

Altın Fiyatlarının Küresel Görünümü

Altın, tarih boyunca yalnızca bir değer saklama aracı değil, aynı zamanda kriz dönemlerinde güvenli liman olarak öne çıkan bir varlık oldu. Son yıllarda ise merkez bankalarının güçlü alımları fiyatlamada belirleyici yeni bir unsur haline geldi. 2022'den bu yana üç yıl üst üste 1.000 tonun üzerinde alım yapılması, altının artık sadece rezerv çeşitlendirme aracı olarak değil, jeopolitik risklere karşı bir güvence olarak da görüldüğünü ortaya koyuyor. 2025'in ikinci çeyreğinde net alımların 166,5 tona ulaşması, Çin Merkez Bankası'nın dokuz aydır üst üste rezervlerini artırması ve Hindistan ile diğer Asya ülkelerinde fiziki talebin yüksek kalması bu eğilimin geçici bir dalga değil, yapısal bir dönüşüm olduğunun açık bir göstergesi.

Altının fiyatlaması, klasik arz-talep dengesinden çok küresel finansal koşullara bağlı hareket ediyor. Özellikle reel faizlerin düşmesi ve doların zayıflaması fiyatları yukarı iten en güçlü faktörler. Buna jeopolitik belirsizlikler, ticaret gerilimleri ve de-dolarizasyon tartışmaları da eklenince güvenli liman ihtiyacı artıyor ve talep canlı kalıyor. Nitekim 2025'in ikinci çeyreğinde altına olan talep miktar olarak sadece %3 artsa da değer bazında %45 yükselerek 132 milyar dolarla rekor kırdı. Bu durum, fiyatlamada psikolojinin ne kadar etkili olduğunu açıkça gösteriyor. Çin ve Hindistan'da ise fiziki talebin yüksek fiyatlara rağmen güçlü kalması ise altının yalnızca finansal değil, kültürel ve tasarruf amaçlı bir araç olarak da önemini koruduğunu ortaya koyuyor.

Arz tarafında tablo daha karmaşık. 2024'te toplam arz %1 artarak rekor seviyeye çıkarken, bunun kaynağı madencilik üretimindeki artış ve geri dönüşümdeki %11'lik yükseliş oldu. 2025'in ikinci çeyreğinde madencilik üretimi 909 tonla çeyrek bazında rekor kırarken, toplam arz %3 büyüdü. Ancak bu rakamların arkasında ciddi maliyet baskıları var. Küresel ölçekte "all-in sustaining cost (AISC)" 2024'te 1.456 dolar/ons ile zirveye çıktı, 2025'in ilk aylarında ise birçok üretici için 1.600 dolar/ons seviyesinde kaldı. Bu maliyet tabanı, altının aşağı yönlü fiyat hareketlerinde doğal bir destek oluşturuyor. Bir başka ifadeyle, fiyatların bu seviyelerin altına kalıcı şekilde inmesi üretimi ekonomik olmaktan çıkarır.

Arzın uzun vadeli esnekliği ise sınırlı. Yeni projelerin keşiften üretime geçiş süresi ortalama 16–18 yıl, bazı bölgelerde 20 yılı bile bulabiliyor. 2024'te altın keşif bütçelerinin %7 azalması ve büyük yeni bulguların nadirleşmesi, rezerv yenileme oranlarını baskı altında tutuyor. Bu durum, arzın kısa vadede yalnızca hurda akışıyla tepki verebildiği anlamına geliyor. Fiyatların aşırı yükselmesi halinde geri dönüşümde artış olması muhtemel. Ancak madencilik üretiminde hızlı bir artış şu an için beklenti dahilinde olmamakla birlikte mümkün gözüküyor. ESG standartları ve izin süreçleri de üretim kapasitesinin genişlemesini yavaşlatan başka bir engel.

Önümüzdeki dönemde baz senaryoda toplam arzın %1 civarında artması bekleniyor. Bu artışın kaynağı primer üretim olacak, geri dönüşüm ise yatay seyredecek. Yukarı yönlü risk, fiyatların çok yükselmesi halinde hurda arzının hızlanması; aşağı yönlü risk ise yüksek maliyetler, izin süreçlerindeki gecikmeler ve düşük keşif performansının üretimi baskılaması. Kısacası arz tarafındaki kırılganlık, fiyatları destekleyen yapısal bir unsur olmaya devam ettiğini söyleyebiliriz.

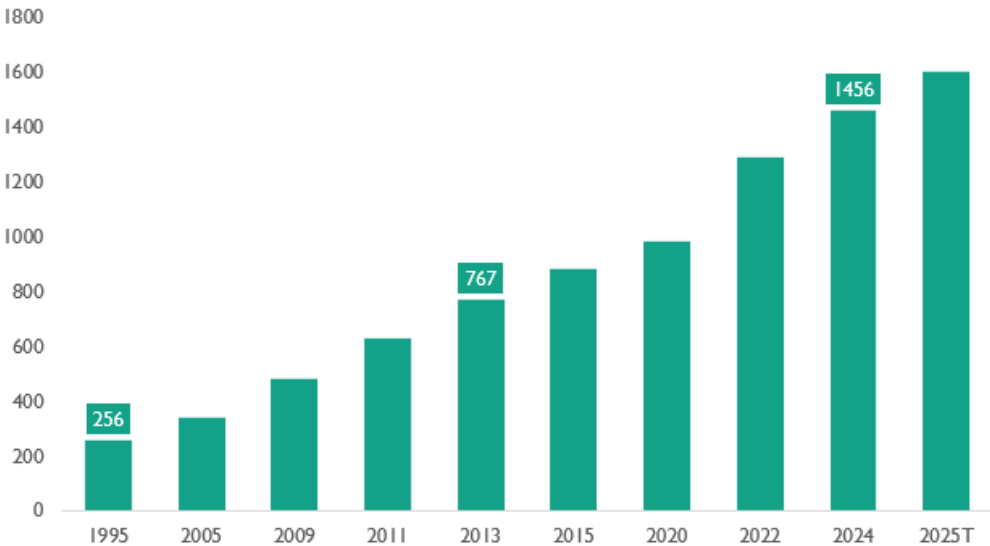


Altın Fiyatlarının Küresel Görünümü

Altın üretiminde yükselen maliyetler fiyatlara zemin oluşturuyor... Altın üretim maliyetleri bugün tarihin en yüksek seviyelerine çıkmış durumda. Küresel ölçekte en kapsamlı ölçüt kabul edilen all-in sustaining cost (AISC), 2024'ün son çeyreğinde ortalama 1.438 USD/ons ile rekor kırdı ve 2025'in ilk yarısında da birçok bölgede 1.500 USD/ons civarında kaldı. Bölgelere bakıldığında Afrika'da ortalama 1.530 USD/ons, Kuzey Amerika'da ise 1.500 USD/ons seviyeleri öne çıkıyor. Bu yükselişin arkasında enerji maliyetlerindeki (özellikle dizel ve elektrik) artış, küresel ölçekte yükselen işçilik giderleri, siyanür ve kireç gibi reaktiflerin pahalalanması, fiyatlara endekslenen telif ve vergi yükleri ile sürdürülebilir sermaye harcamalarının ons başına 300 USD seviyelerine kadar çıkması bulunuyor. Ayrıca madenlerde tenörlerin düşmesi ve daha fazla kaya kütlesi işlenmesini gerektiren yüksek strip ratio da maliyet baskısını artırıyor. Tüm bu unsurlar bir araya geldiğinde, altın için ekonomik üretim maliyet bandının artık **1.450–1.600 USD/ons** aralığına oturduğu ve bu seviyelerin küresel piyasalarda fiyatlar açısından güçlü bir maliyet tabanı oluşturduğu söylenebilir.

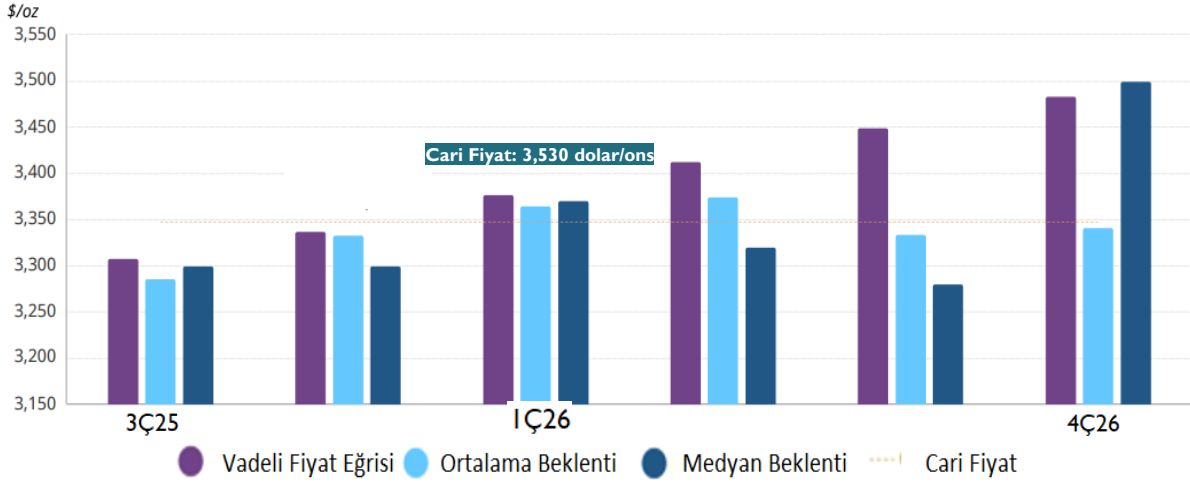
2Ç25 itibarıyla ABD'de altın talebi... Rekor seviyelere çıkan fiyatlar, ikinci çeyrekte tüketici talebini zayıflatırken ETF girişleri piyasayı ayakta tuttuğunu gösteriyor. Ortalama fiyatın ons başına **3.280** dolar olduğu bu dönemde toplam talep bir önceki çeyreğe göre %34 azalarak 124 tona inse de yıllık bazda %110 artış kaydetti. Mücevher talebi 30 ton ile hacim olarak %7 daraldı, ancak değer olarak 3 milyar USD seviyesine yükseldi. Buna karşın altın ETF'leri güçlü bir toparlanma sergiledi. 2Ç25'te 70 ton, yılın ilk yarısında ise toplam 203 ton giriş yaşandı ve varlıklar 1.785 tona ulaştı. Fiziki tarafta da ABD'nin külçe ihracatı ilk beş ayda 268 ton ile ithalatın (169 ton) üzerinde gerçekleşti. Perakende kanadında işlem hacimleri düşük, ikinci el satışlar artarken alım ve satımın neredeyse yarı yarıya dengelendiği görülüyor. Genel olarak ikinci çeyrekte tüketici talebi zayıflasa da ETF'ler ve ihracat tarafının piyasayı desteklendiğini söyleyebiliriz. Ancak yılın geri kalanında Fed'den gelecek 1–2 faiz indirimiyle altının **3.350–3.400** dolar/ons bandında dengeli bir seyir izlemesi beklenirken, son günlerde artan güvenli liman talebi ve ETF girişlerinin yeniden hız kazanmasıyla fiyatlar bu bandı aşarak 3.500 dolar/ons seviyesinin üzerine çıktı ve tarihi zirvesini aşmış oldu. Böylece altının, jeopolitik riskler, Fed'in bağımsızlığına yönelik tartışmalar ve merkez bankalarının güçlü alımlarıyla desteklenen rallisini daha da derinleştirdiği ve küresel piyasalarda yeni bir fiyatlama eşiğine geçtiğini görüyoruz. Ayrıca bazı piyasa tahminlerine göre, 2026 yılı sonuna gelindiğinde altın fiyatlarının 4.250 dolar/ons seviyesine ulaşabileceği öngörülmüyor.

Grafik 1: 1995- 2025 Arası Altın Madenciliğinde Ortalama Maliyetler (USD/Ons)



Kaynak: Matriks, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

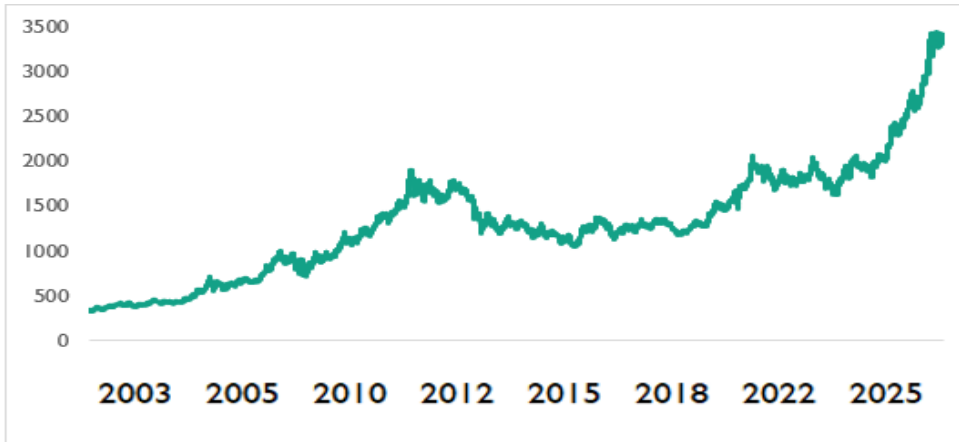


Grafik 1: 2Y25'te Altın Fiyatları İçin Sınırlı Hareket Bekleniyor

Kaynak: World Gold Council, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

De-Dollarization ve Altının Yükselişi

2025 itibarıyla Asya ve Küresel Güney'de hız kazanan de-dolarizasyon kavramı, ABD dolarının rezerv para konumunu zayıflatırken merkez bankaları ve yatırımcıların ilgisini giderek daha fazla altına yönlendiriyor. BRICS ve ASEAN ülkelerinin yerel para cinsinden ticaret anlaşmalarını hayata geçirmesi ve 2022'de Rus rezervlerine el konulmasının yarattığı güvensizlik, doların siyasi risk taşıdığı algısını güçlendirmiş oldu. Bu ortamda 1Ç25'te merkez bankalarının 244 tonun üzerinde altın alması, altın ETF'lerine 30 milyar dolarlık giriş yaşanması ve altının küresel rezervlerdeki payının %20'ye yaklaşması dikkat çekiyor. Artık altın yalnızca doların değer kaybına karşı bir koruma aracı değil, aynı zamanda küresel rezerv sisteminde yeniden “**yarı para**” işlevi üstlenen bir güven unsuru haline geldi. Tarihsel veriler, portföylerde %5–10 oranında altın bulundurma kriz dönemlerinde kayıpları sınırlarken getirileri de koruduğunu ortaya koyuyor. Önümüzdeki dönemde ise bu güç kazanımının sürüp sürmeyeceği, bunun geçici bir dalga mı yoksa yeni bir parasal düzenin kalıcı bir işareti mi olacağı kritik önem taşıyacağı kanaatindeyiz.

Grafik 2: 20 Yıllık Altın Fiyatı (USD/Ons)

Kaynak: Matriks, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Altın Sertifikası (ALTINSI) beklentilerimiz

SI'nin gelecek görünümünü küresel altın dinamikleriyle birlikte değerlendirdiğimizde, önümüzdeki dönemde ürünün yönünü belirleyecek ana etkenlerin **reel faizler, dolar endeksi, jeopolitik riskler** ve **merkez bankası alımları** olacağını öngörüyoruz. SI'nın TL cinsi bir enstrüman olması nedeniyle yatırımcı getirileri hem ons altın hem de USD/TRY paritesine bağlı kalıyor. Dolayısıyla küresel altın fiyatlarının yatay seyrettiği dönemlerde dahi kur oynaklığının SI performansını belirgin şekilde etkileyebileceği kanaatindeyiz. TL'de beklenmedik değerlenmeler ons altındaki yükselişleri baskılayabilirken, maliyet tabanı (AISC) ve merkez bankası alımlarının altının dip seviyelerine güçlü destek sağlamaya devam etmesi, SI'nın de yapısal olarak aşağı yönlü esnekliğini sınırlandırabilir. Öte yandan 17 Eylül toplantısı ve sonrasında Fed'in beklenenden daha şahin bir duruş sergilemesi ve doların küresel ölçekte değer kazanması halinde SI'de TL bazlı düzeltmelerin hızlanabileceğini öngörüyoruz. Bununla birlikte piyasa yapıcı kotasyonları ve fiziki dönüşüm imkânı sayesinde ürünün spot altına yakın izleme trendini koruyacağını, kalıcı prim veya iskonto ihtimalinin sınırlı kalacağını düşünüyoruz.

Sonuç olarak, altının orta vadeli “sigorta varlığı” rolünü sürdürmesiyle birlikte SI'de yönün yalnızca küresel altın fiyatlarıyla değil, aynı zamanda kur patikasına bağlı olarak şekilleneceği kanaatindeyiz.

Teknik Analiz



ALTINSI'yi teknik açıdan değerlendirdiğimizde; son günlerde gerçekleşen alımlarla birlikte flama formasyonunun yukarı yönlü kırdığını görmekteyiz. Bu gelişmeyi olumlu karşılamakla birlikte kısa vadeli göstergelerinde pozitif bölgede seyrini sürdürmesi yukarı yönlü hareketleri desteklemektedir. Formasyonun teorik hedefinin 60 seviyeleri olduğunu düşünmekteyiz. Genel anlamda teknik görünümü beğendiğimizi belirtmek isteriz. Teknik açıdan 53,03 – 54,02 ve 55,39 seviyeleri direnç olarak takip edilebilir. Olası geri çekilmelerde ise 49,82 – 48,25 ve 47,75 seviyeleri destek tarafında izlenebilir.

Dr. Kutay Gözgör
Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak
Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

Ubeyde Safvan Erbaş
Kıdemli Uzman

Çimento, Demir – Çelik, Tekstil

Eren Bozdoğan
Uzman

Otomotiv, Giyim Perakende, Beyaz Eşya, Savunma

Ali Osman Okut
Uzman Yardımcısı

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlar da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

