Küresel Kriz Sonrası Seçilmiş Merkez Bankalarının Altın Rezerv Politikalarındaki Değişim: Mukayeseli Bir Analiz

Gold Reserve Policies of Selected Central Banks After the Global Financial Crisis: A Comparative Analysis

Prof. Dr. Zehra Vildan Serin (Hasan Kalyoncu University, Turkey)

Prof. Dr. Erişah Arıcan (Marmara University, Turkey)

Prof. Dr. Başak Tanınmış Yücememiş (Marmara University, Turkey)

Abstract

After the global financial crisis, central banks have changed attitudes towards gold and have unconventional policy measures, in addition to conventional interest rate cuts. With these measures central banks aimed to support financial stability, and to reduce to potential adverse effects from international capital flows. From the perspective of investors and central banks gold positions and gold reserves are still significant and debatable issues. The purpose of this study is to investigate the composition of central bank reserves the period of 2008 and 2018. In this paper, generally we compared gold reserve holdings of major central banks with Turkey. The Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) has increased gold reserves especially since 2002. With implementing effective policies, CBRT has increased gold holdings in international reserves. CBRT is one of the countries with the highest share of gold reserves in the world.

1 Giriş

Küresel finansal kriz sonrası ABD başta olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankaları merkez bankaları geleneksel faiz indirimlerine ek olarak çok çeşitli geleneksel olmayan politikalar uygulamaya başlamışlardır. Bu politikalar ile merkez bankaları finansal istikrarı desteklemeyi, uluslararası sermaye akımlarından kaynaklanan olası olumsuz etkileri sınırlamayı amaçlamıştır. Sonuç olarak, merkez bankaları bilançolarının hem büyüklüğünde hem de kompozisyonlarında önemli değişiklikler yaşanmıştır. Küresel kriz sonrası, merkez bankalarının rezervleri içinde altın oranlarında bir artış görülmektedir. Ekonomik kriz ve savaş dönemlerinde altın, güvenli bir liman olarak algılanmaktadır. ABD, ekonomik krizle mücadele etmek için geleneksel olmayan para politikalarına yönelmiştir. Federal Rezerve Bank (FED), ekonomiyi canlandırmak için genişletici para politikalarını uygulamıştır. FED, kısa vadeli faiz oranlarını sıfıra hatta negatif oranlara indirmiştir. Bu ortamda ABD devlet tahvillerinin getiri oranları da düşmüştür. Dolayısıyla ABD tahvillerine olan talep azalmıştır. Altın fiyatları ve faiz oranı arasında ters yönlü ilişki altın rezerv oranı ile de pozitif yönlü olarak görülmektedir. Özel yatırımcıların yanı sıra merkez bankaları, milli gelirlerini istikrarsızlığa ve yüksek belirsizliğe karşı korumak için ilk olarak 2008 yılında altın varlıklarına olan taleplerini artırdılar (Oktay, Serin 2017). Bu çerçevede küresel kriz sonrası merkez bankalarının altına olan rezerv talepleri artmıştır. Gelişmekte olan piyasalardaki merkez bankalarının altın rezervleri 2010'da % 2'den 2014'te % 14'e yükseldi, 2016 yılı itibarıyla altın rezervleri bakımından ilk beş ülke ABD, Almanya, İtalya, Fransa ve Çin olarak sıralanmıştır. Altın, ikinci en büyük rezerv aracı olmasından dolayı Euro ve dolar için çok güçlü bir rakip olarak kabul edilmiştir (Tunç, Oktay ve Serin, 2016).

Altın tarihin en eski zamanlarından beri para olarak kullanılmıştır. 19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren altın standardı uygulamasına geçilmiş, altına dönüştürülebilen kâğıt paralar sabit bir altın ağırlığı ile tanımlanmıştır. Otomatik olarak dış dengeyi sağlayan, para politikalarına bağımsızlık kazandıran bu sistem, Birinci Dünya savaşı ile sona ermiştir. İki Dünya Savaşı arasında zaman zaman altın standardına geri dönme denemeleri yapılmışsa da, başarısız olmuştur. İkinci Dünya savaşı sonrası ABD doları dünyanın rezerv para birimi olmuş, dolar altına konvertibil, diğer ülke paraları da dolara konvertibil olmuştur. Böylece ABD, dünyanın politik, ve ekonomik gücü haline gelmiştir. Ancak, dış açıkları ve Vietnam Savaşı nedeniyle ABD para arzını genişletmek zorunda kalmıştır. ABD, dolarla altın arasında 1944 yılında Bretton Woods anlaşmasında belirlenen pariteyi koruyamamıştır. Her ne kadar dolarla altın arasındaki ilişki 1973 yılında kaldırılrsa da bu yapının oluşturduğu küresel dengesizlikler devam etmiştir. Son otuz yıldır uluslararası para sisteminde yaşanan kaos, küresel finansal krizin 2008 yılında ABD'de ortaya çıkmasına neden olmuştur (Oktay ve Serin, 2014).

Altın tarihsel süreç içerisinde; Cilalı Taş Devri'nden günümüze değin yaklaşık 7000 yıldır hep bir mübadele aracı, hesap birimi ve tasarruf aracı olmanın yanında bir rezerv olarak kabul edilmiş, aynı zamanda kolay işlenip, alınıp satılabilen metallerin başında yer almıştır (Aslan, 1999; Bank of America Merrill Lynch, 2013). Altın aynı zamanda sanayide kullanılan bir hammadde, bir yatırım aracı, likiditesi yüksek ve dünyanın her yerinde kabul gören bir ödeme aracı, süs ve ziynet eşyası olarak kabul edilmiştir. Günümüzde ise altının birçok sanayi kolunda, tıpta, uzay teknolojisinde, elektronikte kullanımı artmış, alternatif yatırım araçlarının çoğalmasıyla tasarruf ve yatırım amaçlı talebi gerilemiş, daha çok kuyumculuk sektöründe talep görmeye başlamıştır.

Sağlam ve güvenilir yapısı altını diğer madenlerden ayırmış ve öne çıkarmıştır. Altının değerli bir metal olma nedeni; öncelikle sınırlı bir rezerv ve üretim hacminin olmasıdır. Ayrıca diğer kıymetli metallerden daha üstün özelliklerinin bulunması da altını değerli kılmaktadır. Paslanmayan, aşınmayan, sonsuza kadar bozulmadan kalabilen yapısıyla fiziki ve kimyasal özellikleri diğer soy metallerden üstündür. Aynı zamanda mutlak bir değere sahip olan altın, dünyanın her yerinde aynı fiyattan alınıp satılabilmektedir. Bu özelliklerinin yanı sıra, altın standardının hüküm sürdüğü 19. yüzyıla kadar para olarak kullanılan altın, 20. yüzyılın ortalarından itibaren uygulanmaya başlanan altın kambiyo sisteminde önemli bir rol üstlenmiştir. Böylece merkez bankalarının en önemli rezerv araçlarından biri haline gelmiştir. Ancak altın arzı fiyat değişikliklerine karşı inelastik bir yapıdadır. Diğer bir ifadeyle, altın arzı dünya borsalarındaki fiyat değişikliklerinden uzun vadede etkilenmektedir (VOBAŞ, 2013; Gasparrini, 2012).

2 Altının Uluslararası Para Sistemi İçerisindeki Yeri

Altın tarihin en eski zamanlarından beri para olarak kullanılmıştır. 19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren altın standardı uygulamasına geçilmiş, altına dönüştürülebilen kâğıt paralar sabit bir altın ağırlığı ile tanımlanmıştır. Otomatik olarak dış dengeyi sağlayan, para politikalarına bağımsızlık kazandıran bu sistem, Birinci Dünya savaşı ile sona ermiştir. İki Dünya Savaşı arasında zaman zaman altın standardına geri dönme denemeleri yapılmışsa da, başarısız olmuştur. İkinci Dünya savaşı sonrası ABD doları dünyanın rezerv para birimi olmuş, dolar altına konvertibil, diğer ülke paraları da dolara konvertibil olmuştur. Böylece ABD, dünyanın politik, ve ekonomik gücü haline gelmiştir. Ancak, dış açıkları ve Vietnam Savaşı nedeniyle ABD para arzını genişletmek zorunda kalmıştır. ABD, dolarla altın arasında 1944 yılında Bretton Woods anlaşmasında belirlenen pariteyi koruyamamıştır. Her ne kadar dolarla altın arasındaki ilişki 1973 yılında kaldırılrsa da bu yapının oluşturduğu küresel dengesizlikler devam etmiştir. Son otuz yıldır uluslararası para sisteminde yaşanan kaos, küresel finansal krizin 2008 yılında ABD’de ortaya çıkmasına neden olmuştur (Oktay ve Serin, 2014). Uluslararası para sisteminde altının geçmişi 15. yüzyılda feodalitenin yıkılması ve millî devletlerin kurulmasına kadar gider. 17. yüzyıldan 18. yüzyılın başlarına kadar dünya servetlerinin sabit kabul edildiği müdahaleci bir düşünce akımı olan merkantilist düşünce akımıyla da hazinenin altın ve gümüş mevcutlarının artırılması, ekonomik ve siyasal gücün kaynağının oluşturulması, savaşların finansmanının sağlanması ve ihracata ağırlık verilmesi hedeflenmiştir (Savaş, 1998).

19. yüzyılın sonları ile 20. yüzyılın başlarında (1870-1914) altın bir tedavül aracı olarak kullanılmış, diğer bir ifadeyle sabit döviz kuru sistemi olan “altın standardı” uygulanmıştır. Altın standardının en önemli etkisi, “otomatik istikrar etkisidir; yani merkez bankasının dengeleyici herhangi bir müdahalesinin olmadığı varsayımına dayanır. Bir ülkede para arzı ödemeler bilançosu fazla verdiğinde artacak, açık verdiğinde azalacaktır. Ülkedeki ihracatçılar ihracatları sonucu elde ettikleri altını kendi merkez bankalarına satacaklar, karşılığında da kendi paralarını elde edeceklerdir. Böylece merkez bankasındaki altın miktarı artarken, karşılığında merkez bankası yeni para basarak para arzını genişletecektir. Burada klasik ekolün benimsediği miktar teorisine göre fiyatlar yükselecektir. Buna bağlı olarak ihracat azalırken ithalat artacak, sonuçta altın ihracı artarken altın ithali yavaşlayacak ve dış denge sağlanacaktır. Ters durumda ise, ithalatçılar yaptıkları ithalat sonucu dış ülkelere ödemede bulunmak üzere, merkez bankasından altın satın alacaklar karşılığında yerli para satacaklardır; böylece para arzı daralacaktır. Burada yine klasik ekolün benimsediği miktar teorisine göre fiyatlar düşecektir. Buna bağlı olarak ihracat genişlerken ithalat daralacak, sonuçta altın ihracı yavaşlarken altın ithali artacak ve dış denge yeniden sağlanacaktır. Altın standardında dolaşımdaki para belli ayar ve ağırlıkta basılmış altın para veya altın külçe olup, ödemeler bu para ile yapılmıştır. Banknot ve madeni paralar altın paraya çevrilebilmiş, altının ülkeye girişi ve çıkışı serbest kabul edilmiştir. Her ülkenin parasının değeri altın cinsinden tanımlandığı ve altının ithal ve ihracı serbest bırakıldığı için, ulusal paralar otomatik olarak sabit kurlardan birbirine bağlanmış oluyordu. Ülkedeki altın rezervi daima iç para arzına eşit tutulmuştur. Bu dönemde ülkelerin enflasyon oranları azalmış ve fiyatların bütünleşik seviyeleri artmıştır (Ricardo, 1821; Öney, 1980; Seyidoğlu, 2003).

Ancak I. Dünya Savaşı’nın ve 1929’da yaşanan Büyük Buhran’ın etkisiyle dünyada işsizlik oranları artarken, bir yandan da altın karşılığı olmadan basılan paralar nedeniyle enflasyonist bir süreç yaşanmış, buna bağlı olarak dış dengeden çok iç ekonomik denge temel sorun haline gelmiştir. Çözüm arayışları neticesinde Keynesyen politikalar etkili olmaya başlamış; işsizlik sorunu yaşayan ülkelere genişletici para ve maliye politikaları izlenmesi, enflasyon görülmesi durumunda ise toplam harcamaların daraltılması, böylece iç ekonomik dengenin sağlanması hedeflenmiştir. Bu duruma bağlı olarak ise altın tedavül özelliğini yitirmiştir (Seyidoğlu, 2003; Eichengreen ve Flandreau, 1996). Hükümetler, altın standardını terk etmeye, ülkeler ve bireyler arasındaki altın alımlarını ve ticaretini sınırlamaya başlamışlardır. 1931 yılında altın standardı sistemi çökmüş, ancak altın ilk “rezerv varlık” olma özelliğini korumuştur. Aynı etkiler II. Dünya Savaşı’ndan sonra da devam etmiştir. Altın standardının yıkılmasıyla ulusal paraların birbirine dönüştürülme imkanı ortadan kalkmış, uluslararası ödemelerde büyük sorunlarla karşılaşmıştır.

Yaşanan bu sorunlar neticesinde II. Dünya Savaşı’nın ardından altın-döviz standardına (altın kambiyo sistemine) dayanan Bretton Woods Sistemi’ne (1944-1973) geçilmiştir. Bu sistemi benimseyen ülkeler millî paralarını sabit kurdan ABD dolarına bağlayacaklardı. ABD dolarının değeri altın olarak tanımlanacak ve bir ons altın (31,1gr) 35 dolar edecekti. Böylece dolar uluslararası sistemde tüm ülke paralarının bağlandığı bir değer standardı, tek para

ya da rezerv para olabilecekti (Bordo, 1993). Bu sistemin temelinde, altından tasarruf edilerek uluslararası ödemelerde kullanılacak rezerv miktarını artırma fikri yatmaktadır. Bretton Woods ile dünyada iki önemli kurum olan Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund-IMF) (1945 yılında) ve Dünya Bankası (1944 yılında) kurulmuştur. Ancak zaman içinde ABD ekonomisindeki açıklar nedeniyle ABD dolarına güven azalmış, ayrıca kalkınmalarını tamamlayan Avrupa ülkeleri ellerinde biriktirdikleri dolarları altına çevirmek istemişlerdir. Altın talebindeki bu artış dünya genelinde 1970'li yıllarda para krizleri yaşanmasına, doların devalüe olmasına, ardından doların altın konvertibilitesinin sona ermesine ve sistemin 1973 yılında çökmesine neden olmuştur (Savaş, 1998). Bu tarihten sonra Avrupa ülkeleri ulusal paralarını sabit kurlarla birbirlerine bağlamış ve dolar karşısında serbest bırakmışlardır (Bordo ve Yonung, 2001).

Dünyada yaşanan petrol şokları ve birçok ülkede görülen yüksek enflasyon nedeniyle, 1972-1980 döneminde insanlar güvenli bir liman arayışıyla altına yönelmişlerdir, buna bağlı olarak altın fiyatları yükselmiştir. Hatta altın fiyatlarındaki değişime karşı alternatif bir yatırım aracı olarak vadeli altın işlemleri yapılmaya başlanmıştır (Yanık, 2008). Soğuk savaş döneminin izlerinin silinmesi, barış ve huzur ortamının oluşması neticesinde; 1980-1990 döneminde altın fiyatları yatay bir seyir izlemiş, hatta 1990 yılından sonra belirgin bir düşüş yaşamıştır. Zaman içinde finansal araç çeşitliliğinin artmasıyla yatırım alternatifi genişlemiş ve altın talebi daralmıştır. 2000'li yıllarda siyasi ortam gerginleşmiş, 11 Eylül 2001'de yaşanan terörist saldırıdan sonra altın fiyatları yükselmeye başlamıştır (Garber, 1993). 2007'den sonra yaşanan küresel kriz de belirsizlik ortamını derinleştirmiş, altın fiyatlarının yükselişini hızlandırmıştır. Hemen hemen tüm ülke hazineleri ve merkez bankaları rezerv aracı olarak altın tutmaya devam etmişlerdir.

Eskiden bir likidite kaynağı olan altının bu rolü bugün giderek azalmıştır. Çünkü altın üretimi zor ve pahalı olup, üretilen altının bir kısmı sanayi ve ticarete kullanılmakta, bu nedenle mevcut altın stokları uluslararası likidite ihtiyacına cevap verememektedir. 1951-1960 döneminde toplam uluslararası rezerv içinde altının payı %65 iken, bu oran 1970'te %40'a, 1979'da ise %10,7'ye kadar gerilemiştir. Anılan dönemde altının uluslararası ödemelerde rezerv olarak önemi giderek azalmıştır. Ancak günümüzde ülkeler açıklarını altın satarak kapatmak yerine, kredi kullanarak kapatmayı tercih etmektedirler. Çünkü satılan altınlar ülkelerin altın stoklarının erimesine neden olduğundan, sonuçta ülkelerin borçlanma olanakları daralmaktadır. Bu açıdan altın hala bir değer ölçüsü olma özelliğini korumakta, ödemelerde birebir kullanılsa bile bir güven unsuru olarak kabul edilmektedir. Tüm bunlara dayanılarak altının uzun bir süre daha merkez bankası kasalarında rezerv varlık olarak kalacağı tahmin edilmektedir (Öney, 1980).

3 Dünya Altın Arz ve Talebi

Altın madenlerde üretildikten sonra, altın rafinerilerinde saflaştırılmakta ve belli bir standarda kavuşturulmaktadır. Ardından yatırımcılara, kuyumcılara ve hammadde ihtiyacı olan sanayicilere arz edilmektedir. Bu süreçlerden sonra altın hurda (kullanılmış) olarak ve yeniden yatırım şeklinde piyasaya geri dönmektedir.

Tablo 1'de 2016 yılında dünyada toplam altın üretimi 3.222 ton olarak görülmektedir. En büyük üreticiler %14'le Çin, %9'la Avustralya, %8'le Rusya Federasyonu, %7'yle ABD olurken, bu ülkeleri %5'lik payla Güney Afrika, Kanada, Endonezya ve Peru takip etmektedir. 1968'lerde en önemli üretici %77'yle Güney Afrika olmasına rağmen günümüzde ülkede rezervlerin azalması ve üretim veriminin düşmesiyle ülkenin payı oldukça azalmıştır (Bkz. Tablo 1 ve Grafik 1).

Sıralama			Üretim (Ton)	
2016	2015		2015	2016
1	1	Çin	450,1	453,5
2	2	Avusturalya	279,2	290,5
3	3	Rusya	249,5	253,5
4	4	Amerika Birleşik Devletleri	218,2	236,0
5	5	Endonezya	176,3	168,2
6	7	Kanada	159,0	165,0
7	6	Peru	175,9	164,5
8	8	Güney Afrika	151,0	150,0
9	9	Meksika	135,8	120,5
10	10	Gana	95,1	95,0
11	12	Brezilya	81,8	83,3
12	11	Özbekistan	83,2	82,9
13	14	Papua Yeni Gine	57,2	59,9
14	13	Arjantin	63,8	57,4
15	15	Mali	49,0	49,8
16	18	Tanzanya	46,8	48,7
17	19	Filipinler	46,7	48,5
18	17	Kolombiya	47,6	48,3
19	16	Kazakistan	48,2	48,0
20	20	Demokratik Kongo Cumhuriyeti	45,7	44,4
		Dünyanın Geri Kalanı	548,5	554,3
		Dünya Toplamı	3.208,6	3.222,3

Tablo 1. Altın Arz Eden İlk 20 Ülke *Kaynak: O'Connel, Alexander; Strachan, Alway, Nambiath, Wiebe, Li ve Aranda, 2017. GFMS Gold Survey 2017. Thomson Reuters. London.*

Grafik 1. Ülkelerin Altın Maden Piyasasındaki Payları *Kaynak: O'Connel, Alexander; Strachan, Alway, Nambiath, Wiebe, Li ve Aranda, 2017. GFMS Gold Survey 2017. Thomson Reuters. London.*

Tüm mallarda olduğu gibi altının fiyatı da arz ve talebine göre belirlenmektedir. Üretimi maliyetli ve sınırlı olsa da son yıllarda altın üretim hacmi giderek artmış, gerek altın fiyatlarında gerekse altının talep yapısında önemli değişiklikler görülmüştür. 2008 küresel krizinin etkisiyle ülkelerin içinde bulunduğu sıkıntılar altın fiyatlarını yukarı tırmandırırken, döviz ihtiyacına bağlı olarak da altın üretimi artmıştır (Bkz. Tablo 2). Dünya altın madeni üretimi fiyat değişikliklerine karşı fazla esnek değildir. Arz talep kanununun tersine; dünyada altın fiyatları yükselirken altın talebinin artış kaydettiğine veya altın fiyatları düşerken altın arzının arttığına sık sık rastlanmaktadır (Erdoğan, 1998). Tablo 2'de görüldüğü gibi dünya altın fiyatlarının yıllar içinde yükselmesine rağmen, maden üretiminin toplam altın arzına katkısı bu yıllar içinde düşmüş; 2007 yılında altın üretiminin toplam arz içindeki payı %80 iken 2016 yılında %71'e gerilemiştir. Hurda altının toplam arz içindeki payı da benzer şekilde 2007 yılında %32,8 iken 2016 yılında %28'e gerilemiştir. Ancak toplam altın arzında 2007 yılından 2016 yılına kadar %44 düzeyinde bir genişleme görülmüştür. Maden üretimi, resmi sektör satışları ve hurda altın arzı olarak bilinen arz bileşenleri arasında fiyat elastikiyeti en yüksek olan hurda altın arzıdır (Cılız, 2010). Fiyatların yükseldiği bu süreçte bireyler ellerinde tuttıkları altınlarını satmayı, fiyatların düştüğü durumlarda da çoğu zaman beklemeyi tercih etmişlerdir.

(Ton)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Arz										
Altın Üretimi	2.538	2.467	2.651	2.775	2.868	2.883	3.077	3.172	3.209	3.222
Hurda Altın	1.029	1.388	1.765	1.743	1.704	1.700	1.303	1.158	1.172	1.268
Net Hedging Arzı	-432	-357	-234	-106	18	-40	-39	108	21	21
Toplam Arz	3.134	3.497	4.182	4.411	4.590	4.544	4.341	4.438	4.401	4.511
Talep										
Mücevher İmalatı	2.474	2.355	1.866	2.083	2.091	2.061	2.610	2.469	2.395	1.891
Endüstriyel	492	479	426	480	471	429	421	403	365	354
Net Resmi Sektör	-484	-235	-34	77	457	544	409	466	436	257
Perakende Yatırım	448	937	866	1.263	1.616	1.407	1.873	1.163	1.162	1.057
Fiziki Talep	2.930	3.536	3.125	3.903	4.635	4.441	5.314	4.501	4.357	3.559
Fiziki Fazla/Açık	204	-38	1.057	508	45	102	-973	-62	44	952
ETF Envanter Oluşturma	253	321	623	382	185	279	-880	-155	-125	524
Exchange Envanter Oluşturma	-10	34	39	54	-6	-10	-98	1	-48	86
Net Denge	-39	-394	394	73	-224	-167	5	92	217	342
Altın Fiyatı (ABD\$/ons)	695,39	871,96	972,35	1.224,52	1.571,69	1.668,98	1.411,23	1.266,40	1.160,06	1.250,80

Tablo 2. Dünya Altın Arz ve Talebi *Kaynak: O'Connel, Alexander, Strachan, Alway, Nambath, Wiebe, Li ve Aranda, 2017. GFMS Gold Survey 2017. Thomson Reuters. London.*

Tablo 2'den görülebileceği gibi altın talebi günümüzde en fazla kuyumculuk sektöründe (%53), perakende yatırım amacıyla (külçe ve sikke olarak tasarruf ve spekülasyon amacıyla) (%29,7), endüstri hammadresi olarak (elektronikte, dişilikte ve tıp alanında) (%10), resmi sektör alışlarında (%7,2) gerçekleştirilmektedir. Merkez bankaları altın piyasalarında oldukça aktif olup, resmi rezervlerini artırmak amacıyla altın talep etmekte ya da piyasaların ihtiyacına göre altın satarak altın arzını gerçekleştirmektedirler. Yatırımcılar ise altın fiyatları düştüğünde altın almak, fiyatları yükseldiğinde ise altın satmak suretiyle yaşam koşullarını ve servetlerini genişletmek hedefiyle spekülasyon davranış sergileyebilirler. Altın talebinde doların değeri de etkilidir. Dolar değer kaybettiği dönemlerde altına olan talep artmaktadır. Altın dünyada “sığınma değeri yüksek bir meta” olarak görülmektedir (Cılız, 2010). Enflasyonist süreçlerde de altın talebi artmaktadır. Çünkü altın fiyatlarındaki artış enflasyon hızından daha yüksek olmakta, diğer bir ifadeyle enflasyon diğer mal fiyatlarından daha hızlı artmakta, bu durum da altın talebini artırmaktadır. Ekonomilerde görülen negatif faiz uygulamaları da altına olan meyli artırmaktadır (Cılız, 2010). Tablo 2'de görüldüğü gibi küresel kriz sürecinde dünyada altın talebi ve fiyatları artış göstermiş, 2013 yılından sonra krizin olumsuz etkilerinin azalması, ekonomilerde istikrarın artması ve doların değerinin yükselmesiyle ise hem altın talebi hem de fiyatları düşüşe geçmiştir.

Ağırlıklı olarak kuyumculuk sektöründe kullanılan altın, gelişmiş ülkelerde mücevher takı amacıyla kullanılırken, gelişmekte olan ülkelerde çoğunlukla güven unsuru olarak tasarruf, değer saklama ve servet biriktirme amacıyla talep edilmektedir. Tablo 3'te dünyada en çok mücevher talebinin Çin (%32), Hindistan (%24) ve ABD'de (%7) olduğu, Türkiye'nin (%2) ise 5. sırada yer aldığı görülmektedir. Perakende yatırım amacıyla talep edilen külçe ve sikke talebinin bölgesel dağılımında 2016 yılı itibarıyla Asya kıtası %68'lik pay alırken, Avrupa kıtası %27'lik pay almaktadır (Bkz. Grafik 2).

Sıralama			Tüketim (Ton)	
2016	2015		2015	2016
1	1	Çin	750,3	612,5
2	2	Hindistan	674,5	463,1
3	3	Amerika Birleşik Devletleri	140,5	138,2
4	5	Birleşik Arap Emirlikleri	55,3	46,2
5	9	İran	35,4	39,7
6	6	Türkiye	49,3	39,7
7	4	Sudi Arabistan	57,5	38,1
8	8	Endonezya	40,1	34,2
9	11	Rusya Federasyonu	34,1	30,2
10	7	Mısır	40,9	27,9
11	12	Güney Kore	28,7	26,9
12	10	Hong Kong	34,3	26,9
13	13	Birleşik Krallık	27,4	25,2
14	14	İsrail	24,8	20,2
15	15	Kuveyt	23,1	20,1
16	16	Japonya	19,7	19,8
17	19	Bangladeş	16,5	18,1
18	17	İtalya	18,1	17,6
19	18	Kanada	16,9	16,6
20	20	Vietnam	15,8	16,3
		Dünyanın Geri Kalanı	291,8	240,4
		Dünya Toplamı	2.395	1.891

Tablo 3. Altın Mücevher Talep Eden (Hurda Dahil) İlk 20 Ülke **Kaynak:** O'Connell, Alexander, Strachan, Alway, Nambiath, Wiebe, Li ve Aranda, 2017. **GFMS Gold Survey 2017.** Thomson Reuters. London.

Grafik 2. Altın Külçe ve Sikke Talebinin Bölgesel Dağılımı (2016) **Kaynak:** O'Connell, Alexander, Strachan, Alway, Nambiath, Wiebe, Li ve Aranda, 2017. **GFMS Gold Survey 2017.** Thomson Reuters. London.

4 Başlıca Merkez Bankalarının Küresel Finansal Kriz Sonrası Altın Rezerv Paylarındaki Değişimi ve Türkiye Merkez Bankasının Tutumu

Merkez bankaları ulusal zenginliğin bir göstergesi olan rezervlerin ihtiyatlı bir şekilde yönetiminden vatandaşlarına ve devletlerine karşı sorumludur. Rezerv yönetiminde hedef genellikle istikrar, likidite, kur ve diğer ulusal politika hedeflerinin gerçekleştirilmesini sağlamak, finansal piyasalar ve getirilerdeki bozulmayı engellemektir. Her rezerv varlık birtakım avantaj ve zorlukları beraberinde getirir. Örneğin dünya rezerv paraları arasında en büyük paya sahip olan ABD doları, bir yandan geniş bir finansal enstrüman yelpazesine sahipken bir yandan da mükemmel bir likiditeye sahiptir. Ancak değeri ABD'nin ekonomi politikalarından etkilenmektedir (Cılız, 2010).

Altının merkez bankalarındaki toplam rezervlerdeki payı ekonomik kriz ve savaş dönemlerinde radikal değişiklikler göstermektedir. 1980'lerden 1990'lardan sonra merkez bankalarının daha bağımsız hale gelmeye başlamasıyla ve iyi makro ekonomik koşullarla merkez bankaları rezerv yönetiminde daha ticari bir tutum sergilemiş, rezerv portföyleri üzerinden sağladıkları getirilere daha fazla önem vermeye başlamışlardır. 20. yüzyılın sonuna doğru birçok merkez bankası altın satışına giderek altının rezervdeki payını düşürmüşlerdir. 2001 yılındaki terör saldırısından itibaren durum tersine dönmüş, merkez bankaları satmış oldukları altınları yeniden geri almaya ve portföylerini çeşitlendirmeye başlamışlardır (World Gold Council). Altının hiçbir ülkenin tekelinde olmaması, güvenli bir yatırım aracı olarak dünyada kabul görmesi, kriz ortamlarında kolaylıkla değer yitiren

borsalara karşı fiyatını koruması ve değer kaybetmemesi bu aşamada etkili olmuştur. Merkez bankaları insanların psikolojik davranış ve tutumları nedeniyle klasik altın standardı döneminden beri rezervlerinde parasal role sahip bir emtia olarak büyük miktarda altın tutmaktadır, buna dayanarak merkez bankalarının gelecekte de büyük altın stoklarını korumaları beklenmektedir (Goodfriend, 1988). Merkez bankaları yıllar itibarıyla incelendiğinde yer üstü altın stoklarının yaklaşık %20'sini rezerv olarak tuttıkları anlaşılr (World Gold Council).

Merkez bankaları finans tarihi boyunca tüm rezerv varlıklarının arasında altına aşağıda özetlenen nedenlerden dolayı özel bir önem vermişlerdir. İlk olarak, Merkez bankaları temelde uzun vadede reel satın alma gücünü koruması, bir **değer deposu** olması nedeniyle rezervlerinin bir kısmını altın olarak tutmayı tercih ederler. Çünkü merkez bankalarınca rezervlerinde tutulan ABD doları ve Euro gibi paraların değeri bu paraları basan hükümetlerin ekonomi politikalarından etkilenir. İkinci olarak, altın ise hiçbir ülkenin güdümü altında bulunmamasından dolayı kendine özgü olup, ülkelerin kusurlu ekonomi politikalarından kötü etkilenmemekte ve stabilitesini korumaktadır. Bu yönüyle rezerv olarak altın bir **ekonomik güvence** sağlamaktadır.

Rezerv ihtiyaç duyulduğunda kullanmak içindir. Örneğin, küresel şoklar ulusal para sisteminde değişikliklere neden olabilir, likit kaynaklara ihtiyaç duyulabilir. Altın her zaman ve her yerde kabul edilirlği ve likiditesi yüksek bir nihai ödeme aracı ve paranın nihai değeridir. Bu yönüyle altının üçüncü olarak, **fiziki güvenilirliği** bulunur. Diğer rezerv paraların ise kendi ülkelerinin uygulayacağı kambiyo kontrolleri gibi paranın serbest transferini olumsuz yönde etkileyen uygulamalar nedeniyle likiditeleri daha düşük kalabilmektedir (Güvenç, 2006).

Ülkeler açısından altın rezervi olmak, bazı tahmin edilemeyen olaylara karşı savaş, enflasyon artışı, dış borçların ödenememesi, ulusal paranın değer kaybı gibi geleceğe karşı bir opsiyon sahibi olmaya, bir çeşit **sigortaya** benzer.

Dördüncü olarak, vatandaşları diğer rezerv paralara karşı yok edilemez bir varlık olarak kabul edilen altına **güven** duyar, rezerv varlık olarak tutulmasını talep ederler. Ülke merkez bankaları açısından ise rezervlerin **çeşitlendirilmesi** durumunda, tek bir varlığa dayalı rezervden elde edilecek getiriden daha düşük volatilitesi bir getiri elde edilecektir. Altının getirisi diğer finansal varlıklarla negatif korelasyona sahip olduğundan, altının bir portföye dahil edilmesi riskin azaltılması açısından önemli faydalar sağlayacaktır.

Son olarak, ülkeler için dış borçlanma durumunda bir **teminat** niteliği taşıyabileceği gibi ödünç verilmesi durumunda da makul **getiriler** elde edilmesine izin verir. Finansal sisteme yönelik olarak altın kredi riski olmayan güvenli bir varlık olarak kabul edilmektedir. Aynı zamanda altın tutmanın bir “fırsat maliyeti” olabilir, ancak faiz oranlarının düşük olması durumunda fırsat maliyeti az olacaktır (Güvenç, 2006).

Altın fiyatları ile güven ortamı arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. İstikrar ortamında altın talebi azalmakta ve fiyatları da düşmektedir; güvensizlik ortamında ise tam tersi bir durum yaşanmaktadır. 2003 yılı itibarıyla istikrar ortamının yeniden tesis edilmesiyle merkez bankalarının toplam altın rezervleri tekrar azalmaya başlamıştır. Ancak 2008 küresel krizinin etkisiyle altın rezervleri tekrar artmaya başlamıştır. Merkez bankalarının rezervlerinde tuttıkları altın miktarı Nisan 2018 tarihi itibarıyla 33.828 ton civarındadır (Bkz. Tablo 4). Buna göre bugün merkez bankaları rezervlerinin yaklaşık ortalama %15'i altın rezervinden oluşmaktadır (World Gold Council). Daha önce açıklanan nedenlerden ötürü altının bundan sonra da merkez bankaları rezervleri içerisindeki önemini koruması beklenmektedir (Güvenç,2006).

Yıllar	Ton	Yıllar	Ton
2000	33.170	2009	30.484
2001	32.891	2010	30.805
2002	32.521	2011	31.171
2003	31.963	2012	31.646
2004	31.445	2013	31.819
2005	30.841	2014	31.996
2006	30.476	2015	32.704
2007	29.972	2016	33.258
2008	29.960	2017	33.673
		Nisan 2018	33.828

Tablo 4. Dünya Merkez Bankalarının Toplam Altın Rezervi Kaynak: World Gold Council, www.gold.org/data/gold-reserves, 2018.

Tablo 5'te ve Grafik 3'te bazı dünya ülkelerinin toplam rezervleri içinde altın rezervlerinin payı küresel krizden günümüze yüzdelerle payları ile incelenmiştir. Ayrıca tablo 6'da dünyada en fazla altın rezervine sahip ilk yirmi ülkenin Nisan 2018 tarihi itibarıyla altın rezervlerine yer verilmiştir. Buna göre merkez bankasında miktar (ton) olarak en fazla altın rezervi bulunduran ülkeler sırasıyla; ABD, Almanya, İtalya, Fransa, Rusya, Çin, İsviçre, Japonya, Hollanda ve Türkiye'dir. Merkez bankasında tüm rezervler içindeki yüzdelerle payı itibarıyla en fazla altın rezervi bulunduran ülkeler ise sırasıyla; ABD, Almanya, İtalya, Hollanda, Fransa, Portekiz, Avusturya, Kazakistan, Belçika ve Türkiye'dir. Tablo 5'te küresel kriz döneminde ülke merkez bankalarında altın rezervinin yükseldiği görülür. Krizin ardından ise bazı ülkelerde azalmalar bazılarında ise artışlar yaşanmıştır. Almanya, Fransa, İtalya, Rusya, Türkiye, ABD gibi ülkeler çok yüksek oranlarda altın rezervi tutmayı sürdürmüşlerdir. Ülkelerin tüm

rezervlerin içinde güvenilir bir rezerv olarak altına büyük pay verdikleri görülür. Burada ülkelerin II. Dünya Savaşı'nda yaşanan yüksek enflasyon yanında ortaya çıkan ekonomik krizler ile ülke paralarının değerinin istikrarlı kılınma isteğinin etkili olduğu kanaatine varılabilir. Ayrıca bu ülkelerin kendi paraları da zaten konvertibil paralar olup, birer rezerv para niteliği olmasına rağmen merkez bankası bilançolarında rezervin altından oluşması, bu rezerve dayanan paraları daha güçlü kılınmaktadır. Tabloda yer alan diğer ülkeler ise nispeten daha düşük miktarda altın rezervi tutmayı tercih etmişlerdir. Bunun yanında ülkeler daha fazla portföy çeşitlemesine gitmişler, rezervlerinde de Amerikan tahvillerine yer vermişlerdir.

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Brezilya	0,50	0,48	0,49	0,53	0,47	0,96	0,73	0,72	0,64	0,68
Kanada	0,22	0,22	0,22	0,27	0,25	0,26	0,16	0,15	0,07	0,00
Çin	1,04	0,85	1,50	1,64	1,59	1,66	1,05	1,05	1,76	2,19
Almanya	67,3	68,8	66,5	71,1	71,4	72,9	66,0	67,8	66,3	67,6
Fransa	60,4	67,4	64,6	66,3	71,1	70,6	64,9	65,5	60,0	61,5
Birleşik	10,7	13,3	13,6	14,3	13,9	14,1	10,1	9,66	7,14	8,47
Endonezy	3,44	3,96	3,87	3,43	3,27	3,51	3,04	2,71	2,51	2,47
Hindistan	3,47	3,89	6,85	8,42	9,19	9,93	7,25	6,65	5,38	5,68
İtalya	69,8	64,9	65,1	69,9	71,0	72,2	65,1	66,5	63,9	66,8
Japonya	2,11	2,08	2,54	3,15	2,91	3,23	2,34	2,35	2,11	2,32
Güney	0,15	0,20	0,19	0,22	0,87	1,38	1,17	1,12	0,97	1,04
Meksika	0,11	0,18	0,30	0,26	3,50	3,99	2,65	2,43	2,33	2,49
Rusya	2,52	3,41	5,17	7,44	8,74	9,53	7,87	12,1	13,1	15,7
Suudi	1,24	2,00	2,68	3,18	2,86	2,56	1,69	1,68	1,76	2,17
Türkiye	4,07	4,41	5,42	6,10	10,9	16,1	15,3	16,1	15,9	13,1
Amerika	78,5	77,3	70,3	75,1	74,5	75,7	70,2	72,6	72,2	73,8
Güney	10,1	10,2	11,0	12,8	12,6	13,2	9,75	9,88	9,30	9,78

Tablo 5. Bazı Dünya Ülkelerinin Toplam Rezervleri İçinde Altın Rezervlerinin Payı (%) **Kaynak:** World Gold Council, (www.gold.org/data/gold-reserves, 2018).

Grafik 3. Bazı Dünya Ülkelerinin Toplam Rezervleri İçinde Altın Rezervlerinin Payı (2007-2016 Yılları) (%) **Kaynak:** World Gold Council, (www.gold.org/data/gold-reserves, 2018).

Ülkeler	Ton	Rezervlerin Yüzdesi
Amerika Birleşik Devletleri	8.133,5	75,0
Almanya	3.373,6	70,4
İtalya	2.451,8	68,0
Fransa	2.436,0	66,2
Rusya	1.880,5	17,6
Çin	1.842,6	2,4
İsviçre	1.040,0	5,3
Japonya	765,2	2,6
Hollanda	612,5	67,1
Türkiye	591,0	21,9
Hindistan	558,1	5,6
Tayvan	423,6	3,8
Portekiz	382,5	62,5
Suudi Arabistan	322,9	2,7
Birleşik Krallık	310,3	8,5
Kazakistan	307,0	41,4
Lübnan	286,8	21,5
İspanya	281,6	17,0
Avusturya	280,0	48,3
Belçika	227,4	36,2

Tablo 6. Dünya Merkez Bankalarının Resmi Altın Rezervleri (İlk 20 Ülke) (Nisan 2018) **Kaynak:** World Gold Council, www.gold.org/data/gold-reserves, 2018.

Aşağıda yer alan Tablo 7 ve Grafik 4'te 1987-2017 döneminde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) altın rezerv miktarları verilmektedir. 2000 yılında 1.009 milyon dolar olan altın rezerv miktarı, 2017 yılının Kasım ayında 22.440 milyon dolara yükselmiştir. Buradan çıkışla 2002 yılından itibaren TCMB'nin altın rezervlerinin artmaya başladığı görülmektedir.

Grafik 4. TCMB Altın Rezervinin Yıllık Gelişimi **Kaynak:** www.ekonomiatlasi.com, 2018.

Yıllar	Altın Rezervi	Fark	Değişim
2000	1.009	-2	-0,20%
2001	1.004	-5	-0,50%
2002	1.032	28	2,80%
2003	1.279	247	23,90%
2004	1.635	356	27,80%
2005	1.915	280	17,10%
2006	2.373	458	23,90%
2007	2.764	391	16,50%
2008	3.272	508	18,40%
2009	3.727	455	13,90%
2010	5.264	1.537	41,20%
2011	9.888	4.624	87,80%
2012	19.970	10.082	102,00%
2013	20.872	902	4,50%
2014	20.134	-738	-3,50%
2015	17.548	-2.586	-12,80%
2016	14.051	-3.497	-19,90%
10.11.2017	22.430	8.379	59,60%

Tablo 7. Yıllar İtibariyle Merkez Bankası Altın Rezervi (milyon dolar) **Kaynak:** World Gold Council, www.gold.org/data/gold-reserves, 2018.

Avrupa’da yaşanan borç krizi Euro bölgesinde altın piyasasının önemini gündeme taşımıştır. Dubai Uluslararası Finans Merkezi’ne (DICF) göre de altın İslami finasta önemli bir rol oynayacaktır. Hatta DICF başkanı varlık portföyünde altının yer aldığı “Körfez ortak parası” önerisinde bulunmuştur. Buna göre altının bölge bankacılık sisteminin gelişmesinde ve likidite finansmanında önemli bir rol oynayacağı düşünülmektedir.

Dünyada küresel finans kriziyle birlikte bireysel yatırımcılar gibi merkez bankaları da son yıllarda “güvenilir liman” altına yönelmiş ve altın rezervlerini artırma yoluna gitmişlerdir. TCMB de yeni dönemde merkez bankası rezervlerinin daha az döviz daha çok altından oluşması için adımlar atılmıştır. Buna dayanarak Ekim 2011’de hazırlanan Eylem Planı ile bankaların Türk lirası cinsinden TCMB’ye yatırmak mecburiyetinde oldukları yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10’una kadar olan kısmının altın cinsinden tutulabilmesine imkân sağlanmıştır. Söz konusu miktar zaman içinde artırılmış 2015 yılı itibariyle %30’a çıkmış, böylece bankalara ek likidite imkânı sağlanmıştır (TCMB). Aynı zamanda TCMB altın rezervlerini artırmak istediğinden yastık altındaki altınları hedef alarak; vatandaşların yastık altındaki altınları bankalara tevdi ederek, “altın depo hesabı” açmaları durumunda bundan da gelir elde edeceklerini belirtmiştir. TCMB’nin bu kararı ile tasarrufların arttırılması hedeflenmiş ve bankalar, yastık altındaki altınları ekonomiye kazandırma çalışmalarına hız vermiş bu durum da Merkez Bankasının rezervlerini önemli miktarda artırmıştır. Bunların yanı sıra TCMB Borsa İstanbul Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası’nda (KMKTP) en fazla işlem gerçekleştiren kurumlar arasında yer almış, altın rezervlerinin artışında bu durum da etkili olmuştur. Bunun sonucunda, Türkiye, dünya altın rezervi sıralamasında ilk 10’a girmeyi başarmıştır. Ayrıca Türkiye 2017 yılında FED nezdinde kendi mülkiyetinde olan altınlarının tamamını ülkeye geri getirmiştir. Bu durum enflasyonist süreçte ülke rezervlerinin değerli madenlerden, altından, oluşması TL’deki dalgalanmanın önüne geçerek paranın gücünü arttırabilecektir. Bu rezerv artışının devam etmesi beklenmektedir. Hatta dolar sürekli kur baskısı altında kaldığından, dolarla borçlanma yerine altın borçlanma modeli de önerilmektedir.

5 Sonuç

Finans tarihinde merkez bankalarının, otomatik denge sağlama, bağımsız politika uygulamalarına imkân vermesi, politik risk taşımaması, fiziki güvenilirliği gibi nedenlerle, altın rezervlerine her dönem önem verdikleri görülür. Özellikle Büyük Buhran sonrası 1970’li yıllara kadar hüküm süren Keynesyen politikalardan Parasalcı politikalara geçişle beraber emisyon hacmi, faiz, fiyat istikrarı ve ekonomik büyüme merkez bankalarının ilgilendiği en önemli makro ekonomik konular olmuştur.

Son yaşanan küresel finansal kriz merkez bankalarının geleneksel politikalarında köklü değişimlere yol açmıştır. Küresel finansal kriz sonrası başta ABD olmak üzere Avrupa merkez bankaları para arzını genişleterek faiz oranlarını düşürmüşler, bu durum gelişmekte olan ülke piyasalarına doğru sermaye hareketlerine neden olmuştur. Dolara ve ABD hazine bonosu ve devlet tahvillerine talep düşmüş, altın talepleri artmıştır. Ancak FED in tekrar sıkı para politikalarına yönelip faiz oranlarını yükseltmesiyle gelişmekte olan ülke paraları hızla değer kaybetmiştir. Özellikle Türk Lirası dolar karşısında 2108 yılbaşından Mayıs ayına kadar % 13 değer kaybı yaşamıştır. Diğer kırsal beşli ülkelere (Arjantin, Hindistan, Brezilya Rusya) bu oran % 4.5 tur. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler dolara alternatif arayışlara girmişler ve altına olan taleplerini artırmışlardır. Gelişmekte olan piyasalardaki merkez bankalarının altın rezervleri 2010’da % 2’den 2014’te % 14’e yükselmiş, 2017 yılı itibariyle Dünya merkez bankaları toplam rezervlerinin % 15’ni altın olarak tutarken Türkiye Merkez Bankası bu oranın üstünde (%21,9) altın rezervi bulundurmaktadır. Oran olarak, TCMB; Rusya, Çin ve Hindistan’dan daha fazla oranda merkez bankası rezervlerini altın olarak tutmaktadır. Türkiye özellikle 2002 yılından sonra altın rezerv miktarlarını hızla artırmıştır. Ayrıca Türkiye’deki bankalarda altın mevduat hesaplarında bir artış görülmektedir. Sonuç olarak; ABD başta olmak üzere küresel ekonomilerde finansal mimarinin yeniden yapılanmasında Çin, Hindistan, Türkiye, Güney Kore gibi ülkelerin de içinde yer aldığı G-20 ülkelerinin uluslararası rezervlerini de alabilecek yeni bir sepetim belirlenmesi önerilebilir. Bu noktada önerilen yeni sepette altının ağırlıklı rolü ve dolar yanında Yuan, Euro, Ruble, TL, Riyal gibi yükselen ekonomi paralarının bulunması önemli taşımaktadır. Türkiye’de ise yastık altı altın ve birikimlerin sisteme katılmaları için başta TCMB, Borsa İstanbul KMKTP, konvansiyonel ve katılım bankalarının bu alandaki çalışmaları ve önerilerinin yanı sıra zorunlu karşılıklarda altın karşılığı uygulamasına devam edilmesi ülke altın rezervlerinin artışına katkıda bulunabilecektir sıralanmıştır. Böylece Türkiye merkez bankası rezervlerinde güçlü bir altın varlığı ile dolar karşısında değer kayıplarının azalarak, daha istikrarlı ve daha bağımsız bir hale geleceği düşünülmektedir.

Kaynakça

- Aslan, 1999. **Altın ve Altına Dayalı İşlemler Muhasebesi**. İstanbul Altın Borsası Yayınları. İstanbul.
- Bank of America Merrill Lynch, 9 Nisan 2013, “Gold & Gold Industry”. **Gold & Precious Metals**.
- Bordo ve Yonung, 2001. “A Return to The Convertibility Principle? Monetary and Fiscal Regimes in Historical Perspective. The International Evidence”. **European Commission Economic Paper**. No. 159. European Communities. Brussels, p.19.

- Bordo, 1993. “The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview”. **National Bureau of Economic Research**. University of Chicago Press. Vol. ISBN: 0-226-06587-1, p.32.
- Cılız, 2010. “Ülke Altın Rezerv Oranlarını Etkileyen Faktörlerin Kantitatif Olarak Analiz Edilmesi”. (Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finans Bankacılık Doktora Programı, Basılmamış Doktora Tezi).
- Eichengreen ve Flandreau, 1996. **The Georaphy of the Gold Standard; The Gold Standard and Beyond**. In Jorge Braga de Macedo.
- Erdoğan, 1998. **Altın Bankacılığı Borsası Rafinerisi ve Türkiye**. Vol. 3. İTO Yayınları. İstanbul.
- Garber, 1993. “The Collapse of The Bretton Woods Fixed Exchange Rate System”. **National Bureau of Economic Research**. University of Chicago Press. Vol. ISBN: 0-226-06587-1, p.462.
- Gasparrini, 2012, **Gold and Other Precious Metals: From Ore to Market**. Springer Science & Business Media.
- Goodfriend, 1988. **Central Banking Under The Gold Standard**. Working Paper 88-5, (<https://www.richmondfed.org>, 2018).
- Güvenç, 2006. **Altın Piyasasında Arz-Talep ve Aktörler**. İAB Yayınları. İstanbul.
- Manly, 2018. “Why the World’s Central Banks hold Gold-In Their Own Words”. Bullionstar Blogs, (<https://www.bullionstar.com/blogs/ronan-manly/worlds-central-banks-hold-gold-words/>, 2018).
- O’Connel, Alexander, Strachan, Alway, Nambiath, Wiebe, Li ve Aranda, 2017. **GFMS Gold Survey 2017**. Thomson Reuters. London.
- Oktay Beyza, Serin Zehra Vildan, 2017. Gold Reserves Held by Central Banks: A Comparison of Advanced and Emerging Economies. **Global Political Economy after the Crisis: Theoretical Perspectives and Country Experiences**. Ed. Sadık Unay. Nova Science Publishers, pp.259-278.
- Oktay, Öztunç, Serin, 2016 “Determinants of Gold Reserves An Empirical Analysis for G-7 Countries”. *Proceedia, Social Behaviour Science*, 2.
- Öney, 1980. **Uluslararası Para Sistemi**. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları. 448. Ankara.
- Ricardo, 1821. **On The Principles of Political Economy and Taxation**. 3.b. London.
- Savaş, 1998. **İktisadın Tarihi**. Avcıol Basım Yayın. İstanbul.
- Serin ve Oktay, 2014. "Global Governance and Turkey’s Position in the Post-Global Crisis Period”. **Journal of Social and Development Sciences**. 5, p.713.
- Seyidoğlu, 2003. **Uluslararası Finans**. Güzem Can Yayınları. İstanbul.
- TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, 2018.
- VOBAŞ. http://www.vob.org.tr/vobportaltur/EduDocsVOB_Alt%C4%B1n_sunum.13.10.pdf, 2013.
- World Gold Council, (www.gold.org/data/gold-reserves, 2018).
- www.ekonomiatlasi.com, 2018.
- Yanık, 2008. **Altın Piyasaları**. İAB Yayınları. İstanbul.