

Euro Krizine Alternatif Bir Çözüm; Teminat Olarak Altın

An Alternative Solution to The Euro Crisis; Gold as Collateral

Esra N. KILICI*

Özet

Yaklaşık beş yılı geride bırakan Avrupa borç ve bankacılık krizi kötüleşerek devam etmektedir. Devlet tahvillerindeki sıkıntılar ve kaygılar, bu tahvillerin büyük bir kısmını portföylerinde bulunduran bankacılık sektörüne sıçradıkça, tahvil ihracı ve özellikle kısa dönemli borçlanmada şiddetli tıkanmalar yaşanmıştır. Bu kriz, zaman içerisinde, diğerlerine nazaran daha zayıf ülkelerle birlikte, Euro bölgesi içerisindeki tüm ülkeleri tehdit eder hale gelmiştir.

Kriz devam ederken ve son günlerde, emlak krizini de içeren yapısal bir krize dönüşeceği düşünülürken, önemli bir soru karşımıza çıkmıştır; ekonomik büyümeyi sağlayabilmek için borçlarını azaltmak ve ekonomilerini güçlü hale getirmek zorunda bulunan ülkeler, ekonomik tasarruf programlarına nasıl devam edeceklerdir.

Krizin başlangıcından bu yana, bu ikileme yönelik çeşitli çözümler önerilmiş olup; bu çözümlerin bir kısmı, özellikle 2012 yılında, Euro bölgesi ülkeleri merkez bankalarının sahip olduğu altın rezervlerinin satılması veya tahvil ihracında teminat olarak kullanılmasına odaklanmıştır. Krizden zarar gören İtalya ve Portekiz gibi ülkelerin büyük miktarlarda altın rezervine sahip olduğu gözönüne alındığında, ekonomist ve politikacılar tarafından, altına dayalı geliştirilen bu çözüm önerileriyle, devam eden krizin şiddetinin hafifletilebileceği fikri ortaya atılmıştır.

Bu çalışmada, altının ekonomi ve parasal sistem içerisindeki rolü analiz edilerek, süregelen krizi yatıştırabilmek için, altın rezervlerine ilişkin önerilen çözüm yolları incelenmiştir.

Anahtar kelimeler: Borç krizi, Euro bölgesi, Altın, Teminat

* Öğretim Görevlisi, İstanbul Aydın Üniversitesi, İ.İ.B.F, Ekonomi ve Finans Bölümü

Abstract

The European debt and banking crisis, leaving almost five years behind, has been still continuing by escalating. As the financial strains and concerns on government bonds has spread to the banking sector which has the vast majority of government bonds in their portfolios, there have been experienced severe blockages in bond issue and especially in short-term lending. This crisis has become as a major crisis which threatens all countries in Euro-area as well as the countries which appears relatively weak.

As crisis continues and is expected to be converted a structural crisis with real-estate problems recently, we have the key question in front of us; on the one hand, the countries are in a situation to promote the growth in order to pay down debt and make their economies stronger, and on the other hand how can they maintain their economic austerity policies.

There have been proposed several solutions to this dilemma since the beginning of the crisis and some of these solutions have been focused on, in especially 2012, selling of the gold reserves held by European central banks or using gold reserves to collateralise new government debt. Considering that some of the countries adversely affected by the crisis, such as Italy and Portugal has substantial amount of these gold reserves, it has been mostly believed by economists and politicians that these solutions could help alleviate the ongoing crisis in last years.

In this study, the role of gold in economy and monetary system is analyzed by touching many points and evaluating the proposals in related to gold reserves made in order to alleviate the effects of crisis.

Keywords: Debt crisis, Euro area, Gold, Collateral

1. Giriş

Altın en eski para birimlerindedir ve Ortadoğu'da yaşayan çok eski uygarlıklara kadar uzanan bir geçmişi vardır (*Huebsch, 2011*). Geçmiş dönemlerde geleneksel olarak bir değer birikim aracı olarak kullanılmış olup; bu da onu zaman içerisinde, ekonomide verimli bir şekilde kullanılmayan atıl bir varlık haline dönüştürmüştür. Altın uzun yıllar bir emtia olarak değerlendirilmiş olup; mücevher, sike ve diğer varlık formlarında tedavülde olmuştur.

Ayrıca, altın, teminatın en eski türlerinden biridir. Bu şekilde, yüzyıllar boyu bireyler ve kurumlar tarafından kullanılmaktadır. Altın standardının 20. yüzyılın ortalarında kaldırılması, bu değerli madenin ticarete ve kredilerin teminatlandırılmasında kullanımına son vermiştir.

Altının finansal sisteme dönüşü, 2. Dünya Savaşı'ndan sonra Bretton Woods Sistemi'nde gördüğümüz gibi, genellikle global temelli kullanımına bağlı olmuş ve global finansal sisteme gösterge parasal bir pozisyon olarak tekrar döneceğine işaret edilmiştir.

15 Ağustos 1971'de, Başkan Richard Nixon'ın altın penceresini kapatmak durumunda kalmasıyla, USD'nin altına dönüştürülebilirliği kalkmış (*Moffatt, 2011*); tüm para birimleri serbest dalgalı hale gelmiş ve Bretton Woods sisteminin sonuna gelinmiştir.

Bu noktada Altın Standardı ve Bretton Woods sistemine kısaca değinmekte fayda vardır.

1.1 Altın Standardı

1. Dünya Savaşı'ndan önce, dünya ekonomisi, birçok ülkenin para biriminin direkt olarak sabit oranlarla altına dönüştürülebildiği, sabit bir kur rejimi olan Altın Standardı'na geçmiştir, dolayısıyla, para birimleri arasındaki pariteler sabitlenmiştir. Altın Standardı'na göre sabit kurlar, döviz kurlarının dalgalanmasına bağlı olarak oluşan belirsizliği yok ederek, dünya ticaretini artırma avantajına sahip bulunmaktadır.

Ülkelerin Altın Standardı kurallarına uyduğu ve para birimlerini altına dayalı ve altına dönüştürülebilir şekilde tuttuğu süre içerisinde, döviz kurları sabit kalmıştır. Bununla beraber, Altın Standardı'na katılım, bir ülkenin uyguladığı para politikası üzerinde hiçbir kontrolünün olmaması anlamına gelmekteydi. Çünkü, para arzı ülkeler arasındaki altın hareketleri tarafından belirlenmekteydi. Ayrıca, tüm dünyadaki para politikası, altın üretiminden ve keşiflerinden büyük ölçüde etkilenmekteydi (*Bernanke; James, 1991*). Örneğin, altın üretiminin son derece düşük olduğu 1870 ve 80'lerde, dünyadaki para arzı da çok yavaş artmış ve dünya ekonomisindeki büyümeye ayak uyduramamış; geniş çaplı bir deflasyon yaşanmasına neden olmuştur. Bununla beraber, 1890'larda, Alaska ve Güney Afrika'daki altın keşifleriyle altın üretimi büyük ölçüde artmış; bu da para arzının ve fiyat seviyelerinin hızlı bir şekilde artmasına yol açarak, 1. Dünya Savaşı dönemine kadar yüksek enflasyona neden olmuştur.

1.2 Bretton Woods Sistemi

2. Dünya Savaşı'ndan sonra, savaşın galipleri, Bretton Woods Sistemi olarak bilinen sabit bir kur rejimini uygulamaya başlamışlardır ve bu sistem, 1971'e kadar yürürlükte kalmıştır. Bretton Woods, IMF'i yaratmıştır. IMF, sabit kur rejimlerinin uygulanmasına yönelik kuralları düzenleyerek ve ödemeler dengesinde güçlükler yaşayan ülkelere kredi vererek, dünya ticaretindeki büyümeyi artırmaya çalışmıştır. Ayrıca IMF, üye ülkelerin kurallara uyup uymadığının izlenmesi görevinin bir parçası olarak, aynı zamanda, uluslararası ekonomik verilerin toplanması ve standardize edilmesi görevlerini de üstlenmiştir.

Bretton Woods sistemi aynı zamanda, Dünya Bankası'nın oluşumunu sağlamıştır. Bu kurum, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınmalarına katkı sağlamak üzere gerçekleştirecekleri projeleri desteklemek amacıyla bu ülkelere, uzun dönemli krediler sağlamaktadır (*Pehle, 1946*).

Amerika'nın, 2. Dünya Savaşı'ndan, dünyanın üretim kapasitesinin yarısından fazlasına ve dünya altınının büyük bir kısmına sahip olarak, dünyanın en büyük ekonomik gücü olarak çıkması sonucu, Bretton Woods sistemi, yabancı hükümetler ve merkez bankaları için, USD'nin 35\$ onz fiyatı ile altına dönüştürülmesine dayandırılmıştır (*Moffatt, 2011*). Ayrıca, uluslararası rezerv olarak tutulan dolar varlıkları alıp satan diğer ülke merkez bankaları tarafından, döviz piyasasındaki müdahalelerle, sabit kurların sürdürülmesi sağlanmıştır. Diğer ülkelerin uluslararası rezerv olarak tuttıkları varlıkları göstermek için kullanılan USD, rezerv para olarak adlandırılmıştır. Dolayısıyla, Bretton Woods sisteminin önemli bir özelliği, Amerika'nın rezerv paraya sahip olan ülke olarak tesis edilmesi olmuştur. Bretton Woods sisteminin sona ermesinden sonra bile, USD bir çok uluslararası finansal işlemin gerçekleştirildiği rezerv para olma pozisyonunu korumuştur. Bretton Woods sistemi tarafından dikte edilen sabit kur rejimi, 1971 yılında terkedilmiştir.

2. Para Olarak Altın ve Mevcut Krizde Rolü

Kurumsal yatırımcılar, büyüme için potansiyeli olduğunu düşündükleri yatırımları tercih etme eğilimindedir. Bir yatırım artan bir nakit akımı üretmelidir. Buna göre, altın bir yatırım olarak kabul edilmemektedir; çünkü, düzenli bir gelir ve sistematik bir büyüme üretememektedir (*Mills, 2012*).

Oysa ki altın, para birimlerinin veya diğer finansal ürünlerin yapamayacağı iki fonksiyonu icra etmektedir (*Mills, 2012*). İlk olarak, altın, geleneksel olarak en yüksek likiditeye sahip varlıklar arasında yer almaktadır ve evrensel bir para birimi olarak kabul edilmektedir. Ayrıca, ekonomik belirsizliğin ve finansal karmaşanın yüksek olduğu zamanlarda güvenli liman rolünü üstlenmektedir (*Baur; McDermott, 2010*). Geçtiğimiz yıllarda, altına olan talepteki yüksek artış, buna örnek olarak gösterilebilir.

Daha da önemlisi altın, birkaç bin yıldır satın alma gücünü korumak için kullanılmaktadır. Amerikan Merkez Bankası FED'in kurulduğu 1913 yılında, altının onsu \$20 iken, bugün, FED'in kuruluşundan neredeyse 100 yıl geçmesine ve USD'nin satın alma gücünün %95'ini kaybetmesine rağmen, altının onsu \$1300'dır (*Mills, 2012*). Altın, günümüzde, geçmişe nazaran daha az büyümekle beraber, işlevleri açısından hala önemini korumaktadır. Ayrıca, yakın zamandaki büyük çaplı borç yenilemeleri ve geleneksel teminat değerlerine olan güvenin çöküşü nedeniyle, altın, hızlı bir şekilde çekirdek bankacılık aktifi haline gelmektedir.

Son yıllarda altın, parasal ve finansal bir varlık olma rolünü yeniden kazanma eğilimi içerisinde (Tyler, 2011). Altın kredilerindeki artış trendi de, bu varlığın parasallaşmasını sağlamaktadır. Amerikan Merkez Bankası FED'e göre; aşırı borçluluğun en büyük sonucu, ödenmemiş borç yükünü desteklemek için gerekli iyi teminatın nispi yokluğudur. Borcun teminata olan dengesizliği, bankaların müşterilerine kredi verebilirliğini, merkez bankalarının ticari bankalara olan kredi verebilirliğini ve kayıtdışı bankaların gecelik repo piyasasından fon bulabilirliklerini

etkilemektedir. Bu nedenle, altının bir teminat kıymeti olarak büyümesi ve kötü teminatların yerini alması kaçınılmazdır.

Borcun bir vadesi vardır ve vadesi geldiğinde, kredi alanlar borçlarını yenilemeyi beklerler. Bloomberg tarafından derlenen aşağıdaki listede, çeşitli ülkelerin USD cinsinden 2012 yılında yenilemesi gereken borç miktarları gösterilmektedir (*Worrachete, 2014*);

Japonya; 2,383 milyar, U.S; 3,115 milyar, İtalya; 468 milyar, Fransa; 410 milyar
Almanya; 268 milyar, Kanada; 248 milyar, Brezilya; 121 milyar,

Birleşik Krallık; 181 milyar, Çin; 143 milyar, Hindistan; 85 milyar, Rusya; 10 milyar

Kredi verenler, altın varlıkları teminat olarak kabul ederek kredi sağlamaktadırlar. Kredi verenler açısından, altın çok güvenli bir varlık olup; teminatın bir yüzdesi olarak kredinin değeri, artan altın fiyatlarına bağlı olarak devamlı azalmaktadır. Kredi alanlar açısından da, borç altının değerine bağlı olduğu için, temerrüde düşme eğilimi azalmaktadır. Yüklenen oranların teminatsız bireysel kredilerin oranlarına göre çok daha düşük olması nedeniyle, krediler ödünç alanlar için de oldukça iyi çalışmaktadır. Hem faiz oranları hem de süreç çok daha aza indirgenmektedir.

Organize altın kredileri aynı zamanda, tüketimi de desteklemektedir. Bu süreçte birlikte altın, sadece saklanmak üzere satın alınıp tutulan verimsiz bir varlık olarak düşünülmediği için, teminat olarak kullanılmaktadır.

Artan önemiyle birlikte, 2011 yılında altın, kredilerin teminatlandırılmasında tekrar kullanılmaya başlanmıştır. Örneğin, J.P Morgan Chase bu emtiayı belirli krediler için teminat olarak kabul etmeye başlamıştır (*Weil, Dan*). Bu uygulama bir anlamda, altın penceresini yeniden açmak anlamına gelmektedir ve oldukça iyi zamanlanmış görünmektedir; takip eden haftalarda, büyük ölçüde Orta Doğu'da yaşanan siyasi karmaşaya bağlı olarak, altın ve gümüş fiyatlarında hızlı bir şekilde yükselme yaşanmıştır.

2.1 Altının Kredilerde Teminat Olarak Kullanılması

Altının bir yatırım aracı olarak önemli dezavantajlarından biri; değer olarak artmadıkça, hisse senedi veya tasarruf bonusu gibi pasif bir getiriye sahip olmamasıdır (*Cui;Hoyle, 2011*). Bununla beraber, altın güvenli bir yatırım aracıdır; altına ihtiyatlı yatırımın sürdürülmesi ve aynı zamanda çok daha karlı yatırımlar yapılabilmesi amacıyla, teminat olarak kullanılmasıyla, ödünç para alınması mümkün hale gelmektedir.

Altının teminat olarak kullanılması, altın aktiflerin değerini arttırabilir. Örneğin, J.P Morgan Chase, altını teminat olarak kabul edeceğini belirttiği zaman, diğer bankalar ve yatırım şirketleri de benzer şekilde hareket etmişlerdir (*Huebsch, 2011*). Bu şekilde altının piyasadan çıkarılmasıyla, talebi artacak ve özellikle altınla

yoğun işlem yapan yatırımcılar, onu uzun dönemli yatırım aracı olarak tutmakta olduğu için, bir fiyat artışı gerçekleşecektir.

Geçmişte altın, riskli bir teminat aracı olarak görülmekteydi; çünkü az sayıda insan altınla işlem yapmaktaydı, bu da altını diğer menkul kıymetlere göre daha az likid hale getirmekteydi. Bununla beraber, 2011 yılında, altın işlemlerinde günlük hacim 100 milyar USD'ye ulaşmıştır ki; bu tutar, bazı Avrupa ülkelerinin devlet tahvillerinin işlem gördüğü piyasadaki hacimden çok daha yüksektir.

Altının bir diğer dezavantajı da, altın fiyatındaki düşüş yönündeki dalgalanmalar nedeniyle, altını teminat olarak kabul eden kreditorün, kredi alandan daha yüksek riskle karşı karşıya kalmasıdır. Bazı kreditorler, olası bir fiyat düşüşüne karşı korunmak için, altın fiyatının %75'ine karşılık gelen kredileri desteklemektedirler. Aynı zamanda, kredi veren taraf, altının fiziki olarak getirilmesini veya kıymet saklama merkezine gönderilmesini talep edebilir. Bununla beraber, büyük bir krediyi teminatlandırırken, bu süreç son derece maliyetli hale gelebilmektedir (*Huebsch, 2011*).

Diğer yandan, piyasa katılımcıları teminat olarak kullanılabilen varlıklar konusunda daha fazla imkan istemektedirler. Altın ideal bir finansal varlık olup; finansal stres zamanlarında likid kalarak iyi bir fiyatlandırma mekanizmasına sahiptir ve tipik olarak iyi performans göstermektedir.

Finansal kurumların hareketleri de, sözkonusu kurumların giderek artan bir şekilde altını, düşük karşı taraf riskine sahip önemli bir varlık olarak gördüklerini göstermektedir. Bu, altınının para olarak tedavüle girmesi açısından bir ilerleme anlamına gelmekte olup; altın fiyatını da yükseltici etkide bulunacaktır.

2011 yılında, J.P Morgan Chase, altının teminat olarak kabul edilmesi şeklindeki uygulamayı başlattığında, bazı kısıtlamalar da getirmiştir. Örneğin, her altın sahibi olana kredi verileceği taahhüt edilmemiştir. Buna göre, bir hedge fund kısa vadeli bir krediyi teminatlandırmak için altını kullanabilecekti (*Huebsch, 2011*). 2011'den önce, banka tarafından, genellikle, AAA hazine bonoları veya benzer güvenli yatırımlar teminat olarak talep edilmekteydi (*Mills, 2012*). J.P Morgan'ın başlattığı bu uygulama, altına olan güvenin büyük ölçüde artmasına neden olmuştur ve bir anlamda altın penceresini yeniden açmak anlamına gelmiştir.

Belirtildiği üzere, kredi verenler, altın varlıkları teminat olarak kabul ederek kredi sağlamaktadırlar. Ancak, kredi alanlar ve kredi verenler açısından elbette birtakım riskler bulunmaktadır;

Örneğin, kredi verenler, bir kredi sözleşmesinde altın varlıkların mülkiyetini ele geçirmektedir ve hırsızlık gibi olumsuz bir durumda, kredi alanların kayıplarını tam olarak karşılamak için yeterli fona sahip olamayabilirler. Bu durum, özellikle organize olmayan sektöre verilen krediler için çok daha önemli hale gelmektedir.

Ayrıca, altın fiyatlarında son yıllarda yaşanan hızlı artış, bu dönemde altın kredileri borçlanmaları ile birlikte, altın fiyatlarında ciddi bir düzeltme olma-

sı durumunda, patlaması muhtemel bir altın balonu yaratabilir. Bankaların altın kredilerine olan açıklığı, yaygın temerrütlerle karşılaşabilir ki, bu durum da, tüm ekonomiyi çok olumsuz bir şekilde etkileyecektir. Diğer yandan, organize sektör, bu riskleri değeri arttırılmış menkul kıymet, sigorta teminatı, altın vadeli işlem sözleşmeleri gibi çeşitli methodlarla yönetmektedir.

2012 yılında, borç sıkıntısı içerisindeki ülkelerin altın rezervlerinin kullanılması amacıyla, altının teminat olarak kullanılması konusu politikacılar tarafından gündeme getirilmiştir. Ancak, bir ülkenin altını merkez bankası himayesindedir ve politik amaçlarla kullanılamayacağı açıktır. Bu nedenle, merkez bankasının belirlediği limitler dahilinde kullanma konusu gündeme gelmiştir (*Phillips, 2011*). Avrupa Komisyonu tarafından sunulan taslakla, altının ihraç edilmesi planlanan eurobondlar için teminat olarak kullanılması da önerilmiştir.

Bir Merkez Bankasının altın rezervlerine sahip olmasındaki gerekçe, aslında oldukça anlaşılırdır. Ülke para biriminin konvertibl olmaması veya ülkenin uluslararası sermaye piyasalarında itibar kaybetmesi durumunda altın rezervleri, sermaye kaynağı olarak kullanılabilir. Örneğin, Hindistan ve Kore son 15 yıldır altını teminat olarak kullanmaktadır (*Phillips, 2011*).

Diğer yandan, Euro bölgesinde altının teminat olarak kullanılmasına karşı çıkan argümanlar oldukça güçlüdür. Buna göre, bu durum, ülkenin borçlanma kabiliyetine yardım etmekten ziyade zarar bile verebilir. Aynı zamanda, Avrupa Merkez Bankası da fikre pek sıcak bakmamaktadır.

2.2 Avrupa Borç Krizi'nde Altın Bir Çözüm Olabilir mi?

Euro bölgesi altın rezervleri, 2012 yılı itibarıyla, 10.000 ton civarındadır ve krizden son derece olumsuz etkilenen Portekiz ve İtalya gibi ülkelerin, bu varlıkların önemli bir kısmını ellerinde tuttukları bilinmektedir (*Tett, 2012*).

Bu rezervler, kısmi olarak altının servet saklama özelliği sayesinde, sadece son on yıllık dönemde değil, bu ülkelere yıllar boyunca hizmet etmiştir. Yaşanan krizle beraber, bu altın rezervlerinin rolüne ilişkin direkt yöneltilen soru, bunların şu anda Euro bölgesi ve bölgedeki ülkelerin karşılaştıkları problemlerin giderilmesinde nasıl kullanılabileceğidir.

Bu soruya bir öneri, sözkonusu ülkelerin merkez bankalarında tutulan altın rezervlerinin büyük bir kısmının satılması yönünde olmuştur. Aksini savunanlara göre ise, bu altınların satılarak fon yaratılması, krize bir çözüm olamayacaktır. Çünkü, sıkıntı içerisindeki Avrupalı ülkelerin ödenmemiş borçları, altın rezervlerinin oldukça üstündedir; Portekiz, İspanya, Yunanistan, İrlanda ve İtalya gibi ülkelerin altın rezervleri, merkezi hükümetlerinin müşterek ödenmemiş borçlarının sadece %3,3'ünü oluşturmaktadır. Tüm altın rezervlerinin bir kereliğine satışı, bu ülkelerin borç servisi maliyetlerinin 1 yıllık değerini bile karşılayamayacaktır. Bu borçlu bir kişinin 1 aylık kredi ödemesini yapabilmek için sahip olduğu herşeyi satmasına benzer bir durumdur.

Ayrıca, yürürlükteki EU kanunları böyle bir durumu yasaklamış olup; Merkez Bankası Altın Anlaşması'na göre, Avrupa ülkeleri altın rezervlerinin toplu değerinin korunması amacıyla altın satışları sınırlandırılmıştır (*Smith, 2012*).

Bu durumda altın satışı sözkonusu olmaksızın, altın, kapsamlı ve doğru bir çözüme nasıl katkıda bulunabilir? Cevap, güç durumda olan bir çok Euro bölgesi ülkesinin karşılaştığı sürdürülemez borçlanma maliyetlerinde yatmaktadır. Kriz sırasında, Portekiz'in borçlanma maliyetleri Euro bölgesi'nin en yüksek değerlerine ulaşmış olup; 10 yıllık devlet tahvili için %15'in üzerine çıkmıştır (*Watts, 2012*). Bu sırada, İtalya'nın borçlanma maliyetleri kaçınılmaz bir şekilde 10 yıl için %7'lik bir getiriye ulaşmıştır ve bu durum devlet borçlanmasının artık sürdürülemez olduğu bir nokta olarak görülmüştür (*Dobson, 2011*).

Bu ülkelerin her ikisi de, özellikle İtalya, büyük çapta altın rezervlerine sahiptir (*Jansen, 2012*). Bu altın rezervlerinin sadece bir kısmının teminat olarak kullanılması, bu ülkelerden herbirinin borçlanma maliyet oranlarını büyük ölçüde azaltabilir (*Belke, 2013*). Bu sadece hükümetlerin fonlama maliyetlerini azaltmalarına yardımcı olmaz; aynı zamanda tahvil piyasasında güvenin tekrar kazanılmasını ve yapısal reformlar ya da büyüme odaklı stratejileri uygulamak için de ülkelere soluklanma imkanı sağlayabilir.

Bu tarz bir altına dayalı tahvil çıkartılması çözümünü düzenlemek için çeşitli yollar bulunmaktadır. Örneğin, tahvil, basitçe kısmi olarak altına dayalı olarak çıkarılabilir veya dilim tabanlı bir düzenleme, farklı türdeki yatırımcıları çekmek için geliştirilebilir (*Tett, 2012*).

Altının teminat şeklinde kullanılarak borç sıkıntılarının giderilmesine ilişkin örnekler mevcuttur. İtalya 1970'lerde emsal oluşturmuştur; ülke bir finansal kriz sırasında, altına dayalı krediye başvurmuştur ve aşırı politik baskı nedeniyle, kredi hızlı bir şekilde ödenmiştir (*Belke, 2013*).

İtalya, altınını teminat olarak koyarak, Bundesbank'tan 2 milyar USD değerinde bir yardım almıştır (*Farchy, 2011*). Portekiz 1975-77 finansal krizinde BIS, Bundesbank ve İsviçre Merkez Bankası'ndan, ülkenin altın rezervlerinin bir kısmı ipotekle teminat altına alınarak, 1 milyar USD değerinde kaynak sağlamıştır. Daha yakın zamanda, 1991 yılında, Hindistan, Bank of Japan ve diğer bankalar ile yaptığı kredi anlaşmasında altınını teminat olarak kullanmıştır (*Jansen, 2012*), (*Skoyles, 2012*).

Yukarıda belirtildiği üzere, altın, teminatın en eski türlerinden biridir. Bu şekilde, yüzyıllar boyu bireyler ve kurumlar tarafından kullanılmaktadır. Yıllar boyunca, önemli miktarlarda altın rezervi biriktiren ülkeler için, bu fırsatı kullanma zamanı olabileceği düşünülmektedir.

Ayrıca, altının kredi riskinin olmaması, teminat olarak kullanılabilmesi için onu ideal bir varlık haline getirmektedir. Bu nedenle, altının bu şekilde kullanımının özel sektörde giderek gelişmekte olduğunu görmekteyiz. Dünyadaki takas kurumları, artan bir şekilde altını teminat olarak kullanmakta ve Avrupa'da bazı

takas kurumları da, altını türev kontratlarının takası için teminat olarak kabul etmektedir. Örneğin, son yıllarda, LCH Clearnet, Intercontinental Exchange ve Chicago Mercantile Exchange gibi gruplar, türev işlemleri için teminat şartlarını yerine getirebilmek için altını teminat olarak kabul etmektedir (*World Gold Council, 2012*). Ayrıca, Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS), altının, merkezi olmayan şekilde takası gerçekleşmiş türev işlemlerdeki teminat şartlarını tamamlamak için teminat olarak kullanılan 6 maddeden biri olmasını önermiştir (*Skoyles, Jan*), (*Basel Committee on Banking Supervision 2012*).

Euro bölgesinin sıkıntılı bir süreç geçirdiği bellidir. Bununla beraber, ne Euro bölgesi siyasetçilerinin ne de Avrupa Merkez Bankası'nın, piyasadaki korkuları gidermek ve borçlanma maliyetlerini düşürmek için aldıkları önlemlerin ne kadar başarılı olacağı açık görünmemektedir.

Bu noktada, Dünya Altın Konseyi (WGC), altın endüstrisini temsil eden organ, yeni bir fikir ortaya atmıştır (*Tett, 2012*). Sözkonusu teklif, halen Euro bölgesi hükümetleri tarafından tutulmakta olan tahmini 10.000 tonluk altın rezervi üzerine kuruludur. Buna göre, sözkonusu altın rezervlerinin bir kısmının teminat olarak kullanılması, bu bölgedeki ülkelerin borç ihraç edebileceği oranları önemli ölçüde azaltabilir. Özellikle İtalya gibi ülkelerde, Euro bölgesi hükümetleri, faiz oranlarını indirebilmek için altına dayalı devlet tahvilleri ihraç ederek, altını yapıcı bir biçimde kullanabilirler. Bu da basit bir şekilde yapılabilir; örneğin, farklı risk dilimlerini içerecek şekilde yapılandırılabilir. Burada, önemli nokta, altının tahviller için ek teminat sağlayabileceğidir, dolayısıyla, Euro bölgesi bilançolarına güveni kalmayan yatırımcıların güveninin tazelenebileceğidir.

Altına dayalı tahviller tam bir çözüm olmasa da, bazı açılardan önemli faydalar sağlayabilir. Bununla beraber, düşünce politika yapıcılardan ciddi bir destek alamamıştır. Ayrıca, Euro bölgesi liderleri fikri benimsese bile, bölgede sunulan diğer her çözüm gibi, altına dayalı tahviller için de düşünülmesi gerekli birtakım yasal mevzular bulunmaktadır. Örnek vermek gerekirse, Euro bölgesi altını hükümetler tarafından değil, merkez bankaları tarafından tutulmakta ve yönetilmektedir.

Bu arada, global sermaye düzenlemelerinden sorumlu olan ve BASEL III kurları ile global bankacılık düzenlemelerinin temelini oluşturan Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS), altını banka sermayesi Tier 1 sermaye haline getirmek için çalışmalar yapmaktadır (*Mills, 2012*).

“Tier 1 sermaye, regülatörün bakış açısıyla, bir bankanın finansal gücünü gösteren en temel ölçüttür. Bu, Tier 1 (Ana Sermaye): Ödenmiş sermaye, dağıtılmamış kar ve yedek akçelerden oluşur. Bankalar Tier 1 sermayelerini arttırabilmek için yıllar boyunca, yeni enstrümanlar da kullanmışlardır; ki bunlar sıkı koşullara maruzdur ve Toplam Tier 1 sermayenin maksimum %15'i ile sınırlandırılmıştır.”

Altın, tarihsel olarak bir Tier 3 varlık olarak sınıflandırılmıştır. Buna göre, bir bankanın kredi verebileceği tutar hesaplanırken, bankanın altın kıymetleri geleksel olarak o anki piyasa değerinin %50'si ile iskonto edilmektedir. Değerinin

yarıya düşürülmesiyle, bankalar, altını kıymet olarak tutmak için daha az istek duymaktadır (Mills, 2012).

Altının Tier 1 sermayesi haline gelmesi durumunda, bankalar normalde gerekli olandan çok daha az özsermaye ile çalışabilecektir. Dolayısıyla, altın borç, döviz ve banka özsermayesi için yeni bir kaldıraç olacaktır.

Altının tarihsel önemini anlayan biri, ek bir banka kaldırıcı olmasının arkasındaki nedenin önemini kolaylıkla anlayabilir. Bir banka tarafından altın külçesinin direkt sahipliği, merkez bankasınca yaratılan itibari paraya sahip olmaya göre daha üstündür. Bu, bir banka ve sistemin tamamı için güveni artırır. Nispi değerler verildiğinde, bankaların külçe altın alımları ve diğer kısıtlayıcı varlıklara oranla Tier 1 sermaye olarak artması, düzenleyici amaçlar için cazibesini arttırarak, altının değerini arttıracaktır.

Sonuç olarak, Basel Komitesi'nin bankaların, altını Tier 1 Sermaye olarak kullanmalarına izin vermesi durumunda, bu, fiziki külçeler için büyük bir miktarda talep artışına yol açacak ve altının para olarak yeniden tedavüle sokulması yönünde önemli bir adım olacaktır (Mills, 2012).

Aslında, altın emsalsizdir ve güvenli varlığa kaçışta dünyadaki yatırımcılar tarafından herkesçe tanınan tek Tier 1 varlığıdır. Altın, Tier 3 ten Tier 1 varlığa dönüşmesi halinde, enflasyona göre ayarlanmış vadelerde, sıfırdan az getirisi olan ve aşırı borçlu ülkelerce ihraç edilen teminatsız tahvillere karşı güvenli liman aracı olarak rekabet eder hale gelecektir ve yüksek kaliteli teminata dönüşecektir.

Altının teminat olarak kullanılmasının pek faydalı olamayacağını savunanlar da vardır. Buna göre, aslında hiçbir devlet gerçekten, bir kurtarma operasyonu durumunda teminat olarak altına başvurmayı istemez; çünkü, bir ülkenin iflası durumunda, izleyen tüm ülkeler daha yüksek altın fiyatlarıyla takip edeceklerdir. Bu durumda, sadece havuzdaki büyük altın rezervlerine sahip son ülke, altını teminat olarak kullanmaktan karlı çıkacaktır. Havuzdaki ilk ülke, bir anlamda feda edilmektedir. Aslında, altın bir kurtarma operasyonu için teminat olarak kullanıldığı zaman, altın yatırımcılarının, beklenmeyen birtakım sonuçlara hazırlanmaları gerekmektedir.

Örnek olarak, 1974 yılında altının resmi paritesi onz başına \$42,22'ken, serbest piyasadaki fiyatı onz başına \$180'a ulaşmıştır. Altının serbest piyasa fiyatı, 2.500 ton altına sahip olan müflis İtalya'nın satın alma gücünü, \$3,7 milyardan \$15,8 milyara çıkartmıştır. 1 Eylül 1974'de, Batı Almanya, İtalya'ya, tamamen çöküşünü önlemek için, altın kıymetlerinin serbest piyasa fiyatını teminat olarak kullanarak, yeterli parayı ödünç vermiştir. Bu olaydaki en ilginç kısım, Batı Almanya'nın altınları tahsile vermemesi olmuştur. Kredinin ödenememesi, söz konusu altının Batı Almanya'ya gönderilmesi durumunda kabul edilebilirdi. Neredeyse bir gecede, İtalya'daki altın başka bir ülkenin yükümlülüğü haline gelmiştir. Aslında, İtalya'nın kurtarma paketindeki ödemelerini yapabildiği sürece, iflası durumunda,

altının karşı tarafa gönderilip gönderilmeyeceği sorun teşkil etmezdi. Bu durum, hem Batı Almanya, hem İtalya'yı altın fiyatının artması yönünde etkilemiştir.

İtalya'nın altın rezervlerini kullanarak, Batı Almanya tarafından kurtarılması sürecinde yapılan manevralara piyasanın tepkisi şu yönde olmuştur. 1974, 2-30 Eylül tarihleri arasında, altının fiyatı %23,93 artmıştır. Bununla beraber, 30 Aralık 1974-25 Ağustos 1976 döneminde altının fiyatı %46,99 düşmüştür. Aynı dönemde (Eylül-Aralık 1974), Dow Jones Endeksi %9.05 düşmüştür. Aralık 1974-Ağustos 1976 döneminde ise, Dow Jones Endeksi %60,93 artmıştır.

Uzun vadeli bakıldığında, Eylül 1974'den 1980'e kadar geçen zamanda, altın ya da hisse senedi satın alındığında, altın değer olarak sadece 4 kat artarken, Dow Jones Endeksi, %31'lik bir artış göstermiştir. Elbette, iki kıymeti günümüze kadar portföyde tutmak, eşit derecede tezat sonuçlar doğurmaktadır. Örneğin, Dow Jones Endeksi, 19 kat artarken altın 8 kattan biraz fazla artmıştır.

Hükümetlerin altını kendi paralarıyla rekabet ettirmeme ya da altının hakim olmaması yönünde hareket ettiğine dair söylemler olmasına rağmen, merkez bankaları altınla doludur. 1974 İtalya örneği, bu durumun sebeplerine ilişkin mükemmel bir örnek sunmaktadır.

2.3 Altınla Teminat Altına Alınan Eurobondlar

Avrupa'daki krizin şiddetini iyice arttırdığı 2012 yılında, Avrupa Komisyonu, İstikrar bonusu adı altında 17 AB ülkesinin ortak ihraç edeceği yeni bir tahvil konseptini ortaya atmıştır. Esasında bono, güneydeki zayıf ülkeleri desteklemek için kuzeydeki daha iyi performans gösteren ülkelerin yardımını amaçlamıştır. Söz konusu teklifle, zayıf ülkelerin GSYİH'larının %60'ını aşan borçların, ortak sorumluluk altına alınarak, 20-25 yıl içerisinde ödenmesi planlanmıştır. Bu kapsamda, plana dahil olan AB ülkelerinin döviz kıymetlerini veya altın rezervlerini teminat olarak göstermeleri gerekmektedir. Teklif, özellikle Almanya tarafından pek hoş karşılanmasa da, o dönemde tekliften önemli faydalar beklenmiştir. İlk olarak, örneğin, AB ülkeleri yaklaşık olarak 10,792 ton altına sahip (*Jansen, 2012*), ki söz konusu altının piyasa değeri, %20-25 lik bir oranda, hemen hemen €2 trilyon büyüklüğünde bir krediye teminat sağlamaya yeterlidir. Tabi ki, €2 trilyon, tüm Avrupa'nın borç sıkıntılarını gidermeyebilir, ama, çok daha kolay çözülebilir bir hale getirebilirdi (*Norman, 2012*).

İkinci mesele, altının burada doğal bir koruma sağlayacağı düşünülmüştür. Avrupa krizinin daha da şiddetlenmesi durumunda, sıkıntı içerisindeki ülkeler borçlarını ödeyemeyeceklerdi ve bu altının lehine bir durum yaratarak, yatırımcıların altına olan taleplerini arttıracaktı. Ters bir durumda, yani Avrupa'nın krizi atlama durumunda da, muhtemelen altın fiyatları ve teminatın kalitesi düşecek, bu da orantılı olarak yatırımcıların riskini azaltacaktı (*Norman, 2012*).

Avrupa Birliği'nin en zayıf ülkeleri finansal ve ekonomik olarak çok zor bir durumda bulunmaktadır. Fakat, yukarıda belirtildiği üzere, bu ülkelere bazıları

önemli miktarda altın rezervine sahiptir. Örneğin, AB'nin en büyük 3. ekonomisi olarak görülen İtalya'da, Merkez Bankası yaklaşık \$100 milyar tutarında 2,450 ton altına sahip bulunmaktadır. Bu rakamlar, Portekiz için 383 ton, İspanya için 282 ton, Yunanistan için 112 ton olarak tahmin edilmektedir (*Jansen, 2012*).

2.4 Avrupa Borç İtfa Pakti

2012 yılında, özellikle Almanya tarafından önerilen bir diğer çözüm yolu da, Avrupa Borç İtfa Pakti olmuştur. Bu senaryoda %60 kuralı tersten çalışmaktadır. Yani, ülkelerin borçlarının GSYİH'ye oranının %60'ının üstündeki kısmı ortak bir havuza alınmaktadır. Bu havuza Avrupa Borç İtfa Pakti adı verilmektedir. Buraya atılacak olan toplam borç miktarının, €2.328 milyar olması beklenerek, bu borcun, ortak havuz olarak adlandırılan Avrupa Borç İtfa Pakti'nda, 25 yıllık bir süre içerisinde ortak çıkarılacak bono ve tahvil ihraçları ile eritilmesi amaçlanmıştır (*Doluca; Hübner; Rumpf; Weigert, 2012*).

Ortak havuza atılan borçlardan sonra, Yunanistan hariç bütün üye ülkelerin borç/GSYİH oranı %60 olacaktı. Ancak bu noktadan sonra, her AB üyesi kendi başına yola devam edecek, yani bu borcun çevrilmesinde ne Avrupa Merkez Bankası ikincil piyasa destek alımları, ne Avrupa İstikrar Mekanizması, ne de Avrupa Finansal İstikrar Fonu devreye girebilecekti. Aslında, Ortak Eurobond'a hayır diyen Almanya'nın bu methodlardan birini kabul etmek zorunda kalacağı düşünülmüştür.

Bu havuzdan yararlanan ülkelerin, borçlarının altın veya döviz rezervleri şeklinde %20'sini teminatla karşılması gerekmektedir. Bu, sözkonusu ülkelerin borçlar ödenemediğinde, altınlarını kaybetmeleri anlamına gelmekteydi.

Aslında, Avrupa Borç İtfa Fonu ile ilgili hem olumlu hem olumsuz taraflar bulunmaktaydı. Olumlu yanı, merkez bankası kasalarında biriken altınlara rehin konulmamış ve altınların devalüasyonunun etkisinde kalmamış olmasıydı ve bu altına dayalı kredilerin aşırı ucuz olması anlamına gelmesidir. Politik olarak, altına dayalı bir kredi, ucuz olması açısından savunulabilir ve bu methodla alternatif ülke tahvillerinin faiz oranlarının %2,5-3 gibi seviyelere düşürülmesi hedeflenmiştir (*Doluca; Hübner; Rumpf; Weigert, 2012*).

Dezavantajı elbette, potansiyel bir temerrüt olmaktadır, ki bu bir ülkenin en değerli kıymetlerinin büyük bir kısmının ve böylelikle, ekonomik gücünün ülke dışına transferi anlamına gelmektedir. Bununla beraber, İtalya'nın geçmişte yaptığı gibi, herhangi bir ülkenin de altınını geri almak için aşırı dikkatli olacağı farzedilmiştir. Nitekim, 1970'lerde İtalya, finansal kriz sırasında altına dayalı krediye başvurmuştur ve aşırı politik baskı nedeniyle, kredi hızlı bir şekilde ödenmiştir. Almanya kredilerin ödenmemesi durumunda, Euro'nun bu haliyle çok zayıf olduğunu, altına dayalı Euro'nun ise çok daha güçlü olabileceğini savunmuştur.

Avrupa'nın Borç İtfa Pakti planının harekete geçmesi, altının temel bir merkez bankası rezervi ve etkin bir kriz yönetim aracı olarak kullanılabilmesi anlamına gelmekteydi.

Diğer yandan, bu tekliflerle ilgili birtakım soru işaretleri bulunmaktaydı. Bunlar, altının bir para (dünya parası) olarak görülüp görülmediğine ve altını teminat olarak kullanmaya yönelik bu hareketin altın standardına bir dönüşe işaret edip etmediğine ilişkindi.

3.Sonuç

Hükümetler ve merkez bankalarının tüm çabalarına, tasarruf önlemlerine, kurtarma paketlerine ve düzenlenen tahvil alım programlarına rağmen, Avrupa bölgesinde kriz, neredeyse beş yılı geride bırakarak devam etmektedir.

Yaşanan bu geniş ölçekli krizin, birliğin sonu olup olmadığı endişelerinin hakim olduğu 2012 yılında, krizin çözümüne yönelik alternatif yollar araştırılırken, ülkelerin sahip olduğu altın rezervlerinin kullanılması konusu gündeme gelmiştir.

Bu doğrultuda, Avrupa Kurtarma Fonu tarafından, kısmen altına dayalı euro-bond ihraç edilmesine yönelik söylemler gündeme gelmiş, yine aynı dönemde, Avrupa Borç İtfa fonu kurularak, borçların ortak yönetimiyle, krizden farklı çıkış yolları aranmaya çalışılmıştır. Ayrıca, Dünya Altın Konseyi tarafından, ülkelerin altın rezervlerinin ülke tahvillerinin desteklenmesi amacıyla kullanılabilirliği önerilmiştir.

Ancak, yürürlükteki Avrupa birliği düzenlemeleri ve birlik içerisindeki ülkelerin merkez bankaları tarafından geçmişte yapılan anlaşmalar, en azından 2014 yılına kadar sözkonusu altın rezervlerinin teminat olarak kullanılmasına engel teşkil etmektedir. Geleceğin ne getireceği bilinmemekle beraber, bölgenin altın rezervlerinin büyüklüğü gözönünde bulundurulduğunda, altının teminat olarak kullanılmasının krizde bir çıkış kapısı aralayıp aralayamayacağı, zaman zaman tartışılmakta ve gündeme gelmektedir.

Kaynakça

Badkar, Mamta: "The 10 Countries With The Biggest Gold Reserves In The World", Business Insider, August 2012

Bank for International Settlements: 81th Annual Report 2010/2011, Basel, June 2011

Basel Committee on Banking Supervision: "Margin requirements for non-centrallycleared derivatives" Consultative Document, Board of the International Organization of Securities Commissions, July 2012

Basel III counterparty credit risk and exposures to central counterparties-Frequently asked questions, December 2012 (update of FAQs published in November 2012)

Bates, Brenda: "Europe Economics White Paper - Gold as Collateral...", World Gold Council Press Releases, October 2012

Belke, Ansgar: "Gold-Backed Sovereign Bonds: An Effective Alternative to OMTs", 2013

Baur Dirk G., Lucey Brian M.: "Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold.", The Financial Review, 2010

Baur, Dirk G.; McDermott Thomas K.J.: "Safe Haven Assets and Investor Behaviour Under Uncertainty", September 2011

Bemanke, Ben; James, Harold: "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison", January 1991

Coy, Peter: "Germany Seeks Financial 'Redemption' for Europe", May 2012

CNBC: "Use Gold as Collateral to Solve Europe's Problems, November 2012

Cui, Carolyn; Hoyle, Rhiannon "J.P Morgan will accept gold as type of collateral", The Wall Street Journal, 2011

Doluca, Hasan; Hübner, Malte; Rumpf, Dominik; Weigert, Benjamin: "The European Redemption Pact: An Illustrative Guide", German council of Economic Experts Working Paper, February 2012

Dobson, Paul: "Italian Five-Year Yield Tops 7.5 Percent on LCH Charge as Berlusconi Quits", Bloomberg, November 2011

Evans-Pritchard, Ambrose; "Europe's debtors must pawn their gold for Eurobond Redemption", The Telegraph, May 2012

Farchy, Jack: "The Case for Gold in the Eurozone Bailout", Financial Times, November 2011

German Council of Economic Experts Working Paper: "The European Redemption Pact (ERP)-Questions and Answers", January 2012

Hofmann, Paul: "Bonn to give Rome a \$2 Billion Loan in Financial Crisis.", New York Times, September 1974

Huebsch, Russel; "Is Gold a Good Collateral for a Loan", EHow, 2011

Jansen, Liza: "Gold as Collateral: Could This Solve the Euro Crisis", CNBC, November 2012

J.P. Morgan: "Designing and Pricing the Gold-plated Stability Bond", Global Fixed Income Markets Weekly, August 2011

Lee, John: "German-Italian Deal ignores U.S. Policy." New York Times. September 2, 1974

Mills, Richard: "When Gold Becomes Tier 1 Capital", Financial Sense, May 2012

Mishkin, Frederic S.: "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", 2007

Moffatt, Mike: "What Was The Gold Standard?", Economics About.com, 2011

Norman, Ross: "Eurobonds backed by gold-The salvation of Europe?", Sharps Pixley, London, 2012

Pehle, John W.: "The Bretton Woods Institutions", The Yale Law Journal, Vol.55, No.5, August 1946

Phillip, Julian: "Gold as Sovereign Collateral", Goldnews, June 2011

Phillips, Julian: "Will the Use of Gold as Collateral Push the Gold Price Down?", The Market Oracle, November 2011

Skoyles, Jan: "Commodities: Can Gold Reserves Save The Eurozone?", Investing.com, September 2012,

Smits, Réne: "Innovative ways out of the crisis: can gold be used as collateral by EU Member States?", 2012

Sukumar, Nandini; Larkin, Nicholas: "CME Clearing Europe to Accept Gold as Collateral on Demand", Bloomberg, August 2012

Tett, Gillian: "Time for Eurozone to Reach for the Gold Reserves?", Financial Times, August 2012

Tyler, Durden: "Morning Gold Fixing: Gold Bullion Considered As Collateral By International Clearing House - LCH. Clearnet", Zero Hedge, August 2011

Veil, Dan: "J.P Morgan Chase Accepts Gold as Collateral on Loans", Newsmax, February 2011

Watts, William L.: "Portuguese 10-year bond yield jumps to record", MarketWatch, January 2012

Worrachate, Anchalee: "Bond Tab for Biggest Economies Seen at \$7.43 Trillion in '14, Bloomberg", January 2014

World Gold Council: "Gold's Role in Solving the Euro Crisis", 2012

World Gold Council: "A More Effective Eurozone Monetary Policy - Gold-backed Sovereign Debt", November 2012

World Gold Council: "The future of the Eurozone and gold", October 2012

World Gold Council, "An Introduction to Gold-Backed Bonds", December 2012

World Gold Council: "Gold's role in solving the euro crisis.", December 2012

World Gold Council: "Italy considers gold as an alternative to austerity", May 2013