



## **İÇİNDEKİLER**

### **Haziran ayında dış ticaret açığı 7.2 milyar dolar ile beklentilerin altında geldi**

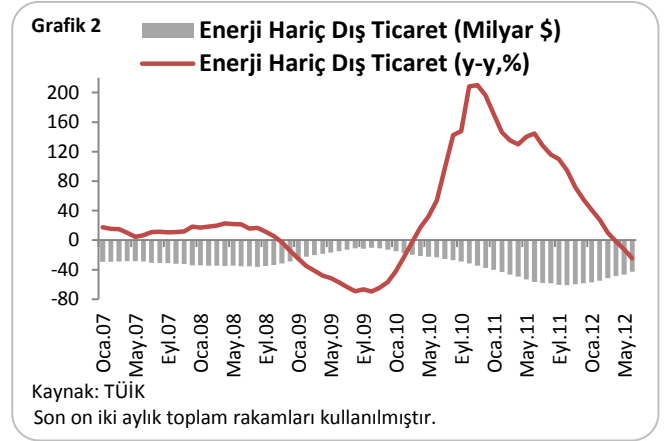
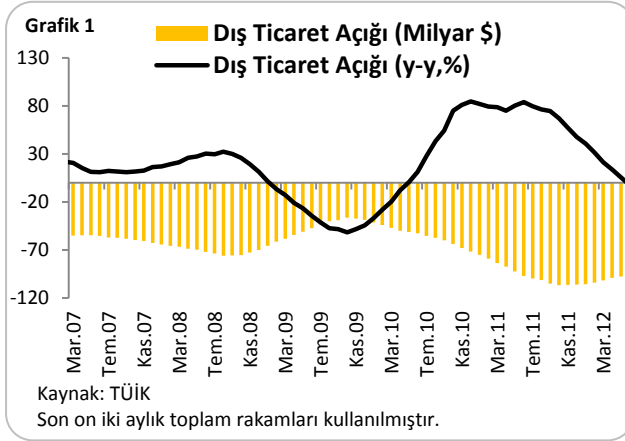
Haziran ayında dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre sert şekilde gerileyerek 7.2 milyar dolar olmuştur. Böylece 12 aylık kümülatif dış ticaret açığı 94.6 milyar dolar seviyesine kadar gerilemiştir. Dış ticaret açığındaki bu yavaşlamada ithalatın hemen hemen tüm kalemlerinde görülen sert düşüşler ve görece olumlu ihracat performansı etkili olmuştur. Bu raporumuzda Haziran ayı dış ticaret rakamları ayrıntılı bir şekilde incelendikten sonra, altın ticaretindeki dikkat çekici gelişmeler ve ticaret ortaklarındaki değişim bağlamında ihracat ele alınmıştır.

### **Altın Fiyatlarının Seyri ve Beklentiler**

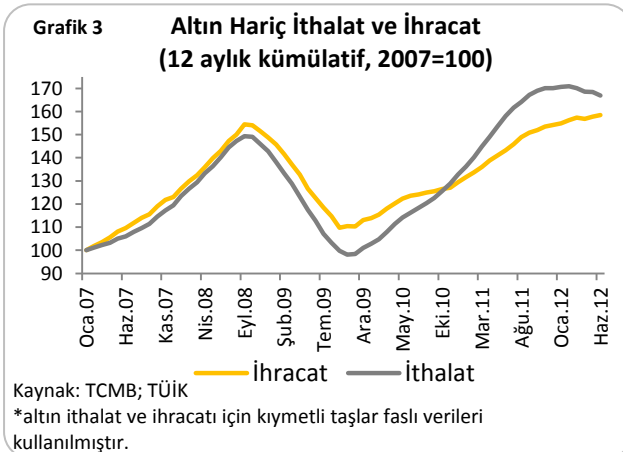
Son dönemde dış ticaretimiz içindeki payı ani şekilde yükselen altın, sıkça tartışılan konulardan biri olmuştur. Bu raporumuzda, altının dış ticaretimizdeki yeri incelendikten sonra uluslararası piyasalarda altın fiyatlarının seyri ve altın fiyatları üzerinde önümüzdeki dönemde etkili olabilecek faktörler ele alınacaktır. Son olarak ise altın fiyatlarına dair beklentilerimize yer verilecektir.

## Haziran ayında dış ticaret açığı 7.2 milyar dolar ile beklentilerin altında geldi

Haziran ayında dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre sert şekilde gerileyerek 7.2 milyar dolar olmuştur. Böylece 12 aylık kümülatif dış ticaret açığı 94.6 milyar dolar seviyesine kadar gerilemiştir. Dış ticaret açığındaki bu yavaşlamada ithalatın hemen hemen tüm kalemlerinde görülen sert düşüşler ve görece olumlu ihracat performansı etkili olmuştur. Bu raporumuzda Haziran ayı dış ticaret rakamları ayrıntılı bir şekilde incelendikten sonra, altın ticaretindeki dikkat çekici gelişmeler ve ticaret ortaklarındaki değişim bağlamında ihracat ele alınmıştır.

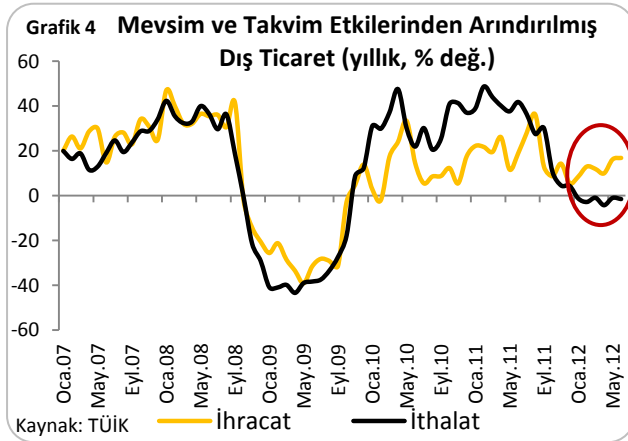


TÜİK tarafından açıklanan dış ticaret verilerine göre, Haziran ayında dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre %30'luk sert bir düşüşle 7.2 milyar dolar açıklanarak 8.3 milyar dolar olan bizim ve 8 milyar dolar olan piyasa beklentilerinin altında gerçekleşmiştir. Haziran ayında ithalat bir önceki yılın aynı dönemine göre %5.4 oranında azalarak 20.4 milyar dolar, ihracat ise bir önceki yılın aynı ayına göre %16.9 oranında artarak 13.3 milyar dolar olmuştur. 12 aylık kümülatif dış ticaret açığı ise Haziran ayında, %2.6'lık düşüşle 94.6 milyar dolar seviyesine kadar gerilemiştir. Böylece 12 aylık kümülatif dış ticaret açığı 2010 yılının Nisan ayından bu yana ilk kez yıllık bazda küçülmüştür. Haziran ayı ile birlikte yılın ilk yarısına ilişkin tablo da netleşmiştir. Geçen yılın ilk 6 ayında 54.1 milyar dolar olan dış ticaret açığı bu sene 42.8 milyar dolara gerileyerek ekonomideki yavaşlamanın da göstergesi olmuştur. Enerji dış ticareti dışlanarak hesaplanan enerji hariç dış ticaret açığı, son 12 aylık toplamda bir önceki yılın aynı ayına göre %24.6 oranında gerileyerek daha belirgin bir toparlanma sergilemiştir (bkz. Grafik-2). Bunun en temel nedeni enerji dışındaki diğer sektörlerin hemen hemen hepsinde ithalat performansının yavaşlamasına karşın enerji ithalatının azalan ivmede de olsa artış yaşamaya devam etmesidir. Önümüzdeki dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişlemeye gitmesi ve arz yönlü nedenler ile petrol fiyatlarında görülebilecek yukarı yönlü hareketler dış ticaret açığı ile enerji hariç dış ticaret açığı performansı arasındaki farkın daha görünür hale gelmesine neden olabilecektir.

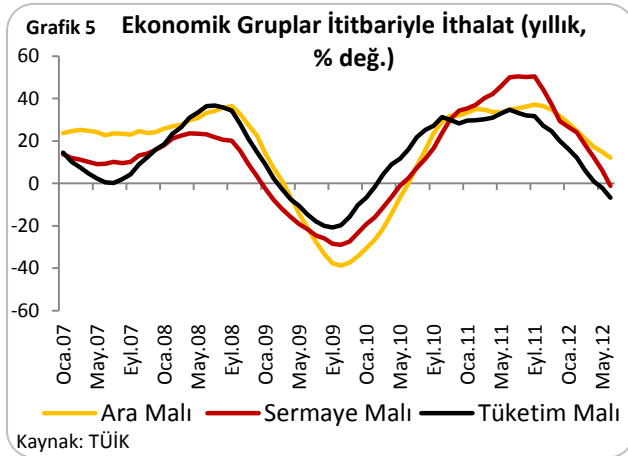


Haziran ayı dış ticaret rakamları fasıllar itibarıyla değerlendirildiğinde, kıymetli taşlar ithalat ve ihracatındaki yüksek oranlı artışların devam ettiği görülmüştür. Altını da içeren söz konusu fasılda Haziran ayında %693'lük artışla 1.6 milyar dolarlık ihracat gerçekleştirilirken, 1.4 milyar dolarlık ithalat yapılmıştır. Böylece 2011 yılının Ocak-Haziran döneminde 1.6 milyar dolar olan kıymetli taşların ihracatı 2012 yılının aynı döneminde 6.8 milyar dolara ulaşırken, aynı dönemde söz konusu faslın ithalatı ise 4.1 milyar dolara ulaşmıştır. Geçtiğimiz hafta TÜİK son dönemde artan tartışmaların ardından altın ihracat ve ithalat rakamlarına ilişkin bir açıklama yapmıştır. Bu açıklamaya göre, 2011 yılının Ocak-

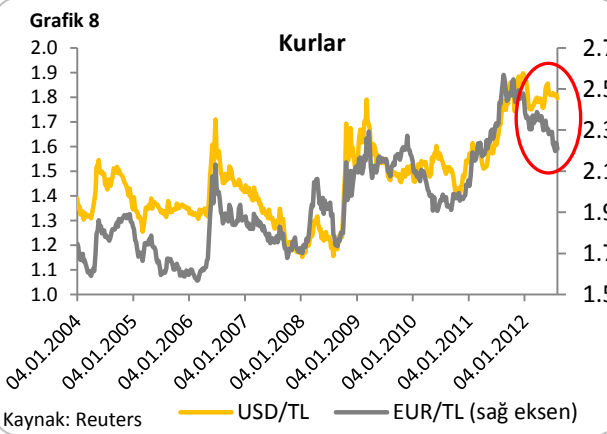
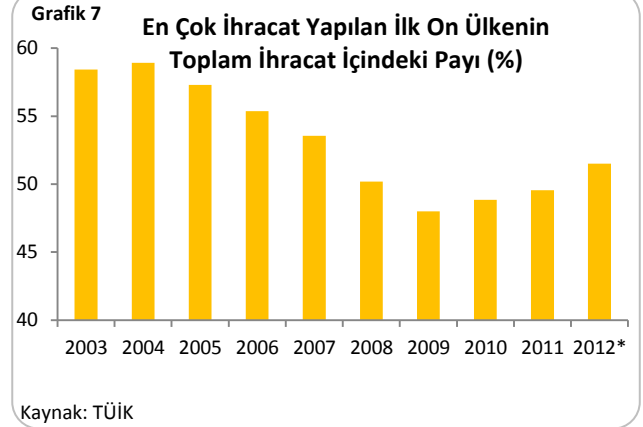
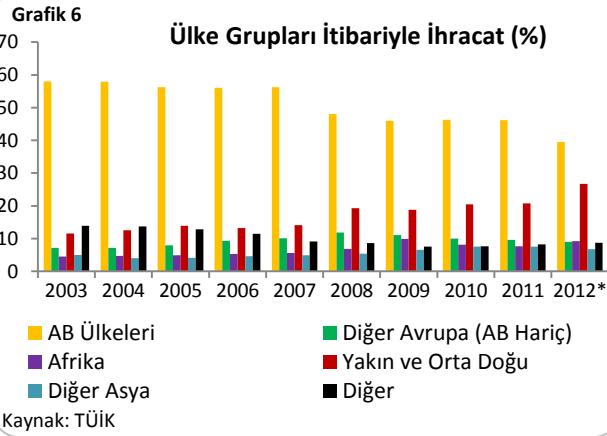
Haziran döneminde 1.9 milyar dolar olan altın ithalatının, 2012 yılının aynı döneminde 3.7 milyar dolara kadar yükseldiği görülürken, altın ithalatının 1.6 milyar dolarlık büyük kısmının Birleşik Arap Emirlikleri'nden yapıldığı dikkat çekmektedir. Öte yandan 2011 yılının Ocak-Haziran döneminde 574 milyon dolar olan altın ihracatının ise 2012 yılının aynı döneminde 5.4 milyar dolara kadar ulaştığı dikkat çekerken, söz konusu dönemde yapılan ihracatın 4.4 milyar dolarlık kısmının İran'a yapıldığı görülmektedir. Grafik-3'de dış ticaret verilerindeki kıymetli taşlar ithalat ve ihracat rakamları kullanılarak altın hariç ithalat ve ihracat hesaplanmıştır. Altın hariç ihracat ve ithalat rakamlarına bakıldığında, 12 aylık kümülatif ihracatın 2007 yılbaşından bu yana ithalatın üzerinde olduğu ancak 2010 yılının Ekim ayından itibaren bu durumun terse döndüğü görülmüştür. Altın hariç ihracatta yaşanan sınırlı artışların aksine altın hariç ithalatta daha sert artışların görülmesiyle iki rakam arasındaki fark giderek açılmıştır. Ancak ihracattaki sınırlı artışın devam etmesinin aksine ithalat rakamlarının gerilemeye başlamasıyla aradaki farkın yeniden kapanmaya başladığı görülmektedir. Bu durum önümüzdeki dönem dış ticaret verileri açısından olumlu bir görünüm çizmektedir.



Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış veriler de Haziran ayında ithalattaki yavaşlamanın devam ettiğini göstermektedir. Mayıs ayında mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak bir önceki aya göre %1.1 artan ithalat, Haziran ayında %0.1 gerilemiştir. İhracat ise Haziran ayında bir önceki aya göre %2.9 artarak güçlü seyrini sürdürmüştür. Yandaki grafikten de görüldüğü gibi son dönemde ihracat ve ithalatın performans olarak ayrıştıkları görülmektedir. Böylece, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı ayına göre %23.7 gerilemiştir.



İthalat verilerine alt gruplar itibariyle bakıldığında, tüm gruplardaki yavaşlamanın hızlanarak devam ettiği görülmektedir. Haziran ayında bir önceki ayın aynı ayına göre yatırım malları ithalatı %30.7 gerilerken, tüketim malları ithalatı ise %20 düşmüştür. Ara mallarında ise yavaşlama devam etmiş ve Haziran ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %3.3'lük sınırlı bir artış yaşanmıştır. Yıllık bazda değerlendirdiğimizde yatırım ve tüketim malları ithalatının bir önceki yıla göre düşüş gösterdikleri görülmektedir. Söz konusu iki grubun ithalatındaki düşüş üretim ve iç tüketim kanalı ile ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya ilişkin önemli bir gösterge olarak karşımıza çıkmaktadır.



Türkiye ekonomisinde uzun süredir devam eden ihracat yapılan ülkelerin çeşitlendirilmesi, yaşanan küresel çalkantılara karşı dış ticaret kanalı ile dayanıklılığı artırmaktadır. 2003 yılında %58 olan AB ekonomilerinin toplam ihracat içindeki payı 2011 yılı itibariyle %46.2'ye gerilemiştir. 2012 yılının ilk altı aylık bölümünde ise Euro Bölgesi'nde artan makroekonomik sıkıntılarının da etkisi ile söz konusu oran %39.6'ya kadar düşmüştür. 2003 ile 2012 yılının ilk altı ayını kapsayan dönemde Yakın ve Orta Doğu ülkelerinin payı önemli ölçüde azalmıştır. 2003 yılında toplam ihracatın ancak %11'lik bölümü söz konusu bölge ekonomilerine gerçekleştirilirken 2012 yılı Haziran ayı itibariyle toplam ihracatın %26.7'si Yakın ve Orta Doğu

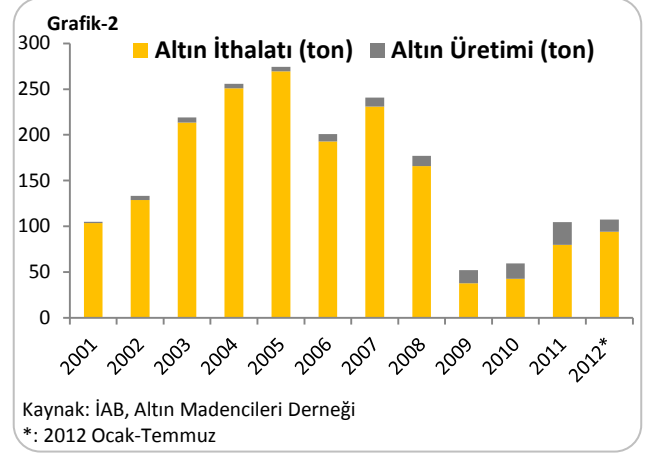
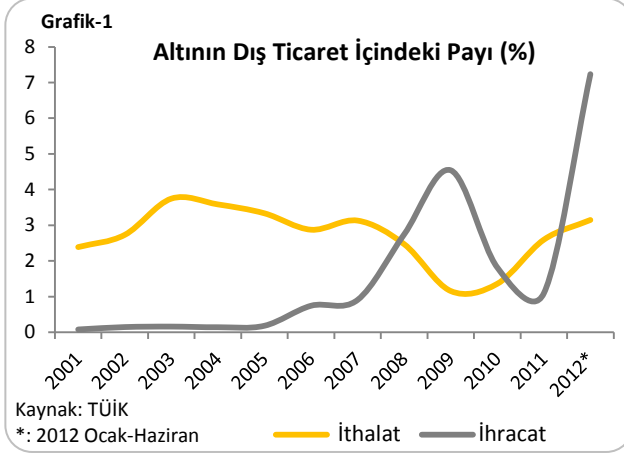
ülkelerine yapılmıştır. Asya ve Afrika ülkelerinin toplam ihracat içindeki payı sınırlı da olsa yükselmiştir. Son dönemde TL'nin Euro karşısında dolara göre daha fazla değer kazanması, Euro Bölgesi'ndeki ekonomik gelişmelerle birlikte değerlendirildiğinde, söz konusu ülkelerin ihracatımız içindeki payının düşüşünde önemli rol oynamaktadır. Döviz kurlarındaki söz konusu gelişme aynı zamanda yoğun olarak, dolar cinsi ticaret yaptığımız Yakın ve Ortadoğu ülkelerine olan ihracat artışımızı da açıklamaktadır. İhracatta ülkelerin yoğunluğuna bakıldığında da önemli bir yapısal değişim göze çarpmaktadır. 2003 yılında en çok ihracat yapılan on ülke toplam ihracatın %58'ini kapsarken, bu oran 2009 yılında %48'e gerilemiştir. 2010 ve 2011 yıllarında nispeten sakin bir seyir izleyen söz konusu oranın 2012 yılında bir miktar yükseldiği göze çarpmaktadır. Bu durum özellikle İran'a yapılan ihracattaki hızlı artıştan kaynaklanmıştır.

Haziran ayında dış ticaret açığı beklentilerin altında gerçekleşmiş ve daralmaya devam etmiştir. Altın ihracat ve ithalatı ise dış ticaret dengesi üzerindeki önemini devam ettirmektedir. Haziran ayındaki 1.6 milyar dolarlık ihracat ile değerli taş ihracatı son 6 ayda 6.8 milyar dolara ulaşmıştır. Haziran ayında dış ticaret açığının beklentilerin altında kalmasında temel olarak ithalat gelişmeleri etkili olmuştur. Önemli ithalat kalemlerimiz genel ortalamalarının üzerinde bir yavaşlama yaşarken, hava taşıtları ithalatının bir önceki yılın aynı ayına göre yaklaşık 400 milyon dolar azalması ithalattaki düşüşte etkili olmuştur. Dış ticaret dengesinde gerek enerji hariç gerekse mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış veriler de yavaşlama eğilimini yansıtmaktadır. Dış ticaret açığındaki toparlanma Türkiye ekonomisi için en önemli risk unsuru olarak düşünülen cari işlemler açığına da olumlu yansıyor, yabancı yatırımcıların ülke ekonomisine ilişkin olumlu algılamalarını da güçlendirmektedir. Önümüzdeki dönemde TL'de hali hazırda yaşanan değerlenmenin dış ticaret açığındaki toparlanmaya olumsuz etkilerde bulunması söz konusu olabileceken, petrol fiyatlarında Mayıs ve Haziran aylarında görmüş olduğumuz düşük seviyelerin enerji ithalatını önümüzdeki çeyrekte de azaltmaya devam etmesine katkı sağlaması mümkün görünmektedir. Ancak önümüzdeki dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının yeni bir parasal genişlemeye gidecekleri beklentilerinin güçlenmesi ve Suriye ve İran kaynaklı arz şoklarının ortaya çıkması ile petrol fiyatlarında bir yükseliş görülebilecek olması dış ticaret açığı üzerinde baskı yaratabilecektir.

## Altın Fiyatlarının Seyri ve Beklentiler

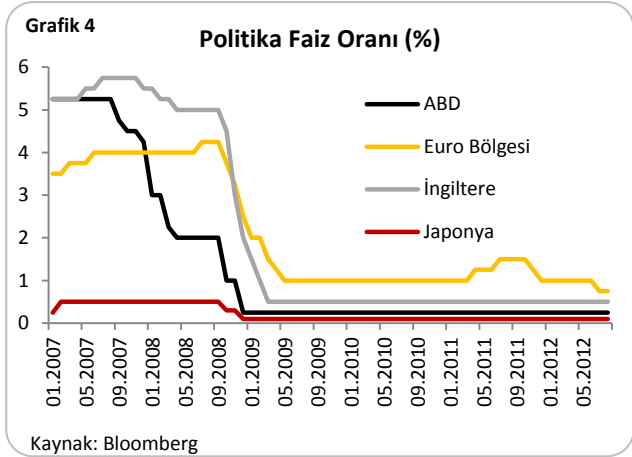
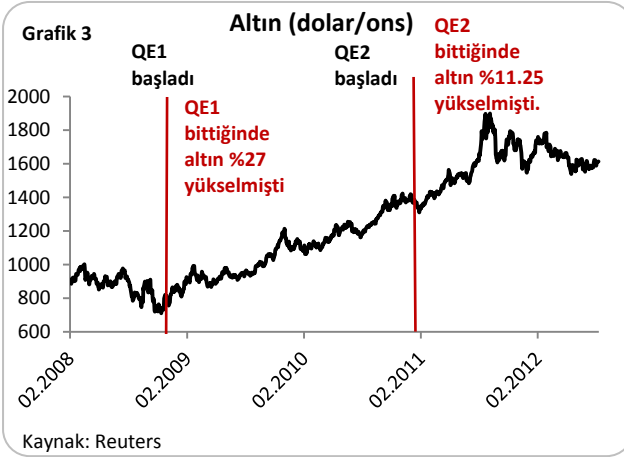
Son dönemde dış ticaretimiz içindeki payı ani şekilde yükselen altın, sıkça tartışılan konulardan biri olmuştur. Bu raporumuzda, altının dış ticaretimizdeki yeri incelendikten sonra uluslararası piyasalarda altın fiyatlarının seyri ve altın fiyatları üzerinde önümüzdeki dönemde etkili olabilecek faktörler ele alınacaktır. Son olarak ise altın fiyatlarına dair beklentilerimize yer verilecektir.

### Türkiye’de altın ihracatı hızla yükseldi

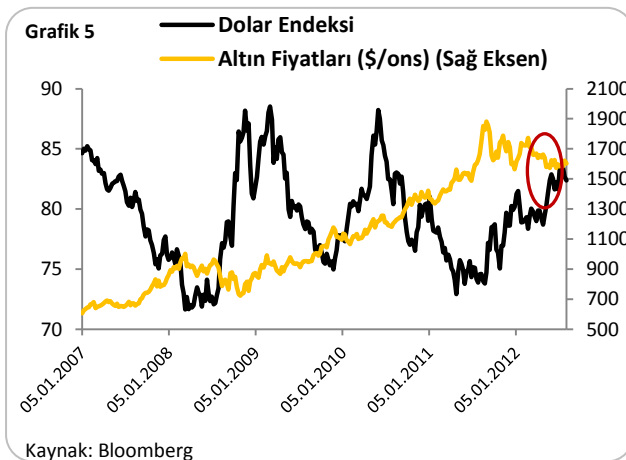


Son dönemde dış ticaret verileri altının dış ticaret içindeki rolüne ilişkin tartışmaların artmasına neden olmuştur. 2011 yılının ilk altı aylık bölümünde 1.9 milyar dolar olan altın ithalatı, 2012 yılının aynı döneminde 3.7 milyar dolara yükselmiştir. Yine söz konusu dönemde altın ihracatı 574 milyon dolardan 5.4 milyar dolara çıkmıştır. Son dönemde altın ithalatı önemli bir yükselişe işaret etmesine karşın, tarihsel olarak bakıldığında önemli ipuçları taşımaktadır. Altın ithalatının toplam ithalat içindeki payına baktığımızda söz konusu oranın 2001 yılından itibaren nispeten istikrarlı bir seyir izlediğini görüyoruz. 2008 yılından itibaren yaşanan krizle birlikte altının toplam ithalat içindeki payı %1.2 seviyesine kadar gerilemesine karşın, 2010 yılından itibaren kriz öncesi oranların yeniden elde edildiğini görüyoruz. İhracat tarafında ise çok daha belirgin yapısal bir değişim dikkat çekiyor. Küresel krizle birlikte ihracatın sert bir şekilde gerilemesi ile artan altın ihracatının toplam ihracat içindeki payı 2010 yılından itibaren düşmüş 2012 yılının ilk altı aylık döneminde ise %7.2 seviyesine kadar ulaşmıştır. Türkiye’deki altın ithalatına ve üretimine miktar bazında baktığımızda toplamın krizle birlikte önemli ölçüde gerilediği dikkat çekmektedir. Özellikle 2008 yılında 165.9 ton olan altın ithalatı 2009 yılında 37.6 tona gerilemiştir. Altın üretiminde ise bir artış yaşansa da toplam düzey kriz öncesi seviyenin oldukça altında kalmıştır. Küresel finansal krizin ardından gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişleme önlemlerini uygulamaya koyması ile altın fiyatlarında görülen sert yükseliş altın ithalatının kısılmasında başlıca neden olarak karşımıza çıkmaktadır. Türkiye’nin altın ithalatı 2012 yılının ilk altı aylık döneminde kriz öncesi dönemdeki trendine geri dönmüş gibi görünmesine karşın, altın fiyatlarının kriz öncesi seviyesinin hala çok üzerinde olması altın talebimizde ihracat olanaklarımıza bağlı bir artışın yaşandığına işaret etmektedir. Son dönemde TCMB’nin zorunlu karşılıkların altın cinsinden tutulabilecek kısmının üst sınırını artırması yurtiçinde bankacılık sektörünün altına olan ilgisini de tetiklemiştir. Bu durum gerek yastık altı olarak ifade edilen altın stokunun sistem içine girmesine gerekse, yurtiçi altın talebinin de yükselişinde rolü olması mümkün görünmektedir. Sonuç olarak, altın fiyatlarındaki gelişmeler kriz sonrası dönemde Türkiye’nin altın talebi üzerinde etkili olmuştur. Son dönemde, artan ihracat olanaklarının ithal altın talebini de hızla artırması altın fiyatlarının gerilemediği bir süreçte yaşanmıştır. Bu bağlamda, yaşanan gelişmeler altın fiyatlarının seyrinin Türkiye ekonomisini farklı açılardan da etkilemesine neden olabilecektir. Raporumuzun bundan sonraki bölümlerinde altın fiyatlarının seyri ve fiyatlara ilişkin beklentiler ele alınacaktır.

## Merkez Bankaları'nın politikaları altın fiyatlarını destekleyebilir



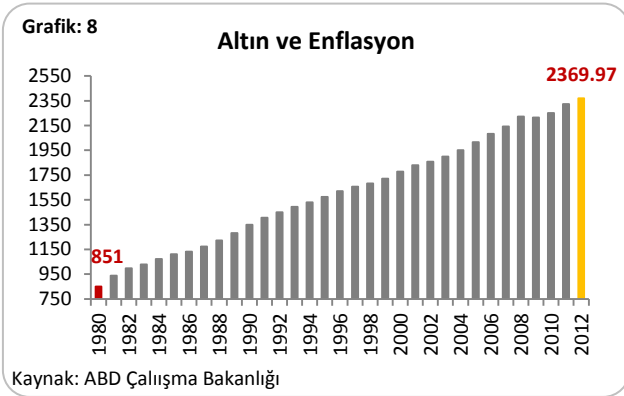
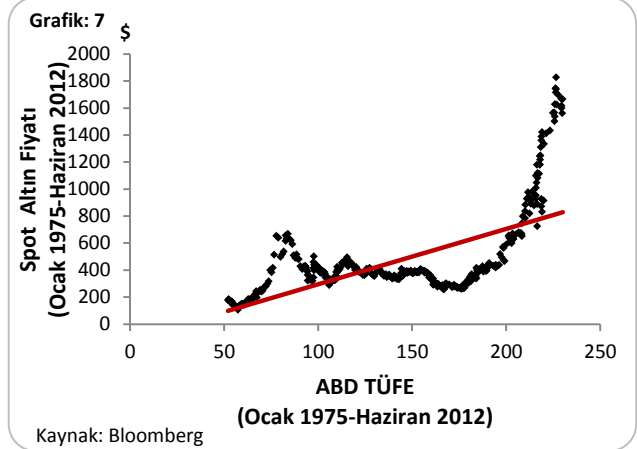
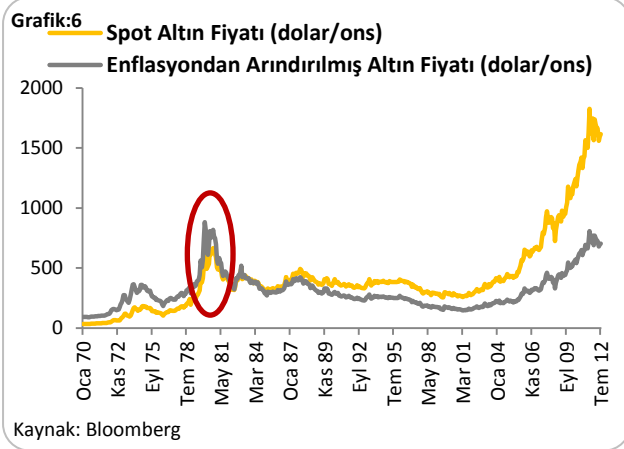
Son dönemde küresel ekonomiye ilişkin yavaşlama sinyallerinin artması ile birlikte başta ABD olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının ekonomiyi desteklemek için yeni adımlar atacağı beklentilerinin arttığı görülmektedir. Euro Bölgesi'nde hâlihazırda belirsizliğini koruyan borç sorununun ve bunun bankacılık sektörüne çıkarabileceği ağır faturanın yanı sıra ABD'de yavaş bir toparlanma gösteren işgücü piyasasının ve bütçe konusundaki anlaşmazlıkların küresel ekonomiye ilişkin büyüme yönlü riskleri artırdığı görülmektedir. Ayrıca açıklanan son veriler dikkate alındığında, Çin'in küresel büyümeye ilişkin bu riskleri telafi edemeyeceğine yönelik endişeler de büyüme açısından karanlık bir tablo çizmektedir. Büyüme yönlü kaygıları hafifletmek amacıyla Temmuz ayında 25 baz puan faiz indiren Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) önümüzdeki dönemde yeniden tahvil alımına başlaması ve ABD Merkez Bankası'nın (FED) ise bu ay sonundaki Jackson Hole toplantılarında üçüncü niceliksel genişlemeyi açıklaması beklenmektedir. Alınması beklenen bu genişletici önlemlerin küresel ölçekte likiditeyi artırarak enflasyonist baskıları da beraberinde getirmesi mümkün olabilir. Söz konusu süreçte enflasyonist beklentiler altına olan talebi de artırmaktadır. Geçmiş dönemler incelendiğinde, alınan genişletici önlemlerin ardından altın fiyatlarında yükselişler yaşandığı görülmektedir. Örneğin küresel krizin başladığı 2007 yılının Aralık ayından QE1'in başladığı 2008 yılının Kasım ayına kadar altın fiyatlarında %3 civarında artarken, QE1'in başladığı tarihten, QE1'in bittiği tarih olan 2010 yılının Mart ayına kadar %27 oranında yükselmiştir. Benzer şekilde QE2'nin başladığı 2010 yılının Kasım ayından bittiği 2011 yılının Kasım ayına kadar geçen 1 yıllık süreçte de altın fiyatları %11.2 artmıştır. Düşük faiz politikasını sürdüren gelişmiş ülke merkez bankalarının önümüzdeki dönemde parasal genişlemeye gitmesi altın fiyatlarında yukarı yönlü hareketleri destekleyebilecektir.



Altın fiyatlarının hareketinin USD'nin seyri ile birlikte incelenmesi iki nedenle önemli görünmektedir. İlki altının dolar cinsinden fiyatlanan bir emtia olması, ikincisi ise güvenli yatırım araçları olarak altın ve doların ikame edilebilir olmasıdır. Altın fiyatları ile Dolar endeksini birlikte incelediğimizde, son dönemde USD'nin değer kazandığı aynı dönemde altın fiyatlarının ise aşağı yönlü hareket ettiği dikkat çekmektedir. Güvenli liman olarak görülen iki yatırım aracından USD'nin tercih edilmesi, dolar değer kazanırken altın fiyatlarının aşağı yönlü hareket etmesine neden olmuştur. Önümüzdeki dönemde merkez bankalarının yeni parasal genişlemeye gitmesinin USD üzerindeki etkisi altın fiyatları açısından bu kanal

aracılığı ile de önemli olabilecektir.

## Altın Fiyatları ve Enflasyon



Altın fiyatlarının küresel krizin ardından alınan parasal genişleme önlemleri ile hızla yükselmesi ile birlikte enflasyondan arındırılmış fiyatların seyri de daha yakından izlenmeye başlamıştır. Altın fiyatları nominal bazda tarihi yüksek seviyelere ulaşmasına karşın enflasyondan arındırılmış rakamların yükseliş göstermekle birlikte zirve seviyesinin altında olduğu dikkat çekmektedir. Grafik 6'da ABD enflasyon oranından arındırılmış altın fiyatları ile spot altın fiyatları birlikte gösterilmiştir. Altın fiyatlarının gerek nominal gerekse enflasyondan arındırılmış haliyle 2000 yılından bu yana yukarı yönlü hareket ettiği görülmektedir.

Ancak, enflasyon düzeltilmesi yapılmış altın fiyatlarının ise 1980 yılındaki 851 dolar/ons'luk zirvesinin altında kaldığı görülmektedir. Altın fiyatlarının 1980 yılından itibaren enflasyon oranında bir artış göstermesi durumunda 2369.97 dolara yükselmesi gerekmektedir. (Grafik-8) 2012 yılıbaşımdan bu yana en yüksek 1784 dolar/ons seviyesine dek yükselen altın fiyatları şu sıralarda 1611 dolar/ons seviyelerinden işlem görürken, fiyatların 2369.97 dolar seviyesinin altında kalması altın fiyatlarında yükselişlerin devam edebileceğine işaret etmektedir.

Altın fiyatları ile enflasyon arasındaki ilişkinin incelendiği pek çok literatür çalışması bulunmaktadır. Söz konusu çalışmalar baz alınarak yapılan analizde Ocak 1975-Temmuz 2012 arası altın fiyatları ile ABD tüketici fiyatları enflasyonunun dağılımı (Grafik-7) verilmiştir. Grafikte kırmızı çizgi ile gösterilen regresyon eğrisi enflasyonun arttığı zamanlarda altının da yükseldiğini göstermektedir. Bu durum yeni bir parasal genişleme paketinin yaratacağı olası enflasyonun altın fiyatlarındaki yükselişe kaynaklık edebileceğine dair önemli bir gösterge olarak karşımıza çıkmaktadır.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Claude B. Erb and Campbell R. Harvey 'The Golden Dilemma'. August 2012





QE2'nin bitişinden sonra doların da değer kazanmasının etkisiyle altın fiyatlarında aşağı yönlü bir hareketin başladığı görülmüştür. Böylece altın, 2012 yılının başından beri kıramadığı 55 haftalık hareketli ortalama değeri olan 1,670 dolar/ons seviyesini kırdıktan sonra 100 haftalık hareketli ortalama değeri olan 1,560 dolar/ons seviyesine kadar gerilemiştir. Altın fiyatlarında şu anki 100 haftalık hareketli ortalama değeri olan 1,560 dolar/ons seviyesinin altına hızlı bir haftalık kapanış gerçekleşmesi

durumunda 1,480 dolar/ons, bu seviyenin de kırılması durumunda ise 200 haftalık hareketli ortalama değeri olan 1,300 dolar/ons seviyesine kadar sert bir gerileme görülebilir. Ancak böyle bir sert gerileme beklentilerimiz dahilinde bulunmamaktadır. Çünkü son dönemde açıklanan ekonomik veriler yeni bir parasal genişlemenin gerçekleşme ihtimalinin yüksek olduğunu göstermektedir. Piyasalarda parasal genişleme beklentileri artarken, faiz oranlarının çok düşük seyrettiği hatta negatife döndüğü bir ortamda, servet saklama aracı özelliğiyle altının alıcı bulma ihtimali yüksek görünmektedir. Altın fiyatlarının 2011 yılının üçüncü çeyreğinden beri 1,530 dolar/ons seviyesinin altına geri çekilmemesi, altında yukarı yönlü hareketlerin görülebilme ihtimalini artırmaktadır. Altında yukarı yönlü hareketlerin hızlanması ve kalıcı olabilmesi için 1,700 dolar/ons'un üzerinde bir kapanış gerçekleşmesi gerekmektedir. Altında 55 haftalık hareketli ortalamasının işaret ettiği 1,670 dolar/ons'un üzerindeki bir haftalık kapanış yaşanması, aşağı yönlü hareketlerin sona erdiğine dair ilk işaret olacaktır. Ancak asıl işaret altının 1,680 dolar/ons'un üzerine hareket etmesi durumunda görülecektir. Kısa vadede dar bir bantta hareket eden altının, 1,670 dolar/ons'un üzerine 1,550 dolar/ons'un ise altına hareket etmesi zor görünmektedir. Ancak orta ve uzun vadede altının 1,790 dolar/ons'u kırmaması durumunda yeni rekorlar görülebilecektir.

### Altın Fiyatlarına İlişkin Senaryolar

**Altın fiyatlarının önümüzdeki dönemdeki olası hareketleri üç senaryo altında incelenebilir:**

**Senaryo-1:** ABD'de makroekonomik verilerin beklentilerden yavaş bir ekonomik aktiviteye işaret etmesi, düşük enflasyon ortamında FED'in yeni bir parasal genişlemeye gitmesine neden olabilecektir. Yeni parasal genişlemenin en erken Eylül ayında ilan edilmesi beklenmektedir. Bunun yanı sıra AB'nin borç krizi sonrası ECB'nin sterilize edilmemiş tahvil alımı ve 3 yıllık refinansman programı ile parasal genişlemeye gideceği beklentisi artmıştır. Bu iki büyük merkez bankası dışında, BOJ'un enflasyon %1 seviyesine gelinceye dek ucu açık parasal genişleme kararı almış olması ve BoE'nin de tahvil alımına devam etmesi hali hazırda faizlerin düşük seyrettiği ortamda likidite tabanında genişleme yaratarak arzı sınırlı olan altın fiyatlarını yukarı yönlü destekleyebilecektir.

**Senaryo-2:** Dünya ekonomilerinde şu ana kadar uygulanan parasal genişleme politikalarının ekonomi üzerinde olumlu etki yaratması halinde oluşacak enflasyonist endişeler, reel faizlerin negatife dönmesi riski yarattığından altın fiyatlarını destekleyebilecektir.

**Senaryo-3:** Yukarıda değindiğimiz iki senaryodan farklı olarak son senaryo altın fiyatlarının sert düşebileceği bir durumu yansıtmaktadır. Bu senaryoda son dönemde yavaşlama emareleri gösteren makroekonomik verilerde belirgin bir iyileşme olması ve buna bağlı olarak merkez bankalarının yeni parasal genişleme önlemleri almaktan kaçınmaları durumu ele alınmıştır. Özellikle ABD ekonomisinde ekonominin düzelmeye başladığı beklentisi FED'in belli bir süre sonra faiz artıracığı beklentilerini destekleyebilecektir. Böyle bir durumda hâlihazırda FED'in uzun süre faizleri sıfıra yakın tutacağı beklentisi ile fonlama için ABD dolarını kullanan yatırımcıların kısa pozisyonlarını kapatmasının ABD dolarında yaratacağı değerlenme altında sert düşüşlere neden olabilecektir. Ancak halihazırda bu senaryonun gerçekleşme ihtimali şu an için en düşük senaryo olduğu düşünülmektedir. Altın fiyatlarına ilişkin ele aldığımız üç senaryoyu incelediğimizde, önümüzdeki dönemde altın fiyatlarının yukarı yönlü hareket etmesi ihtimalinin daha yüksek olduğu görülmektedir.

<b>Cem Erođlu</b>	<b>Kıdemli Ekonomist</b>	<a href="mailto:cem.eroglu@vakifbank.com.tr">cem.eroglu@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 18 98</b>
<b>Nazan Kılıç</b>	<b>Ekonomist</b>	<a href="mailto:nazan.kilic@vakifbank.com.tr">nazan.kilic@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 19 02</b>
<b>Ümit Ünsal</b>	<b>Ekonomist</b>	<a href="mailto:umit.unsal@vakifbank.com.tr">umit.unsal@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 18 99</b>
<b>Emine Özgü Özen</b>	<b>Ekonomist</b>	<a href="mailto:emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr">emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 18 90</b>
<b>Naime Dođan Eriř</b>	<b>Araştırmacı</b>	<a href="mailto:naimedogan.eris@vakifbank.com.tr">naimedogan.eris@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 18 92</b>
<b>Fatma Özlem Kanbur</b>	<b>Araştırmacı</b>	<a href="mailto:fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr">fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr</a>	<b>0212-398 18 91</b>

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.