



KARE KAPİTAL
FİNANSAL YÖNETİM & DANIŞMANLIK

Faiz, Kur ve Tahvil Piyasasında Yeni Denge Arayışı

Fonlama koşullarındaki son değişimin yatırımcılar ve şirketler açısından okunması

ÖZET

TCMB'nin haftalık repo ihalelerine yeniden başlaması, resmi politika faizi değişmemiş olsa da piyasadaki fiili fonlama maliyetini aşağı çekti. İlk bakışta teknik görünen bu adım; TL getirisi, kurun seyri, tahvil eğrisi ve şirketlerin finansman tercihlerine aynı anda dokunuyor. Kısa vadeli faizlerde rahatlatma görülürken uzun vadeli tahvillerin aynı ölçüde karşılık vermemesi, piyasanın enflasyonun kalıcı düşüşü konusunda hâlâ temkinli olduğunu anlatıyor. Enflasyon beklentilerinin hanehalkı, reel sektör ve piyasa profesyonelleri arasında belirgin biçimde ayrışması da bu temkinin önemli bir parçası. Bizim açımızdan konu yalnızca faiz seviyesinin nereye geleceği değil; kurun hangi hızla ilerleyeceği, yabancı girişinin ne kadar devam edeceği ve döviz borcu taşıyan şirketlerin bu yeni düzene nasıl hazırlanacağıdır.

Faiz indirimi değil, fakat etkisi ona yakın

TCMB, 23 Ağustos'ta 1 Mart 2026'dan beri ara verilen bir hafta vadeli repo ihalelerine yeniden başlayacağını açıkladı. Bir hafta vadeli repo faizi yüzde 37, gecelik borç verme faizi yüzde 40 seviyesinde bulunuyor. Dolayısıyla alınan karar, Para Politikası Kurulu'nun politika faizini değiştirdiği klasik bir faiz indirimi değil. Buna rağmen bankaların fonlaması üst banttı haftalık repo kanalına döndükçe piyasadaki efektif maliyet yaklaşık üç puan aşağı geliyor. Finansal piyasanın bu adımı fiili bir gevşeme olarak okumasının nedeni de burada.

Bu geçişin mevduat, para piyasası fonu ve ticari kredi fiyatlarına aynı gün ve aynı ölçüde yansımaları beklemiyoruz. Bankaların fonlama kompozisyonu, kredi büyüme sınırları, müşteri riski, teminat yapısı ve vade tercihi fiyatların içine girmeye devam ediyor. Yine de kısa vadeli TL faizlerinin referans seviyesi gerilediğinde, kredi maliyetlerinde zaman içinde bir miktar rahatlatma alanı açılıyor. Özellikle işletme sermayesi baskısı yaşayan şirketler açısından bu hareket psikolojik olarak da önem taşıyor.

Zamanlama neden tartışılıyor?

Kararın kendisinden çok zamanlaması dikkat çekiyor. Eylül ayındaki olağan faiz toplantısına kısa süre kalmışken fonlamanın erkenden aşağı alınması, ekonomi yönetiminin reel sektörden gelen sıkışma sinyaline daha hızlı karşılık vermek istediği izlenimini veriyor. Sanayi tarafında yüksek finansman maliyeti, zayıflayan iç talep ve değerli TL aynı anda konuşuluyor. Böyle bir ortamda birkaç puanlık rahatlatma üretim tarafına nefes aldirabilir; ancak bu tercih enflasyonla mücadelede daha dar bir hareket alanı bırakıyor.

Burada ikinci ihtimal, yaklaşan Orta Vadeli Program öncesinde kur, büyüme ve faiz patikasının yeniden ayarlanıyor olması. Yılın kalan bölümünde yalnızca faiz kararlarına bakmak eksik kalır. Eylül başından itibaren kurun aylık hareketi, kredi hacmi ve Hazine'nin borçlanma programı birlikte okunduğunda, ekonomi yönetiminin öncelik sırası daha net görülecek.

TL getirisinde üç farklı gerçeklik

Ağustos 2026 sektörel beklenti verileri, aynı faiz oranının herkes için aynı anlamı taşımadığını açıkça gösteriyor. On iki ay sonrası enflasyon beklentisi piyasa katılımcılarında yüzde 23,69, reel sektörde yüzde 32,80 ve hanehalkında yüzde 45,58. Piyasa profesyoneli mevcut TL faizini yüksek bir reel getiri olarak görebilirken, hanehalkı vergi sonrası kazancını kendi enflasyon beklentisiyle karşılaştırdığında aynı sonuca ulaşmıyor. Reel sektör ise bu ikisinin arasında duruyor; finansman maliyetini yüksek buluyor ama gelecek yılın maliyet artışını da yüzde 30'un üzerinde görüyor.

Bu ayrışma yalnızca anketlerde kalmıyor. Mevduat sahibinin vade uzatıp uzatmaması, para piyasası fonundan çıkıp çıkmaması, döviz ya da altına yönelmesi bu algı üzerinden şekilleniyor. Faiz aşağı gelirken hanehalkının enflasyon beklentisi yukarı gidiyorsa, TL'nin sunduğu güvenlik marjı daralıyor. Bu aşamada fiyat istikrarı açısından en hassas konu, tasarruf sahibinin bir anda yön değiştirmesi değil; yavaş yavaş daha kısa vadeye geçmesi ve alternatif varlıklara küçük tutarlarla başlaması olabilir.

Kurun hızı, faizin seviyesinden daha fazla konuşulacak

Faiz tarafındaki rahatlama kur politikasını daha önemli hale getiriyor. Son dönemde döviz kurunun kontrollü ve öngörülebilir bir patikada ilerlemesi, TL varlıklara yüksek nominal getiri sağlayan yapının ana dayanaklarından biriydi. Fonlama faizi aşağı gelirken kurun aynı hızla artmaya devam etmesi, özellikle yabancı yatırımcı açısından elde kalan getiriyi azaltıyor. Kur artışının bir miktar daha yavaşlatılması bu hesabı yeniden dengeleyebilir; fakat bu kez ihracatçı, turizmci ve ithal ürünlerle rekabet eden üretici üzerindeki reel kur baskısı büyüyor.

Dolayısıyla önümüzde tek yönlü bir tercih yok. Kuru hızlandırmak enflasyon ve döviz borcu kanalı üzerinden maliyet yaratıyor; kuru fazla yavaş tutmak ise rekabet gücü ve dış denge tarafını zorluyor. Bizim izlediğimiz alan, aylık kur hareketinin seviyesi kadar bu hareketin rezervler, ihracat performansı ve şirketlerin döviz talebiyle nasıl birlikte ilerlediği. Faiz kararının gerçek etkisi de büyük ölçüde bu dengede görülecek.

Carry trade devam eder, fakat rahat alanı daralıyor

Yabancı yatırımcı için Türkiye pozisyonu yalnızca TL faizinden ibaret değil. Dolar cinsi fonlama maliyeti, kurdaki beklenen değişim, hedge maliyeti ve oynaklık aynı hesabın içinde. TL faizi geriledikçe nominal kazanç hâlâ yüksek görünebilir; ancak kur riskiyle karşılaştırıldığında önceki aylardaki kadar geniş bir marj kalmıyor. Bu nedenle ani ve toplu bir çıkıştan önce pozisyonların küçülmesi, vadelerin kısalması ve yatırımcıların daha hızlı al-sat yapması öne çıkabilir.

Yerli yatırımcı ve şirketler de benzer bir hesap yapıyor. Döviz kredisi kullanıp TL varlıkta kalan veya döviz gelirini erkenden bozduran şirketler açısından faiz farkı daraldıkça korunma ihtiyacı yeniden gündeme geliyor. Bankalardan forward fiyatı istenmesinin artması bu açıdan şaşırtıcı olmaz. Burada amaç kur yönünü tahmin etmekten çok, bilançonun tek bir senaryoya bağımlılığını azaltmak.

Tahvil eğrisi kısa vadede rahat, uzun vadede temkinli

Tahvil piyasasının verdiği mesaj faiz kararından daha geniş. TCMB'nin Ağustos Enflasyon Raporu, kısa vadeli tahvil faizleri gerilerken orta ve uzun vadeli faizlerin yükseldiğini gösteriyor. Kısa uç, fonlama maliyetindeki düşüşü hızlı biçimde fiyatlıyor. Beş ve on yıl gibi daha uzun vadelerde ise aynı iştah görülüyor. Bu fark bize, piyasanın önümüzdeki birkaç ay için faiz düşüşünü kabul ettiğini; fakat birkaç yıllık enflasyon ve bütçe görünümü konusunda daha fazla kanıt aradığını anlatıyor.

Uzun vadeli tahvil alan yatırımcı yalnızca bir sonraki faiz kararına değil, enflasyonun kalıcı biçimde aşağı gelmesine ve kamu borçlanmasının makul maliyetlerle çevrilmesine de pozisyon alıyor. Bu nedenle uzun ucun yüksek kalmasını basitçe fırsat olarak görmek doğru olmaz. Getiri cazip olsa da vade primi yüksek; piyasa bu primi sebepsiz istemiyor.

Kamu borcunda tutardan çok yapı öne çıkıyor

Türkiye'nin kamu borcunun milli gelire oranı birçok ülkeye göre düşük seyrediyor. Bununla birlikte borcun vadesi, faiz yapısı ve hangi para biriminde taşındığı toplam tutar kadar önemli. Kısa vadede sık yenilenen, değişken faizli ya da dövizle bağlı borçlanma; faiz ve kur hareketlerini bütçeye daha hızlı taşıyor. Hazine'nin önümüzdeki dönemde vadeyi uzatıp sabit faizli TL borçlanmanın payını artırabilmesi, uzun vadeli tahvil piyasasındaki güvenle yakından bağlantılı.

Bu nedenle politika faizinin düşmesi, kamu finansman maliyetinin hemen aynı oranda gerileyeceği anlamına gelmiyor. Uzun vadeli yatırımcı enflasyonun yanı sıra bütçe açığını, borçlanma takvimini ve piyasaya gelecek yeni tahvil arzını da fiyatlıyor. Önümüzdeki Orta Vadeli Program'da gelecek yılın büyüme, enflasyon ve bütçe varsayımları bu yüzden yakından izlenecek.

Şirket bilançolarında kur riski yeniden masada

TCMB verilerine göre finansal kesim dışındaki firmaların net döviz pozisyonu Haziran 2026 itibarıyla 205,8 milyar dolar açık verdi. Açık bir ayda 2,3 milyar dolar arttı. Bu rakam, kurda sert bir hareketin yalnızca fiyatlara değil, şirketlerin borç servisine ve bankaların kredi portföyüne de yansiyebileceğini gösteriyor. Kurun bir anda yüzde 20-30 yükselmesi üzerine kurulan senaryolar kağıt üzerinde ihracatçıya rahatlatma sunabilir; fakat döviz geliri yetersiz şirketlerde bilanço hasarı aynı anda büyür.

Şirket tarafında daha sağlıklı yaklaşım, döviz geliri ile döviz borcunu aynı vadede eşleştirmek ve açık kalan kısmı kademeli biçimde korumaya almak. Yüzde 10 ve yüzde 20 kur artışıyla yapılacak nakit akış testleri, hangi vadede ne kadar hedge ihtiyacı bulunduğunu daha açık gösterir. Faiz indirimi döviz kredisini TL krediyeye göre ucuz gösterebilir; ancak kur farkı ve korunma maliyeti hesaba katıldığında tablo değişebilir.

Aynı konu gayrimenkul ve uzun vadeli yatırımlar için de geçerli. Finansman maliyetindeki sınırlı düşüş talebi destekleyebilir, fakat kredi taksitleri, gelir artışı ve yatırımcının TL'de kalma isteği aynı anda iyileşmeden güçlü bir hacim artışı beklemek erken görünüyor. Buna karşılık mevduat getirisinin cazibesi azalırsa, nakit yatırımcı tarafında gayrimenkule ilginin kademeli biçimde toparlandığını görebiliriz.

ABD tahvil piyasasındaki sorun hepimizi ilgilendiriyor

Küresel tarafta ana başlık uzun vadeli ABD tahvil faizleri. ABD Hazine Bakanlığı, 10-20 yıl ve 20-30 yıl vadeli tahvillerde likidite desteği için yaptığı geri alımların üst sınırını 9 Eylül'den itibaren işlem başına 2 milyar dolardan en az 4 milyar dolara çıkaracağını açıkladı. Bu program para basılarak yapılan bir tahvil alımı değil; Hazine eski ve likiditesi zayıflayan tahvilleri alırken finansmanını yeni borçlanmayla sürdürüyor. Dolayısıyla piyasanın temel arz sorununu ortadan kaldırmıyor, daha çok uzun vadeli piyasadaki işleyişi rahatlatmayı hedefliyor.

Ağustos çeyreklik refinansmanında 125 milyar dolarlık tahvil arzı planlandı ve bunun 28,7 milyar dolarının yeni nakit sağlaması öngörüldü. ABD bütçe açığı, büyük refinansman ihtiyacı ve özel sektörün artan tahvil arzı uzun vadeli faizleri yüksek tutmaya devam ederse, Türkiye dahil gelişmekte olan ülkelerin dış finansman maliyeti de bundan etkilenir. İçeride faiz indirmek mümkün olsa bile dış borçlanmanın tabanı küresel piyasa tarafından çiziliyor.

Kare Kapital değerlendirmesi

Biz bu adımı güçlü ve kesintisiz bir faiz indirim sürecinin başlangıcından çok, reel sektör üzerindeki baskıyı azaltmaya dönük kontrollü bir ayar olarak okuyoruz. Kısa vadede banka fonlama maliyeti ve işletme sermayesi kredilerinde bir miktar rahatlatma görülebilir. Buna karşılık enflasyon beklentileri yeniden yükselir, kur üzerindeki baskı artar veya uzun vadeli tahvil faizleri gerilemezse sonraki adımlar daha yavaş ilerleyebilir.

Bu dönemde tek bir faiz ve kur tahminine bağlanmak yerine birkaç senaryoyla çalışmak daha sağlıklı görünüyor. Şirketler için döviz açık pozisyonu, refinansman takvimi ve sabit-değişken faiz dağılımı; yatırımcılar için vergi sonrası TL getirisi, kur oynaklığı ve vade primi aynı tabloda izlenmeli. Önümüzdeki haftalarda kurun aylık hızı, enflasyon beklentileri, iki ve on yıllık tahvil farkı ile yabancıların TL pozisyonu bize para politikasındaki yeni dengenin ne kadar kalıcı olduğunu gösterecek.

Kaynaklar ve doğrulama

- TCMB - Türk Lirası Likidite Yönetimi, 23.08.2026
- TCMB - Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu, 23.07.2026
- TCMB - Sektörel Enflasyon Beklentileri, Ağustos 2026
- TCMB - Enflasyon Raporu 2026-III

- TCMB - Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri, Haziran 2026
- Hazine ve Maliye Bakanlığı - Kamu Borç Yönetimi Raporu, Temmuz 2026
- ABD Hazine Bakanlığı - Uzun Vadeli Tahvil Geri Alımları, 19.08.2026
- ABD Hazine Bakanlığı - Çeyreklik Refinansman, 05.08.2026

Bu rapor genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır; yatırım tavsiyesi değildir. Veriler, yayın tarihi itibarıyla erişilen resmi kaynaklara dayanır.