

Ons Altın: Faiz Baskısı Geçici, Rezerv Dönüşümü Kalıcı

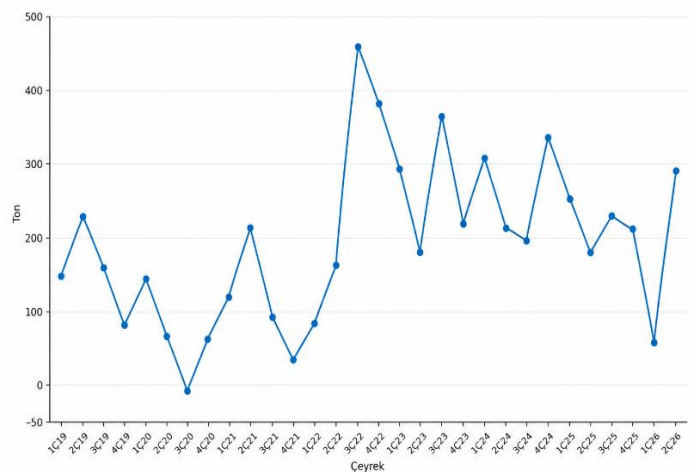
Altında merkez bankalarının güçlü talebi yapısal destek sağlamaya devam ederken kısa vadede fiyat hareketini Fed'in para politikası ve reel faizler belirliyor. Ons altın, Fed'in temmuz toplantısında politika faizini sabit bırakmasının ardından enflasyonla mücadeleye yönelik güvenin zayıflamasıyla 4700 dolara kadar tırmandı; ancak Fed Başkanı Kevin Warsh'ın ağustos sonundaki Jackson Hole konuşması ve ardından gelen faiz artırımıyla 4330 dolar seviyelerine gerilemiş durumda. Bu seviye, 28 Ocak 2026'da ulaşılan 5589 dolarlık tarihi zirvenin yaklaşık %22 altında bulunuyor. Mevcut tabloda altın fiyatlarına zıt yönlerden etki eden çok sayıda unsur söz konusu ve bunların en dikkat çeken, ABD-İran savaşının bu kez altın için bir destek değil, faiz kanalı üzerinden bir baskı unsuru olarak öne çıkması. Bu nedenle çatışmanın sona ermesi, alışlageldiğinin aksine altın açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir.

Kısa vadeli fiyatlamada üzerinde en etkili unsur olan tahvil piyasasıyla başlamak gerekirse; temmuz FOMC toplantısında politika faizinin sabit bırakılması, Fed'in enflasyonla mücadeledeki kararlılığına ilişkin şüpheleri artırdı. Enflasyon beklentilerinin nominal faizlerden daha hızlı yükselmesiyle reel faizlerin gerilemesi ve faiz artırımı olasılığının azalması, ons altını ağustos ayında 4100 dolardan 4700 dolara taşıdı. Ne var ki bu tablo kısa sürede tersine döndü. Warsh'ın 28 Ağustos'taki Jackson Hole konuşması piyasayı enflasyon konusunda kararlı olduğuna ikna etti ve FOMC 16 Eylül'deki toplantıda oybirliğiyle politika faizini 25 baz puan artırarak 3,75 ile 4,00 aralığına taşıdı. Temmuz 2023'ten bu yana ilk artırım olan bu kararın ardından yayımlanan nokta grafiğinde 18 katılımcıdan 16'sı bu yıl en az bir artırım daha öngörüyor. Buna ek olarak ABD federal borcunun tarihinde ilk kez 40 trilyon doları aşması ve artmaya devam etmesinin beklenmesi, Hazine'nin önümüzdeki dönemde ek borçlanmaya gideceğine ve yatırımcıların bu tahviller için daha yüksek getiri talep edeceğine işaret ediyor. Yapay zeka yarışında geride kalmak istemeyen şirketlerin rekor sermaye yatırımlarının önemli bir bölümünü borçla finanse etmesi ise tahvil piyasasında Hazine'ye özel sektörün rakip olmasına yol açarak getiriler üzerinde ek yukarı yönlü baskı oluşturuyor. Bu gelişmelerle ons altın ağustos sonundaki 4700 dolar seviyesinden 4235 dolar seviyelerine kadar geriledi.

Güçlü hisse piyasası performansı da kısa vadede altının göreceli cazibesini sınırlıyor. Yapay zeka temasının rekor gelir ve kar büyümesi üretmeye devam etmesiyle risk iştahının güçlü kaldığı bu ortamda, nakit akışı üretmeyen altının portföy içindeki fırsat maliyeti artıyor. Bununla birlikte 2024 ve 2025'te altın ile hisse senetlerinin birlikte rekor kırdığı hatırlandığında, bu etkinin tek başına belirleyici olmaktan çok faiz baskısını pekiştiren ikincil bir unsur olduğunu belirtmek gerekir.

Dünya Altın Konseyi (WGC) verilerine göre merkez bankası alımları ise uzun süredir altın için yapısal bir pozitif katalizör olmayı sürdürüyor. 2010 ile 2021 arasında yıllık ortalama 473 ton olan net alımlar, 2022 ile 2024 arasında üç yıl üst üste 1000 tonun üzerine çıkarken 2025'te de 863 tonla tarihsel olarak yüksek seviyesini korudu. 2026'nın ilk yarısında toplam alımlar 345 tonla daha ılımlı görünse de bu rakamın arkasında belirgin bir toparlanma yatıyor. 1Ç26'da yaklaşık 56 tona gerileyerek 4Ç21'den bu yana en düşük seviyeyi gören çeyreklik alımlar, 2Ç26'da 289 tonla 4Ç24'ten bu yana en yüksek seviyeye yükseldi. Yandaki grafikte de görüldüğü üzere 2022 sonrasında çeyreklik alımların oturduğu yüksek taban, dönemsel düşüşlere rağmen merkez bankası talebinin gücünü koruduğuna işaret ediyor.

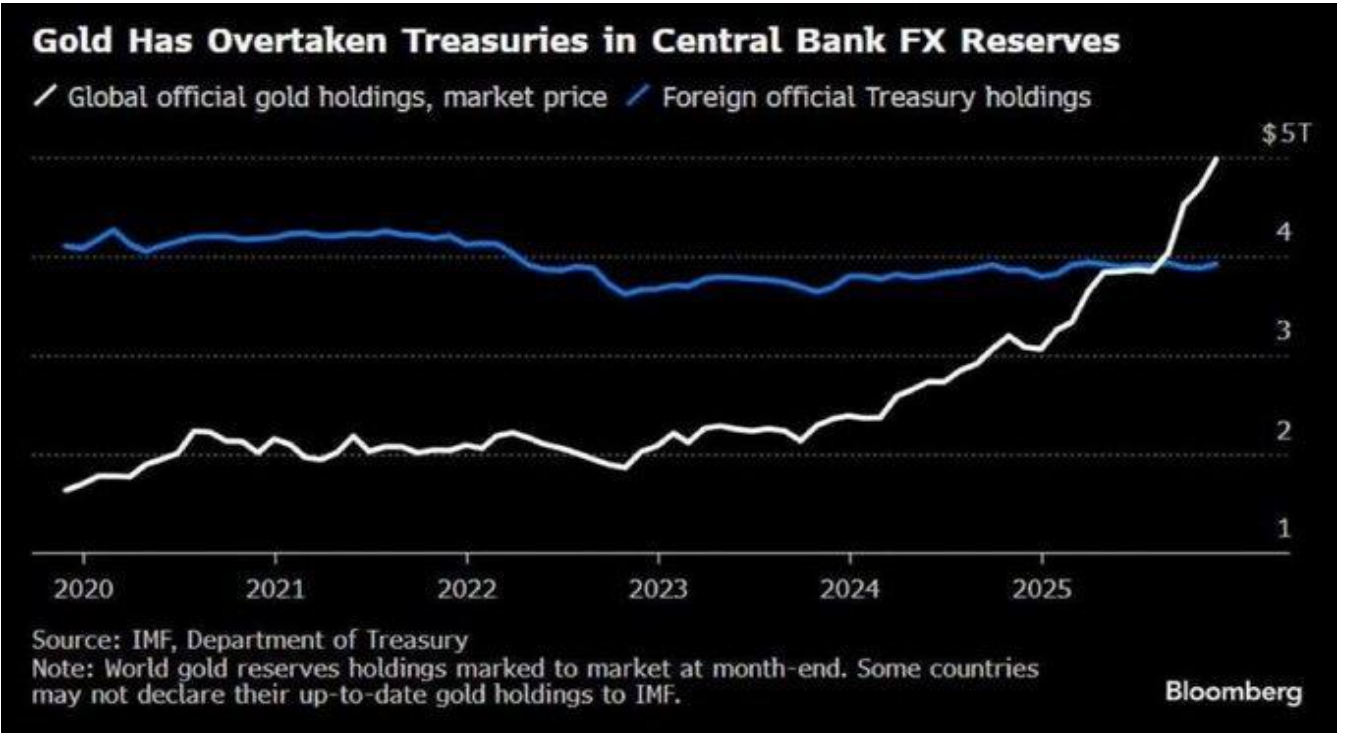
Merkez bankalarının çeyreklik net altın talebi
1Ç19-2Ç26, ton



Kaynak: World Gold Council (WGC), Metals Focus, Refinitiv GFMS

Merkez bankalarının altına yöneliminde rezerv çeşitlendirmesi uzun süredir etkili olmakla birlikte, 2022'de Rusya ile Ukrayna arasındaki savaşın başlaması ve Rusya Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinin önemli bir bölümünün dondurulması bu eğilimi belirgin biçimde hızlandıran bir kırılma noktası oldu. Yukarıdaki grafikte 3Ç22'de görülen ve 450 tonu aşan rekor çeyreklik alım da bu kırılmanın hemen ardından gerçekleşti. IMF ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) çalışmaları, bu gelişmenin rezervlerin yalnızca getirisini değil, gerektiğinde erişilebilirliğini ve yaptırım riskini de merkez bankalarının gündemine taşıdığını; herhangi bir ülkenin yükümlülüğü olmayan ve ülke içinde saklanabilen altının bu çerçevede daha cazip bir rezerv varlığı haline geldiğini ortaya koyuyor. Nitekim ECB, merkez bankası altın alımlarının Rusya'nın Ukrayna'yı işgalinin ardından belirgin biçimde hızlandığını belirtirken, Dünya Altın Konseyi'nin 2026 anketinde merkez bankalarının %82'si portföy çeşitlendirmesini, özellikle gelişmekte olan ülke merkez bankalarının önemli bir bölümü ise jeopolitik riskten korunmayı altın tutma nedenleri arasında gösteriyor.

Bu dönüşümün ulaştığı boyut aşağıdaki grafikte açıkça görülüyor. IMF ve ABD Hazinesi verilerine göre küresel resmi altın rezervlerinin piyasa değeri 2022 sonundan itibaren hızla yükselerek 2025'in son aylarında, 4 trilyon doların hemen altında yatay seyreden yabancı resmi kurumların elindeki ABD Hazine tahvillerinin değerini geride bıraktı ve 5 trilyon dolara yaklaştı. Bazı ülkelerin güncel altın varlıklarını IMF'ye bildirmediği düşünüldüğünde, altın rezervlerinin gerçek değerinin bu rakamın da üzerinde olması muhtemel. Bu geçişte altın fiyatlarındaki yükselişin payı büyük olsa da 2022 sonrasında yıllık 1000 tonu aşan alımlar hacim tarafında da güçlü bir katkı sağladı. Altın fiyatlarının ocak ayındaki zirvesinden belirgin biçimde gerilemesine karşın, 2026'nın ilk yarısında süren alımlarla birlikte bu üstünlüğün bugünkü fiyat seviyelerinde de korunduğu tahmin ediliyor. Altının merkez bankası rezervlerinde ABD Hazine tahvillerini geride bırakması, BRICS ülkelerinin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerin dolar ağırlığını azaltma ve rezerv kompozisyonlarını çeşitlendirme arayışlarının yansımalarından biri olarak altının stratejik rezerv varlığı rolünü güçlendiriyor.

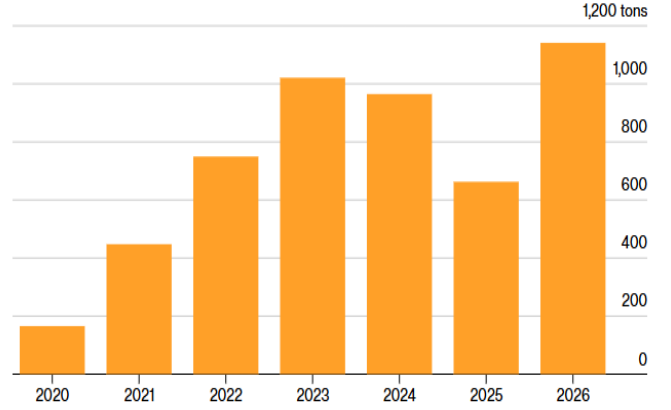


Bu yapısal desteğe son dönemde fiziki, tezgahüstü (OTC) ve ETF kanallarındaki güçlenme de ekleniyor. Dünya Altın Konseyi'nin altın talebi trend verilerine göre bar ve sikke talebi 2026'nın ilk yarısında yıllık %21 artarken, özellikle Asya kaynaklı güçlü talebin etkisiyle OTC talebi 2Ç26'da 327 tona, ilk yarıda ise 571 tona ulaştı. Çin'in 2026'nın ilk sekiz ayında 1000 tonun üzerinde altın ithal etmesi de Asya'daki güçlü fiziki ve yatırım amaçlı talebi teyit eden önemli bir gösterge oldu. ETF tarafında ise ağustos ayında küresel altın ETF'lerine 18 milyar dolar, yaklaşık 121 ton net giriş gerçekleşirken toplam ETF altın varlıkları 4189 tonla tarihi zirveye ulaştı. Böylece uzun süredir devam eden merkez bankası talebine fiziki, OTC ve ETF kanallarının da eklenmesi, altına yönelik talebin daha geniş bir yatırımcı tabanına yayılmasını sağlayarak fiyatlar açısından önemli bir pozitif katalizör oluşturuyor.

China Gold Imports Top 1,000 Tons This Year

Imports through August were the highest since at least 2017

■ Total gold imports (Jan-August)

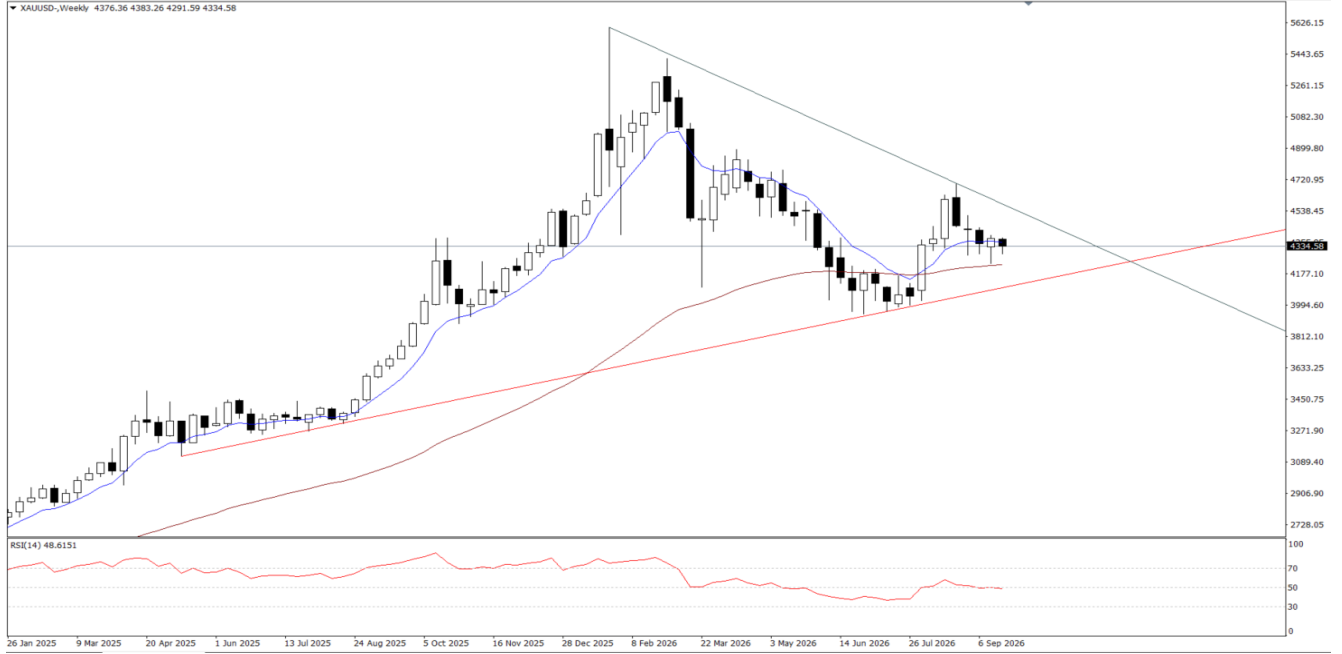


Source: China General Administration of Customs

Talep cephesinin diğer önemli bileşeni olan takı talebi ise yüksek fiyatların doğrudan baskısı altında. Dünya Altın Konseyi verilerine göre 2Ç26'da küresel takı talebi yıllık bazda %17 gerileyerek 278 tonla pandemiden bu yana en düşük çeyreklik seviyesine indi; ancak takıya yapılan harcama yıllık %14 artışla 40 milyar dolara yükseldi. Tüketicilerin daha az gram fakat daha yüksek tutarda alım yapması, altına yönelik ilginin kaybolmadığını, yalnızca fiyat nedeniyle ertelendiğini gösteriyor. Bu da fiyattaki geri çekilmenin, özellikle Hindistan ve Çin gibi fiyata duyarlı pazarlarda takı talebini canlandırarak aşağı yönlü hareketi sınırlayabileceği anlamına geliyor. Arz tarafında ise tablo fiyatları destekler nitelikte; 2Ç26'da toplam arz 1.269 tonla yatay kalırken maden üretimi yıllık %2 artışla 966 tona ulaştı, geri dönüşüm ise yıllık %6 geriledi. Dünya Altın Konseyi de önümüzdeki dönemde maden üretimi ve geri dönüşümden yalnızca sınırlı bir artış beklediğini belirtiyor. Dolayısıyla fiyattaki düşümlere arz tarafından ek bir baskı gelmesi olası görünmüyor.

ABD/İran savaşı ise hem jeopolitik risk primi üzerinden doğrudan hem de enflasyon beklentileri ve tahvil faizleri üzerinden dolaylı olarak ons altın fiyatlarına etki ediyor ve mevcut konjonktürde dolaylı etki ağır basıyor. Petrol fiyatları ve petrolden daha hızlı yükselen rafineri marjları küresel enflasyon beklentilerini yukarı taşıırken, merkez bankalarının daha sıkı para politikası uygulayacağı beklentisini güçlendirerek nominal tahvil faizleri üzerinde yukarı yönlü baskı yaratıyor. Bu tabloyu ağırlaştıran bir diğer gelişme, Rusya ile Ukrayna arasındaki savaşta enerji altyapısının yeniden yoğun biçimde hedef alınması oldu. Ukrayna'nın Rus rafinerilerine yönelik saldırılarının Rusya'nın rafinaj kapasitesini ve dizel üretimini düşürmesinin ardından Moskova'nın iç piyasadaki arzı korumak amacıyla dizel ihracatını kısıtlaması, küresel orta distilat arzını daha da sıkılaştırarak rafineri marjlarındaki yükselişe zemin hazırladı. Rusya'nın dizel ihracat yasağı eylül sonuna kadar uzatılırken, Uluslararası Enerji Ajansı Rus dizel üretiminin yıllık bazda yaklaşık %30 gerilediğini ve küresel dizel piyasasındaki sıkışmanın ürün makaslarını eylül ayında ABD ve Kuzeybatı Avrupa'da varil başına 100 doların üzerine taşıdığını belirtiyor. Şubat ayından bu yana süren savaşın yarattığı enerji şokunun ikinci tur etkileri önde gelen ekonomilerde kendini hissettirmeye başladığından, savaş bugün sona erse bile enflasyonist etkilerin bertaraf edilmesi kolay olmayabilir. Buna karşın faiz kanalının altın üzerindeki belirleyiciliği son günlerde bir kez daha teyit edildi. Petrol fiyatlarındaki gerileme, Orta Doğu'daki çatışmayı sona erdirmeye yönelik artan diplomatik çabalar ve bölgeden enerji akışının sürdüğüne dair işaretlerle birlikte altına destek verdi. Trump'ın bugün BM Genel Kurulu'nda yapacağı konuşma, İran Cumhurbaşkanı Pezeşkiyan ile görüşme olasılığı da bu açıdan yakından izlenmesi gereken bir gelişme.

Teknik tarafta ise 8 haftalık EMA seviyesi olan 4360 dolar seviyesi altındaki seyir devam ettiği sürece kısa vadede geri çekilme önce 4225 ara desteğine, ardından 4100 seviyesindeki trend desteğine kadar devam edebilir. 4360 dolar seviyesi üzerinde kalıcılık sağlanması durumunda ise 4575 dolar seviyesindeki alçalan trend direncini takip edebiliriz. Kısa vadede fiyatın yönü bakımından takip edilmesi gereken en önemli gelişme yukarıda da bahsettiğimiz üzere Trump ve Pezeşkiyan arasında gerçekleşmesi muhtemel görüşme olacaktır.



Tüm bu etkenleri birlikte değerlendirdiğimizde, ABD/İran savaşının yarattığı arz şoku ve Rus enerji altyapısına yönelik saldırıların yarattığı belirsizlik ortamının faiz oranlarını yüksek tutmaya devam etmesiyle ons altın fiyatlarının bir süre daha baskı altında kalmasını bekliyoruz. Ancak fiyatlardaki geri çekilme, zaten güçlü seyreden yatırım amaçlı talebi daha da destekleme potansiyeli taşıyor ve bu durum aşağı yönlü hareketi sınırlandırabilir. Bunun sonucunda kısa vadede ons altında yatay/hafif negatif seyir öngörüyoruz. Orta ve uzun vadede ise merkez bankalarının dedolarizasyon eğiliminin sürmesi ve ABD-İran savaşının sona ermesiyle enflasyon ve faiz beklentilerinin daha ılımlı seviyelere gerilemesi, altında tarihi zirvenin yeniden test edilmesinin önündeki en büyük engeli ortadan kaldıracaktır.

Bu görünümün iki yönlü riskleri de bulunuyor. Yukarı yönde en önemli risk, Fed'in sıkılaşma döngüsünün büyümeyi ve istihdamı beklenenden hızlı yavaşlatması ve bunun sonucunda faiz artırım patikasının erken sona ermesi. Böyle bir senaryoda reel faizlerdeki gerileme, altında zirve denemesini daha erkene çekebilir. Fed üzerindeki siyasi baskının yeniden gündeme gelmesi de para politikasının güvenilirliğine ilişkin soru işaretlerini artırarak altına yönelik talebi hızla canlandırabilecek bir diğer unsur. ABD/İran savaşının beklenenden hızlı bir diplomatik çözüme kavuşması ise enerji fiyatları ve enflasyon beklentileri üzerinden bu süreci öne çekebilir. Aşağı yönde ise savaşın uzaması ya da enerji altyapısına yönelik yeni saldırılarla petrol fiyatlarının yeni bir yükseliş dalgası yapması, Fed'i beklenenden daha fazla artırıma zorlayarak 4100 dolar desteğini test ettirebilir. Yapısal destek olarak öne çıkardığımız merkez bankası talebi tarafında da Dünya Altın Konseyi, likidite ihtiyacı ya da kur yönetimiyle bağlantılı taktiksel satışların mümkün olduğunu belirtiyor; kur baskısı altındaki gelişmekte olan ülke merkez bankalarının rezerv savunması için altın satışına yönelmesi bu desteği geçici olarak zayıflatabilir. Son olarak yatırım akışlarının hızla tersine dönebildiği de unutulmamalı. Nitekim 1Ç26'da ABD'deki altın ETF'lerinden mart ayında görülen yüksek çıkışlar, çeyreğin başındaki girişleri tamamen silmişti.

Emre Özdemir

Trive Yatırım Araştırma Uzmanı

RİSK UYARISI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. İnternet sitemizdeki her türlü tablo ve grafikler güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanılarak hazırlanmıştır. Sitemizde bulunan iç ve dış piyasalara ait tablo, grafik ve analizlerin doğrulukları tarafımızca garanti edilmemekte ve bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.