Eramat Yayıncılık, 1995.
- SAĞLAM, M.Hakan : **Dünya Borsalarında Vadeli Altın İşlemleri**, 1.B., Scala Yayıncılık, İstanbul, 1993.
- SAĞLAM, M.Hakan : **Türkiye'de Altın Ticareti**, T.C. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Y.L. Tezi, 1991.

- SAĞLAM, M.Hakan : "Kapalıçarısı Altın Borsasında Altın Alım Satım Yöntemleri", **Türkiye İktisat Dergisi**, Kasım 1991.
- SAĞLAM, M.Hakan : "Türkiye'de Altın", **Finans Dünyası Dergisi**, 1992.
- SEVİĞ, Veysi : "Altın Ticaretinin ve İşletmeciliğinin Önemli Bir Sorunu: Stok Değerlemesi", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995.
- SÖNMEZ, Cahit : "İAB", **Türkiye'de Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması**, İ.A.V., İstanbul, 1993.
- SÖNMEZ, Cahit : "Altına Dayalı Yatırım Araçları", **1993 Yılı Başında Türk Sermaye Piyasası Semineri**, SPK İ.A.V., İstanbul, 1993.
- ŞENER, Nedim-
AKMAN, Vedat : **Altın:İstanbul Altın Borsası ve Dünyadaki Örnekleri**, 1.B., Dünya Yayınları, 1994.
- TEMİZOCAK, Yalçın : "Dünyada ve Türkiye'de Kuyumculuk Sanayii", **Altın ve Türk Ekonomisi Sempozyumu**, İzmir, 1985.
- TEVFİK, Gürman : "Altın Bankacılığı", **T.B.B. Bankacılar Dergisi**, Y.7, S.18, Eylül 1996.
- UZUNOĞLU, Sadi : "Altın'ın Türkiye Günlüğü-II", **Ekonomik Trend Dergisi**, 11-17 Mart 1995, Y. 3, S.11.
- UZUNOĞLU, Sadi-
BENLİ, Ferhan : "Global Finans Merkezi Olarak İstanbul", **Ekonomik Trend Dergisi**, Y.4, S.16, 14-20 Nisan 1996.

- ÜLKEN, Yüksel : "Tasarruf Aracı Olarak Altın", **Altın ve Türk Ekonomisi Sempozyumu**, Ankara Matbaası, İzmir, 1985.
- YARDIMCI, Salih : "Türkiye'de Altın Varlığı", **Türkiye'de Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması**, İ.A.V., İstanbul, 1993.
- YARDIMCI, Salih : "Banka Talep Görece", **Ekonomik Trend Dergisi**, Y.3, S.6, 5-11 Şubat 1995.
- YILDIRIM, Sevdil : "Dünya Altın Piyasaları", **Dünya Gazetesi Altın Borsası Özel Eki**, 26 Temmuz 1995.
- YILDIRIM, Sevdil : "Dünya Altın Piyasaları Genel Değerlendirme", **İşletme ve Finans Dergisi**, Mayıs-Haziran 1994.
- YILDIRIM, Sevdil : **Türkiye'de Altın Borsası**, SPK Ar. Ra. No. AGD/9123, Ankara, 1991.
-
- : Altın Rafinerisi Fizibilite Etüdü, 1993.
- : "Altına Hücum", **Capital Aylık Ekonomi Dergisi**, Y.4, S.2, Şubat 1996.
- : "Türk Aile Yapısı Araştırması", **Devlet Planlama Teşkilatı**, 1992.
- : "Altın Bankacılığı Sürekli Gelir Sağlıyor", **Ekonomik Trend Dergisi**, Y.3, S.11, 11-17 Mart 1995.
- : "Altının Ayarı Nedir?", **Ekonomik Trend Dergisi**, Y.3, S.15.

- : "Sarı kız Ss Bebeği Oldu", **Ekonomist Dergisi**,
5 Nisan 1992.
- : **Kıymetli Madenler Borsası, yelik Belgesi**
Verilme Esaslarıyla, Kıymetli Madenler
- : **İAB Yıllık Bülteni**, 1995.
- : **İAB Aylık Bültenleri**, Mart 1997, Aralık 1996,
Aralık 1995, Şubat 1997.
- : Takas ve Saklama, **İMKB**.
- : Vadeli İŞlemler Tanıtım Kılavuzu, **İMKB**.
- : **Altın ve Gümüş Envanteri**, Maden Tetkik ve
Arama Genel Müdürlüğü, Ya. No. 198, Ankara,
1993.
- : **Gold In Turkey**, Türkiye Ekonomi Bankası.
- : **Dünyada ve Türkiye'de Altın**, Türkiye İŞ
Bankası A.Ő. İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü,
İstanbul, 1992.
- : **Döviz Karşılığı Altın Piyasası Uygulama**
Talimatı, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası,
Ankara, Mart 1989.
- : T.C. Resmi Gazete, 13 Mayıs 1992, S.21227.
- : T.C. Resmi Gazete, 21 Mart 1993, S.21531.
- : T.C. Resmi Gazete, 3 Nisan 1993, S. 21541.
- : T.C. Resmi Gazete, 19 Aralık 1996, S. 22852.
- : T.C. Resmi Gazete, 16 Ekim 1993, S. 21730.
- : "Dünyada ve Türkiye'de Altın Sektörü",
T.O.B.B. Ekonomik Forum Dergisi,
S.9, 1994.

- : **Yıllık Ekonomik Rapor**, T.C. Maliye Bakanlığı,
1996.
- : **Yıllık Ekonomik Rapor**, T.C. Maliye Bakanlığı,
1994.
- : **Yatırım Bankacılığı El Kitabı**, Vakıfbank
Yatırım Bankacılığı Başkanlığı İstatistik ve
Araştırma Birim Müd.
- : **Gold Demand Trends**, World Gold Council,
May 1997, Iss.19,
- : "Altının Yıldızını AB Söndürdü", **Yeniyüzyıl**
Gazetesi, 10 Ocak 1997.
- : "Altın Mücevher Sektörünün Büyük Atağı",
Yeniyüzyıl Gazetesi, 26 Temmuz 1995.
- : "Altın Borsası Nasıl İşleyecek?", **Yeniyüzyıl**
Gazetesi, 26 Temmuz 1995

EKLER

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Listwise Deletion of Missing Data

Equation Number 1 Dependent Variable.. İAB iab altın

Block Number 1. Method: Enter

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. İAB iab altın

Variable(s) Entered on Step Number

- 1.. İMKB imkb endeksi
- 2.. REPO gecelik repo
- 3.. ENF enflasyon
- 4.. DOLAR dolar

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. İAB iab altın

Multiple R .99823
 R Square .99647
 Adjusted R Square .99642
 Standard Error 10201.79508

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	4	7942717440964.78560	1985679360241.20
Residual	270	28117217527.70195	104137842.69519

F= 19067.79811 Signif F= .0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. İAB iab altın

Variables in the Equation

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
İMKB	- 8.443081	10.974000	-.005458	-.769	.4423
REPO	82.055944	34.716712	.009523	2.364	.0188
ENF	95420.748771	6333.231646	.059801	15.067	.0000
DOLAR	12.757418	.090759	1.003946	140.564	.0000
(Constant)	-35229.96462	4033.680672		-8.734	

End Block Number 1 All requested variables entered.

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. IAB iab altm

Residuals Statistics:

	Min	Max	Mean	Std Dev	N
* PRED	587773.9375	1049016.7500	815965.4691	144889.7095	275
*RESID	-248579.1094	168572.5938	.0000	89986.7185	275
*ZPRED	-1.5749	1.6085	.0000	1.0000	275
*ZRESID	-2.7574	1.8699	.0000	.9982	275

Total Cases= 277

Durbin-Watson Test= .06021

* * * * MULTIPLE REGRESION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. IAB iab altm

Variable(s) Entered on Step Number
1.. ENF enflasyon

Multiple R .00008
R Square .00000
Adjusted R Square -.00366
Standard Error 170871.87120

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	49819.15346	49819.15346
Residual	273	7970834608673.33440	29197196368.7668

F= .00000 Signif F= .9990

* * * * MULTIPLE REGRESION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. IAB iab altm

Variables in the Equation

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
ENF	-126.149085	96573.17454	-7.906E-05	-.001	.9990
(Constant)	815994.79164	24699.72145		33.037	.0000

End Block Number 1 All requested variables entered.

* * * * MULTIPLE REGRESION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. IAB iab altm

Variable(s) Entered on Step Number
1.. DOLAR dolar

Multiple R .99617
R Square .99236
Adjusted R Square .99233
Standard Error 14936.02738

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	7909932477032.25760	7909932477032.26
Residual	273	60902181460.23108	223084913.77374

F= 35457.04792 Signif F= .0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. IAB iab altın

Variables in the Equation

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
DOLAR	12.658631	.067226	.996172	188.300	.0000
(Constant)	-5047.838818	4452.179826		-1.134	.2579

End Block Number 1 All requested variables entered.

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. IAB iab altın

Variable(s) Entered on Step Number

1.. İMKB imkb endeksi

Multiple R .84950
 R Square .72164
 Adjusted R Square .72062
 Standard Error 90151.37870

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	5752089653001.21280	5752089653001.21
Residual	273	2218745005491.27488	8127271082.38562
F= 707.75167		Signif F= .0000	

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. IAB iab altın

Variables in the Equation

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
İMKB	1314.080230	.49394890	.849495	26.604	.0000
(Constant)	92365.004649	27737.30124		3.330	.0010

End Block Number 1 All requested variables entered.

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. IAB iab altın

Variable(s) Entered on Step Number

1.. REPO gecelik repo

Multiple R .10607
R Square .01125
Adjusted R Square .00763
Standard Error 169907.88766

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	89682209303.20332	89682209303.2033
Residual	273	7881152449189.28840	28868690290.07706

F= 3.10656

Signif F= .0791

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. IAB iab altın

Variables in the Equation

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
REPO	913.941793	518.536019	.106072	1.763	.0791
(Constant)	746416.72530	40767.82552		18.309	.0000

End Block Number 1 All requested variables entered.

TARİH	İMKB ENDEKSİ	GECELİK REPO %	ENFLASYON %	DOLAR	İAB ALTIN (TL/Gr)
27.07.1995	528.00000	33.420000	0.1043000	45040.000	561084.00
28.07.1995	528.00000	38.490000	0.1043000	45115.000	561000.00
31.07.1995	519.00000	50.100000	0.1043000	45106.000	561031.00
01.08.1995	510.00000	64.580000	0.1261000	45267.000	562888.00
02.08.1995	512.00000	32.660000	0.1261000	45403.000	568706.00
03.08.1995	499.00000	28.090000	0.1261000	45523.000	569017.00
04.08.1995	491.00000	50.450000	0.1261000	45582.000	570000.00
07.08.1995	477.00000	57.170000	0.1261000	45670.000	568833.00
08.08.1995	489.00000	66.540000	0.1261000	45863.000	570559.00
09.08.1995	461.00000	27.500000	0.1261000	45976.000	571510.00
10.08.1995	465.00000	38.560000	0.1261000	46039.000	571301.00
11.08.1995	459.00000	45.680000	0.1261000	46450.000	574250.00
14.08.1995	451.00000	60.500000	0.1261000	46648.000	576282.00
15.08.1995	472.00000	70.760000	0.1261000	46857.000	580460.00
16.08.1995	475.00000	77.000000	0.1261000	46349.000	587329.00
17.08.1995	462.00000	73.390000	0.1261000	46597.000	586347.00
18.08.1995	458.00000	37.170000	0.1261000	47556.000	589000.00
21.08.1995	446.00000	50.000000	0.1261000	47568.000	591600.00
22.08.1995	446.00000	51.310000	0.1261000	47568.000	591908.00
23.08.1995	454.00000	64.380000	0.1261000	47896.000	592156.00
24.08.1995	460.00000	61.180000	0.1261000	48147.000	592366.00
25.08.1995	455.00000	69.990000	0.1261000	48004.000	590500.00
28.08.1995	457.00000	68.690000	0.1261000	47911.000	592711.00
29.08.1995	455.00000	69.120000	0.1261000	47987.000	593274.00
31.08.1995	451.00000	71.790000	0.1261000	48083.000	592600.00
01.09.1995	457.00000	58.750000	0.2286000	48.130.000	591600.00
04.09.1995	471.00000	75.210000	0.2286000	48009.000	587500.00
05.09.1995	470.00000	70.820000	0.2286000	48014.000	587550.00
06.09.1995	465.00000	78.640000	0.2286000	47406.000	578600.00
07.09.1995	459.00000	79.110000	0.2286000	47411.000	582300.00
08.09.1995	462.00000	79.110000	0.2286000	47411.000	582300.00
11.09.1995	453.00000	89.300000	0.2286000	47192.000	580900.00
12.09.1995	453.00000	97.500000	0.2286000	47259.000	584000.00
13.09.1995	442.00000	95.740000	0.2286000	47535.000	590300.00
14.09.1995	447.00000	97.270000	0.2286000	47456.000	588900.00
15.09.1995	448.00000	92.210000	0.2286000	47381.000	584000.00
18.09.1995	432.00000	81.200000	0.2286000	47862.000	595400.00
19.09.1995	434.00000	69.630000	0.2286000	47918.000	595750.00
20.09.1995	410.00000	55.200000	0.2286000	48016.000	595100.00
21.09.1995	406.00000	51.300000	0.2286000	48157.000	597600.00
22.09.1995	416.00000	51.320000	0.2286000	47855.000	592500.00
25.09.1995	423.00000	50.850000	0.2286000	48211.000	590767.00
26.09.1995	418.00000	47.140000	0.2286000	48803.000	601400.00
27.09.1995	411.00000	45.090000	0.2286000	48866.000	605550.00
28.09.1995	410.00000	72.010000	0.2286000	48909.000	603800.00
29.09.1995	417.00000	67.170000	0.2286000	49129.000	605100.00
02.10.1995	430.00000	80.750000	0.2000000	49251.000	608000.00
03.10.1995	432.00000	84.700000	0.2000000	49243.000	608000.00
04.10.1995	443.00000	51.990000	0.2000000	49429.000	609450.00
05.10.1995	454.00000	42.300000	0.2000000	49607.000	611500.00
06.10.1995	458.00000	44.120000	0.2000000	49704.000	611600.00
09.10.1995	454.00000	42.320000	0.2000000	49904.000	618000.00
10.10.1995	444.00000	51.320000	0.2000000	49992.000	619750.00
11.10.1995	454.00000	49.610000	0.2000000	50101.000	622100.00
12.10.1995	431.00000	44.150000	0.2000000	50208.000	621050.00

TARİH	İMKB ENDEKSİ %	GECELİK REPO	ENFLASYON %	DOLAR	İAB ALTIN (TL/Gr)
13.10.1995	436.00000	55.000000	0.2000000	50304.000	623500.00
16.10.1995	473.00000	97.690000	0.2000000	50429.000	624500.00
17.10.1995	475.00000	99.230000	0.2000000	50476.000	623900.00
18.10.1995	491.00000	94.550000	0.2000000	50512.000	623500.00
19.10.1995	490.00000	92.150000	0.2000000	50542.000	625250.00
20.10.1995	490.00000	60.140000	0.2000000	50491.000	620600.00
23.10.1995	486.00000	72.360000	0.2000000	50308.000	621800.00
24.10.1995	482.00000	81.390000	0.2000000	50333.000	619550.00
25.10.1995	476.00000	66.080000	0.2000000	50551.000	622450.00
26.10.1995	476.00000	46.010000	0.2000000	50618.000	624500.00
27.10.1995	471.00000	86.080000	0.2000000	51563.000	622700.00
30.10.1995	465.00000	85.350000	0.2000000	51058.000	626600.00
31.10.1995	463.00000	86.670000	0.2000000	51241.000	630000.00
01.11.1995	448.00000	85.240000	0.1954000	51287.000	630000.00
02.11.1995	458.00000	90.740000	0.1954000	51524.000	634000.00
03.11.1995	449.00000	57.650000	0.1954000	51644.000	636750.00
06.11.1995	436.00000	42.850000	0.1954000	51163.000	636850.00
07.11.1995	450.00000	77.440000	0.1954000	51631.000	636200.00
08.11.1995	430.00000	71.750000	0.1954000	51698.000	-
09.11.1995	429.00000	80.730000	0.1954000	51840.000	640700.00
10.11.1995	424.00000	45.770000	0.1954000	51798.000	640700.00
13.11.1995	414.00000	55.660000	0.1954000	51966.000	650100.00
14.11.1995	426.00000	57.400000	0.1954000	52291.000	648250.00
15.11.1995	426.00000	57.120000	0.1954000	52259.000	649350.00
16.11.1995	427.00000	78.300000	0.1954000	52512.000	651000.00
17.11.1995	428.00000	80.150000	0.1954000	52538.000	654000.00
20.11.1995	425.00000	82.040000	0.1954000	52999.000	-
21.11.1995	437.00000	91.190000	0.1954000	53020.000	661700.00
22.11.1995	432.00000	63.080000	0.1954000	53189.000	661700.00
23.11.1995	428.00000	85.580000	0.1954000	53485.000	659800.00
24.11.1995	421.00000	87.330000	0.1954000	53711.000	667000.00
27.11.1995	399.00000	94.950000	0.1954000	54134.000	672775.00
28.11.1995	385.00000	83.620000	0.1954000	54484.000	682500.00
29.11.1995	377.00000	69.190000	0.1954000	54521.000	683050.00
30.11.1995	391.00000	68.760000	0.1954000	54736.000	684100.00
01.12.1995	393.00000	98.700000	0.1952000	55035.000	690000.00
04.12.1995	404.00000	101.29000	0.1952000	54996.000	686450.00
05.12.1995	419.00000	102.16000	0.1952000	55061.000	687100.00
06.12.1995	482.00000	93.500000	0.1952000	55292.000	693850.00
07.12.1995	414.00000	91.590000	0.1952000	55510.000	695900.00
08.12.1995	418.00000	90.210000	0.1952000	55801.000	702800.00
11.12.1995	400.00000	94.030000	0.1952000	55901.000	703800.00
12.12.1995	398.00000	91.410000	0.1952000	56144.000	706000.00
13.12.1995	387.00000	90.020000	0.1952000	56422.000	707000.00
14.12.1995	396.00000	88.220000	0.1952000	56560.000	705200.00
15.12.1995	397.00000	92.280000	0.1952000	56591.000	706250.00
18.12.1995	405.00000	96.710000	0.1952000	56274.000	711000.00
19.12.1995	396.00000	103.00000	0.1952000	56845.000	713250.00
20.12.1995	411.00000	98.230000	0.1952000	57168.000	715250.00
21.12.1995	413.00000	103.13000	0.1952000	57307.000	719600.00
22.12.1995	422.00000	106.40000	0.1952000	57555.000	724200.00
25.12.1995	395.00000	106.36000	0.1952000	58739.000	737500.00
26.12.1995	416.00000	94.170000	0.1952000	59410.000	747500.00

TARİH	İMKB ENDEKSİ	GECELİK REPO %	ENFLASYON %	DOLAR	İAB ALTIN (TL/Gr)
27.12.1995	407.00000	92.530000	0.1952000	61154.000	770900.00
28.12.1995	395.00000	156.09000	0.1952000	61361.000	780000.00
29.12.1995	400.00000	105.00000	0.1952000	59800.000	780000.00
02.01.1996	388.00000	88.120000	0.4454000	60760.000	767250.00
03.01.1996	390.00000	89.380000	0.4454000	62100.000	767400.00
04.01.1996	398.00000	79.200000	0.4454000	59250.000	754000.00
05.01.1996	404.00000	84.670000	0.4454000	59210.000	760500.00
08.01.1996	398.00000	76.100000	0.4454000	59290.000	758900.00
09.01.1996	400.00000	70.630000	0.4454000	59400.000	757050.00
10.01.1996	425.00000	112.27000	0.4454000	59420.000	759600.00
11.01.1996	445.00000	87.650000	0.4454000	59575.000	766500.00
12.01.1996	463.00000	86.970000	0.4454000	59810.000	772000.00
15.01.1996	452.00000	96.580000	0.4454000	59920.000	761750.00
16.01.1996	470.00000	124.77000	0.4454000	60100.000	776150.00
17.01.1996	465.00000	130.92000	0.4454000	60350.000	774000.00
18.01.1996	470.00000	102.21000	0.4454000	60550.000	775400.00
19.01.1996	489.00000	79.080000	0.4454000	60880.000	779500.00
22.01.1996	497.00000	71.400000	0.4454000	61160.000	793000.00
23.01.1996	492.00000	96.700000	0.4454000	61320.000	798000.00
24.01.1996	478.00000	79.250000	0.4454000	61640.000	800000.00
25.01.1996	476.00000	147.00000	0.4454000	61750.000	805000.00
26.01.1996	467.00000	115.86000	0.4454000	62090.000	820000.00
29.01.1996	458.00000	86.070000	0.4454000	62510.000	818450.00
30.01.1996	463.00000	114.50000	0.4454000	62580.000	821300.00
31.01.1996	495.00000	109.78000	0.4454000	62650.000	816500.00
01.02.1996	514.00000	120.36000	0.3222000	62790.000	816500.00
02.02.1996	509.00000	85.010000	0.3222000	63120.000	837000.00
05.02.1996	523.00000	96.500000	0.3222000	63325.000	846500.00
06.02.1996	517.00000	90.770000	0.3222000	63425.000	843800.00
07.02.1996	520.00000	75.180000	0.3222000	63670.000	851750.00
08.02.1996	509.00000	103.84000	0.3222000	63700.000	837000.00
09.02.1996	507.00000	60.500000	0.3222000	63700.000	839000.00
12.02.1996	511.00000	65.460000	0.3222000	63920.000	836000.00
13.02.1996	516.00000	65.150000	0.3222000	64100.000	833000.00
14.02.1996	516.00000	93.310000	0.3222000	64225.000	834600.00
15.02.1996	540.00000	106.94000	0.3222000	64320.000	837000.00
16.02.1996	539.00000	113.90000	0.3222000	64490.000	848000.00
19.02.1996	539.00000	57.810000	0.3222000	64490.000	848000.00
23.02.1996	539.00000	70.820000	0.3222000	65490.000	848000.00
26.02.1996	592.00000	82.990000	0.3222000	65640.000	846900.00
27.02.1996	617.00000	92.310000	0.3222000	65675.000	851500.00
28.02.1996	613.00000	109.13000	0.3222000	65775.000	846900.00
29.02.1996	605.00000	108.59000	0.3222000	66030.000	855600.00
01.03.1996	621.00000	99.850000	0.3333000	66360.000	860600.00
04.03.1996	663.00000	100.78000	0.3333000	66550.000	857000.00
05.03.1996	648.00000	95.590000	0.3333000	66775.000	847400.00
06.03.1996	663.00000	91.990000	0.3333000	66940.000	850500.00
07.03.1996	648.00000	93.630000	0.3333000	67240.000	852100.00
08.03.1996	638.00000	95.930000	0.3333000	67320.000	862500.00
11.03.1996	627.00000	96.030000	0.3333000	67810.000	868500.00
12.03.1996	614.00000	94.070000	0.3333000	68000.000	870950.00
13.03.1996	622.00000	95.010000	0.3333000	68075.000	871000.00
14.03.1996	639.00000	95.280000	0.3333000	68080.000	869000.00
15.03.1996	642.00000	93.900000	0.3333000	68200.000	875150.00
18.03.1996	654.00000	93.210000	0.3333000	68700.000	879250.00

TARİH	İMKB ENDEKSİ	GECELİK REPO	ENFLASYON	DOLAR	İAB ALTIN (TL/Gr)
19.03.1996	660.00000	95.760000	0.3333000	69150.000	882900.00
20.03.1996	660.00000	95.670000	0.3333000	69210.000	883000.00
21.03.1996	678.00000	92.160000	0.3333000	69525.000	886800.00
22.03.1996	681.00000	87.080000	0.3333000	69900.000	901000.00
25.03.1996	694.00000	89.150000	0.3333000	70175.000	903900.00
26.03.1996	686.00000	89.700000	0.3333000	75140.000	912700.00
27.03.1996	685.00000	93.860000	0.3333000	70700.000	914000.00
28.03.1996	669.00000	90.690000	0.3333000	70790.000	910900.00
29.03.1996	670.00000	85.950000	0.3333000	70800.000	911400.00
01.04.1996	669.00000	89.370000	0.4263000	71220.000	908500.00
02.04.1996	685.00000	97.480000	0.4263000	71360.000	908150.00
03.04.1996	687.00000	86.990000	0.4263000	71350.000	907000.00
04.04.1996	698.00000	83.760000	0.4263000	71470.000	909200.00
05.04.1996	709.00000	80.650000	0.4263000	71515.000	914000.00
08.04.1996	720.00000	83.330000	0.4263000	71750.000	914250.00
09.04.1996	704.00000	77.450000	0.4263000	72000.000	922550.00
10.04.1996	710.00000	54.810000	0.4263000	72350.000	920000.00
11.04.1996	707.00000	56.260000	0.4263000	72745.000	926100.00
12.04.1996	701.00000	68.710000	0.4263000	72930.000	926100.00
15.04.1996	680.00000	77.780000	0.4263000	73360.000	932000.00
16.04.1996	661.00000	83.720000	0.4263000	73520.000	933000.00
17.04.1996	668.00000	86.910000	0.4263000	73620.000	926850.00
18.04.1996	666.00000	87.340000	0.4263000	73700.000	929900.00
19.04.1996	644.00000	87.590000	0.4263000	73525.000	928100.00
22.04.1996	642.00000	86.350000	0.4263000	74050.000	935300.00
24.04.1996	660.00000	54.320000	0.4263000	74340.000	935300.00
25.04.1996	646.00000	61.950000	0.4263000	74465.000	942300.00
26.04.1996	647.00000	84.140000	0.4263000	74425.000	942300.00
02.05.1996	670.00000	83.320000	0.1864000	75045.000	942300.00
03.05.1996	664.00000	58.010000	0.1864000	75290.000	958000.00
06.05.1996	655.00000	53.980000	0.1864000	75700.000	959900.00
07.05.1996	657.00000	49.000000	0.1864000	75925.000	963050.00
08.05.1996	652.00000	48.800000	0.1864000	76230.000	971500.00
09.05.1996	648.00000	53.170000	0.1864000	76455.000	970500.00
10.05.1996	672.00000	58.650000	0.1864000	76300.000	970000.00
13.05.1996	677.00000	64.080000	0.1864000	76810.000	969250.00
14.05.1996	678.00000	77.850000	0.1864000	76640.000	966850.00
15.05.1996	646.00000	78.350000	0.1864000	76950.000	973000.00
16.05.1996	665.00000	77.090000	0.1864000	76850.000	971000.00
17.05.1996	657.00000	65.850000	0.1864000	76850.000	974000.00
20.05.1996	666.00000	66.980000	0.1864000	76950.000	971100.00
21.05.1996	662.00000	54.570000	0.1864000	77330.000	975550.00
22.05.1996	633.00000	81.180000	0.1864000	77550.000	977850.00
23.05.1996	636.00000	76.020000	0.1864000	77780.000	981600.00
24.05.1996	611.00000	78.360000	0.1864000	77790.000	983500.00
27.05.1996	588.00000	78.320000	0.1864000	78250.000	985200.00
28.05.1996	580.00000	78.450000	0.1864000	78300.000	989700.00
29.05.1996	604.00000	81.520000	0.1864000	78325.000	989900.00
30.05.1996	619.00000	78.690000	0.1864000	78080.000	984500.00
31.05.1996	612.00000	80.320000	0.1864000	78200.000	987800.00
03.06.1996	623.00000	81.250000	0.1350000	78250.000	987200.00
04.06.1996	632.00000	76.420000	0.1350000	78360.000	985500.00
05.06.1996	623.00000	68.870000	0.1350000	78350.000	980500.00
06.06.1996	638.00000	68.670000	0.1350000	78708.000	976750.00
07.06.1996	656.00000	47.870000	0.1350000	78550.000	980100.00

TARİH	İMKB ENDEKSİ	GECELİK REPO	ENFLASYON	DOLAR	İAB ALTIN (TL/Gr)
10.06.1996	664.00000	69.870000	0.1350000	78850.000	981000.00
11.06.1996	674.00000	61.870000	0.1350000	78890.000	981100.00
12.06.1996	690.00000	48.250000	0.1350000	79300.000	982200.00
13.06.1996	686.00000	49.030000	0.1350000	79670.000	988000.00
14.06.1996	674.00000	62.730000	0.1350000	79550.000	986100.00
17.06.1996	676.00000	75.220000	0.1350000	79950.000	992400.00
18.06.1996	677.00000	77.660000	0.1350000	80175.000	995400.00
19.06.1996	679.00000	55.470000	0.1350000	80570.000	1003000.0
20.06.1996	676.00000	56.140000	0.1350000	80900.000	1003500.0
21.06.1996	688.00000	63.020000	0.1350000	81100.000	1005500.0
24.06.1996	686.00000	75.970000	0.1350000	81460.000	1009800.0
25.06.1996	679.00000	77.750000	0.1350000	81550.000	1012800.0
26.06.1996	681.00000	75.650000	0.1350000	81600.000	1010000.0
27.06.1996	682.00000	76.250000	0.1350000	81550.000	1006500.0
28.06.1996	705.00000	78.460000	0.1350000	81545.000	1007000.0
01.07.1996	703.00000	78.150000	0.1043000	81750.000	1007200.0
02.07.1996	710.00000	78.130000	0.1043000	82080.000	1011500.0
03.07.1996	725.00000	75.160000	0.1043000	82320.000	1014500.0
04.07.1996	724.00000	78.240000	0.1043000	82180.000	1011000.0
05.07.1996	725.00000	78.390000	0.1043000	82300.000	1015850.0
08.07.1996	735.00000	78.450000	0.1043000	82790.000	1015850.0
09.07.1996	725.00000	78.420000	0.1043000	82680.000	1021000.0
10.07.1996	720.00000	76.660000	0.1043000	82819.000	1024400.0
11.07.1996	728.00000	75.510000	0.1043000	82750.000	1022500.0
12.07.1996	712.00000	76.570000	0.1043000	82900.000	1029500.0
15.07.1996	687.00000	76.600000	0.1043000	83340.000	1033000.0
16.07.1996	684.00000	74.950000	0.1043000	83130.000	1034000.0
17.07.1996	667.00000	75.120000	0.1043000	82880.000	1028400.0
18.07.1996	664.00000	78.360000	0.1043000	83150.000	1032500.0
19.07.1996	652.00000	69.100000	0.1043000	83240.000	1035200.0
22.07.1996	664.00000	66.430000	0.1043000	83410.000	1035600.0
23.07.1996	650.00000	61.700000	0.1043000	83514.000	1035200.0
24.07.1996	637.00000	74.330000	0.1043000	83622.000	1034400.0
25.07.1996	631.00000	73.800000	0.1043000	83300.000	1033700.0
26.07.1996	644.00000	79.080000	0.1043000	83150.000	1036800.0
29.07.1996	638.00000	74.780000	0.1043000	83360.000	1037500.0
30.07.1996	636.00000	70.170000	0.1043000	83280.000	1036000.0
31.07.1996	634.00000	74.590000	0.1043000	83100.000	1034000.0
01.08.1996	665.00000	63.390000	0.1810000	83365.000	1038850.0
02.08.1996	665.00000	60.270000	0.1810000	83620.000	1046000.0
05.08.1996	670.00000	67.450000	0.1810000	83760.000	1052500.0
06.08.1996	659.00000	76.190000	0.1810000	84075.000	1056750.0
07.08.1996	655.00000	74.660000	0.1810000	84300.000	1057850.0
08.08.1996	647.00000	68.520000	0.1810000	84500.000	1060000.0
09.08.1996	651.00000	73.130000	0.1810000	84460.000	1065300.0
12.08.1996	642.00000	82.000000	0.1810000	84600.000	1065000.0
13.08.1996	635.00000	64.870000	0.1810000	84830.000	1064500.0
14.08.1996	624.00000	61.480000	0.1810000	85150.000	1064100.0
15.08.1996	625.00000	59.000000	0.1810000	85400.000	1067000.0
16.08.1996	624.00000	69.940000	0.1810000	85585.000	1071250.0
19.08.1996	624.00000	72.620000	0.1810000	85900.000	1072200.0
20.08.1996	634.00000	76.760000	0.1810000	85850.000	1075800.0
21.08.1996	643.00000	73.170000	0.1810000	85915.000	1074800.0
22.08.1996	642.00000	74.310000	0.1810000	86200.000	1080750.0
23.08.1996	650.00000	76.240000	0.1810000	86160.000	1081000.0

TARİH	İMKB ENDEKSİ	GECELİK REPO %	ENFLASYON %	DOLAR	İAB ALTIN (TL/Gr)
26.08.1996	647.00000	73.940000	0.1810000	86110.000	1081000.0
27.08.1996	641.00000	73.670000	0.1810000	86100.000	1081000.0
28.08.1996	641.00000	61.000000	0.1810000	86040.000	1080850.0
29.08.1996	645.00000	73.040000	0.1810000	86075.000	1080550.0