



2025'İN İLK YARISINDA ABD TAHVİL PİYASASINA BAKIŞ

ALİ TANMAN¹, SAMİ CAN SEVEN², TEMMUZ 2025

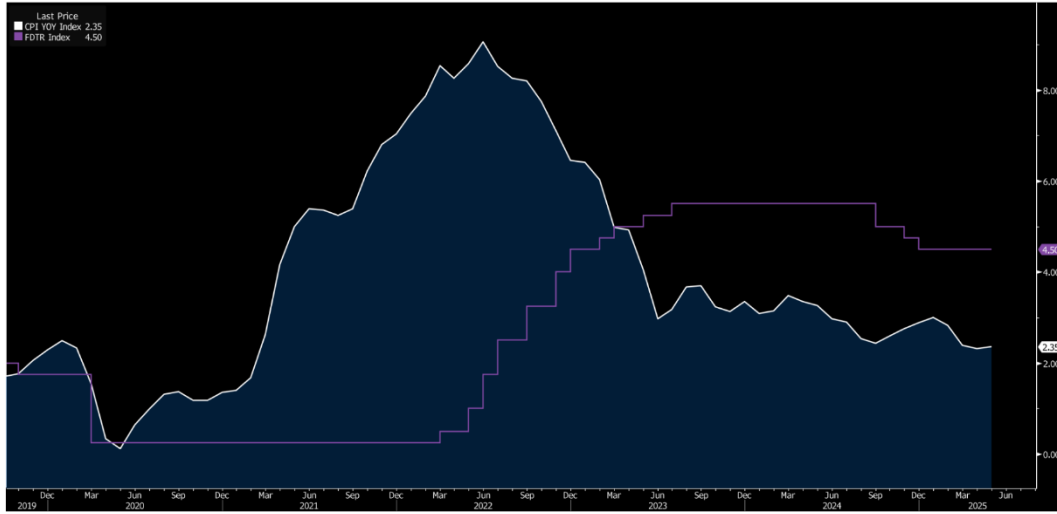
GİRİŞ:

2025 yılı ABD tahvil piyasası için yüksek belirsizlik, siyasi etki ve artan ekonomik istikrarsızlık beklentisiyle şekillendi. Donald Trump'ın ikinci kez başkanlığa seçilmesi ile başlayan süreç, yalnızca politika yapıcılar arasındaki güç mücadelesini değil; aynı zamanda yatırımcıların geleceğe dair risk fiyatlamalarını da önemli ölçüde etkiledi. Bu yazımızda, 2025'in ilk yarısında tahvil getirilerini etkileyen üç ana unsur olan başkanlık politikası, ithalat tarifeleri ve borçlanma dinamiklerini ele alıyoruz.

¹Ali Tanman, BAU İİSFB Ekonomi ve Finans; ²Sami Can Seven BAU İİSFB Ekonomi Bölümü 4.sınıf lisans öğrencileridir.

TRUMP 2.0, FED VE TAHVİL PİYASASINDA RİSK PRİMİ FİYATLAMASI

Trump'ın 4 Kasım 2024'te başkanlık seçimini kazanmasıyla beraber Amerika'da yatırımcılar ve ekonomistler yeni bir ekonomik plan beklentisine girdi. 2023 yılının Temmuz ayından itibaren politika faizi üst bandını %5.5'te sabit tutan Fed, Ağustos 2024'ten Trump'ın başkanlık koltuğuna oturduğu 2025 Ocak ayına kadar politika faizi üst bandını %4,5'e kadar indirdi. Trump'ın bütçe politikalarının enflasyonist riskini göz önünde bulunduran Fed Başkanı Jerome Powell, faiz indirimlerinin yavaşlayacağı yönünde sinyaller verdi. 20 Ocak 2025'te başkanlık koltuğuna oturduğu ilk günden itibaren faiz indirimlerinin devam etmesi gerektiğini savunan Trump, Fed tarafında karşılık bulamadı.



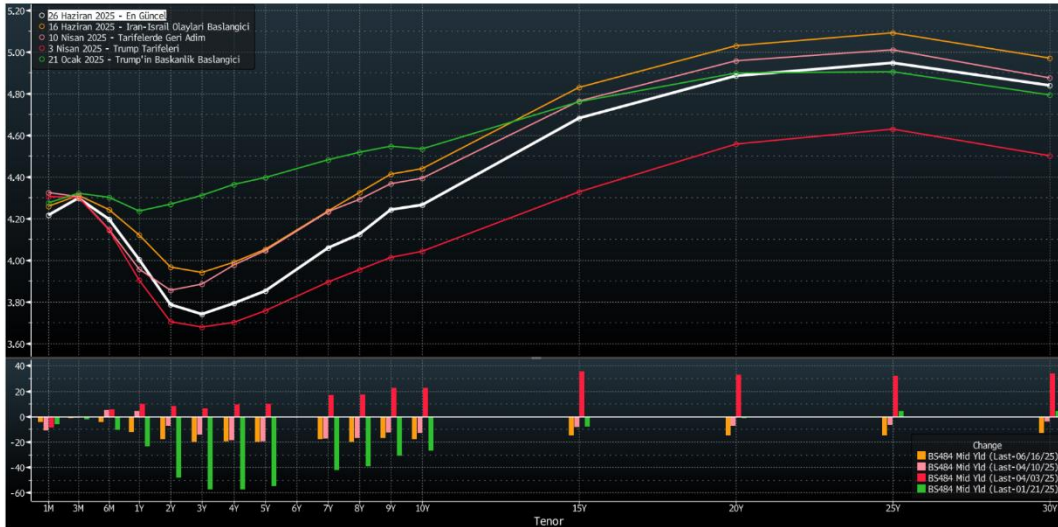
Grafik-1: 2025-06-2026/Kaynak: Bloomberg Terminal, ABD Enflasyon-Faiz Oranı Karşılaştırması

Trump, ABD'de düşük faizler ile ekonomik büyümeyi desteklemeyi, yüksek tarifeler ile cari açığı kapatmayı, düşük borçlanma ile borç/gelir oranını düşürmeyi ve ABD ürünlerine olan talebi yurtdışı pazarlarında artırmayı hedefliyordu. Trump'ın genişletici para politikasının ve tarifelerinin yeniden enflasyona sebep olacağını öngören Fed, Ocak 2025'ten bugüne sabit faiz politikası uyguluyor. Fed ve Trump arasındaki gerilimin artması Fed'in kredibilitesinde ve bağımsızlığında şüpheleri artırırken yatırımcılar politika belirsizliğinden dolayı uzun vadeli tahviller için daha yüksek risk primi beklentisine girdi. Enflasyon beklentilerinin artması, ekonomik durgunluk olasılığı ve Trump'ın piyasa sarsıcı açıklamaları 2025 yılının ilk çeyreğinde getiri beklentilerinde şiddetli dalgalanmalara yol açtı.

TRUMP TARİFELERİNİN TAHVİL PİYASASINA ETKİLERİ

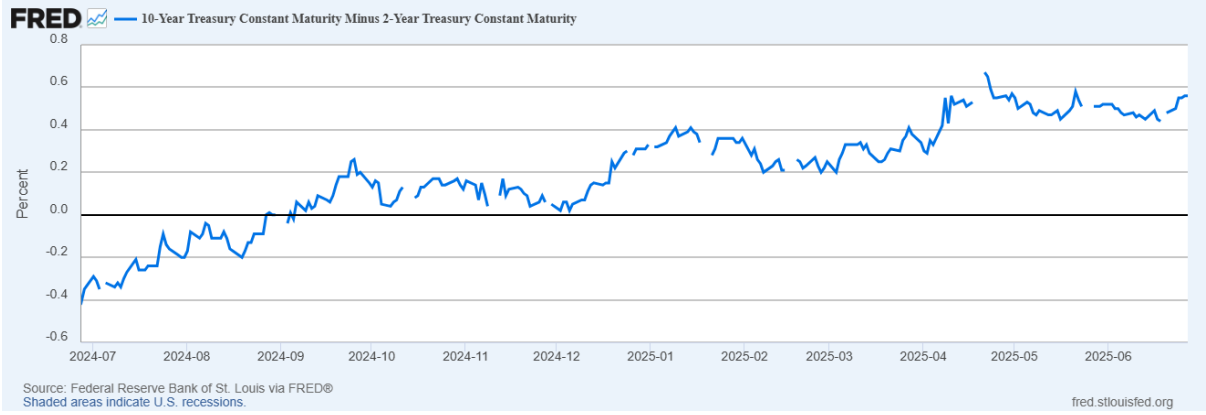
Amerika'da "Liberation Day" Tarifeleri olarak adlandırılan ithalat tarifeleri 2 Nisan 2025'te açıklandı. Trump'ın agresif ekonomik büyüme politikasının en büyük yapı taşlarından biri olan tarifelerle, ABD ithalatını ve dışa bağımlılığını azaltmakla beraber ülke içi üretimi teşviklemek ve ihracatı artırmak hedefleniyordu.

Tarifeler ekonomik olarak daraltıcı nitelik taşıyan ticari bir unsurdur. İthalatın pahalı olmasına ve ekonomik durağanlığa sebep olabilir. 2 Nisan tarifeleri, Başkan Trump'ın hedefleri doğrultusunda, ABD'nin uzun vadede ekonomik bağımlılığını azaltmak ve cari açığı kapatmak amaçlarını taşıyor. Yeni tarife kararlarıyla beraber %10 oranında alt tarife limiti belirlenerek birçok ülkeye artırılmış oranlar sunuldu. Bunlardan önemli olanları; Çin:%34, Avrupa Birliği:%20, Güney Kore:%25, Hindistan:%26 şeklindedir. Tarifelerin açıklanmasıyla ekonomik durgunluk beklenen piyasalarda 1 yıl ve üzeri vadeli tahvillerin getirisinde kısa süreli düşüş gözlemlendi. Bu durum finansal piyasalarda yatırımcıların Fed'in faiz indirimi uygulayacağını fiyatlamaya başlamasına sebep oldu.



Grafik-2: 2025-06-26/Kaynak: Bloomberg Terminal, ABD Tahvilleri Getiri Eğrisi Karşılaştırması

Tarife savaşlarının kızışması ve Çin'le olası bir ticaret savaşına gidilmesi uzun dönemli getiri beklentilerini yeniden yükseltti. Trump'ın tarife açıklaması sonrası 10 yıllık tahvil getirisi 4% iken Çin'e karşı olan tarifelerin %84'e çıkarıldığıнын ilan edildiği 10 Nisan günü getiri oranları %4.5'e dayandı. Trump'ın tarifelerinin ve daha gevşetici olmasını istediği para politikalarının enflasyonist sonuçlarını göz önünde bulunduran yatırımcıların, bazı ekonomistlerin ekonomik durgunluk beklentilerine rağmen uzun vadede yüksek risk beklentilerine devam etmesiyle 2 yıllık ve 10 yıllık getiri farklarında da genişleme gözlemlendi.



Grafik-3³: 2025-06-26/Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis via FRED®, ABD Tahvilleri 10Y-2Y Spread

Uzun vadeli faizlerin artmasıyla, getiri eğrisi yılın başlangıcına kıyasla dikleşme gösterdi. 9 Nisan 2025'te tarifelerin 90 gün durdurulmasıyla piyasalarda kısa süreli rahatlık hâkim olurken tahvil getiri beklentilerinde önemli bir değişiklik gözlemlenmedi.

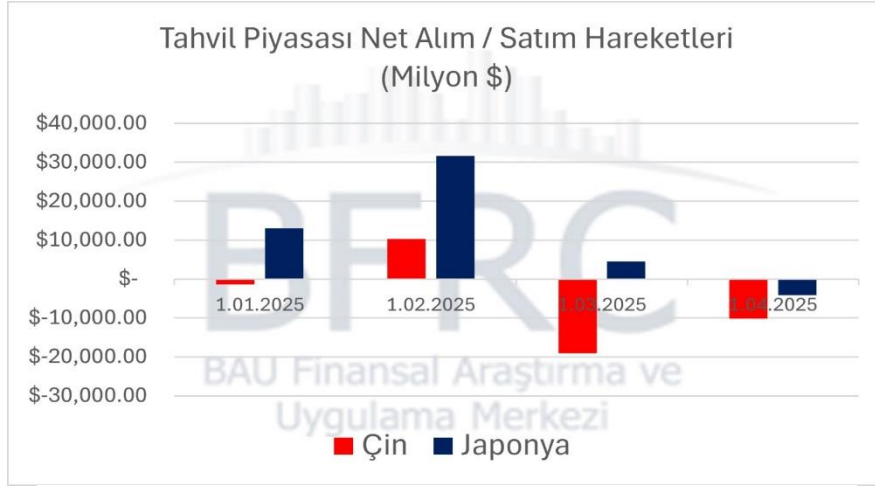
ABD BORÇLANMASI NE ANLATIYOR VE KÜRESEL TAHVİL YATIRIMCISININ TUTUMU

Trump döneminde ekonomi politikalarına dair belirsizliklerin artmasıyla kamu borçluluğu yüksek olan (borç/GSYH oranı %120) ABD'nin borç sürdürülebilirliğine dair endişeler oluştu. Böylece, kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch, 1 Ağustos 2023 tarihinde ABD'nin kredi notunu AAA'dan AA+'ya; Moody's ise 16 Mayıs 2025'te AAA'dan AA1'e çekti.

ABD'nin uzun yıllardır hedef olarak kullandığı borçlanma tavan limitinin bugün (30 Haziran 2025) itibariyle 36.1 trilyon \$ olması ABD'nin toplam borçlanma limitine dayandığını gösteriyor. Limiti 5 trilyon \$ artırmak için yeni tasarı an (29 Haziran 2025) itibariyle senatonun onayını bekliyor. 1917'den beri borçlanma limitinin düzenli olarak yükseltilmesi şimdilik bir sorun teşkil etmese de limite yaklaşılması ve geçmişe dayalı düzenli limit artırımları ABD borçlanmasında artış beklentisi yarattı. Amerikan dolarını -yani dünyada genel kabul gören rezerv para birimini- basma hakkı olan ABD'nin borç ödeyebilme gücünü devam ettirebilmesi hükümetin düzenli vergi toplayabilmesine, dünya rezerv pozisyonundaki istikrarını sürdürebilmesine ve ülke ekonomisinin düzenli bir şekilde büyüyebilmesine bağlıdır. Denklemdeki linklerin bozulması "güvenli liman" olarak bilinen Amerikan tahvillerinin gelişmekte olan ekonomilerdeki tahvil riskini taşımaya başlamasına rota oluşturur.

³Grafik-3: <https://fred.stlouisfed.org/series/T10Y2Y>

Böyle bir rota yakın gelecekte gözüküyor. Haliyle bu negatif öngörü ABD tahvillerinin en büyük müşterisi olan Çin ve Japonya'nın hızlı tahvil satışlarına başlamasıyla sonuçlanırdı. 2025 Nisan ayında Çin'in 750 milyar \$ rezervinden sadece 10 milyar \$, Japonya'nın ise 1.130 trilyon \$ rezervinden sadece 4 milyar \$ tahvili elden çıkarması büyük bir satışın başlamadığını gösteriyor.



Grafik-4: 2025-06-29/Kaynak: [U.S. Department of the Treasury](https://ticdata.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/slt_table3.html), Hazırlayan: Ali Tanman

G7 ülkeleri 2022'den beri düzenli bir şekilde ABD tahvil rezervlerini genişletirken aynı zaman içerisinde yalnızca Çin, ABD tahvil pozisyonlarının %20'sinden fazlasını elden çıkardı. Büyük ekonomilerin tahvil satışları, getiri eğrisini önemli ölçüde etkilerdi. Tahvil satışlarının artmaması ve genele yayılmaması, ABD'nin borçlarını ödemesine olan güvenin en büyük göstergesidir ve önemlidir. Fed'in bağımsızlık riski, ABD kredi notunun düşmesi ve getiri eğrisinin dikleşmesi uluslararası yatırımcıları panik moduna geçirmemiştir.

Çin'in satış yönündeki pozisyonu şu an tek örnektir. Çin'in bu hareketi, tek partili yönetilen ve farklı ekonomik vizyona sahip bir ülke olarak ayrı incelenmelidir.

⁴Grafik-4: https://ticdata.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/slt_table3.html

ÇIKARIM:



Grafik-5: 2025-06-26/Kaynak: Bloomberg Terminal, Farklı Vadeli ABD Tahvillerinin Son 1 Yıldaki Getiri Eğrilerinin Karşılaştırılması

Tahvil getirilerini değerlendirdiğimizde 20 yıllık, 10 yıllık ve 3 aylık tahvil getirilerinin yıl içerisinde dalgalanmalara rağmen yıl başlangıcındaki yüksek seviyelere yakın olduğunu; 1 yıllık, 2 yıllık ve 5 yıllık tahvil getirilerinin ise fark edilebilir bir şekilde düştüğünü görüyoruz. Bu durum, getiri eğrisini dikleştirilmiş olup uzun ile orta dönem spread'lerin genişlemesine sebep olmuştur. Orta dönemde ekonomik yavaşlama beraberinde faiz indirimi beklentisi vardır; uzun dönemde ise resesyon ya da borç ödeyememe beklentisi gözlemlenmemektedir. ABD'nin kredi notunun düşmesi, borç limitinin artırılacak olması, Trump ve Fed arasındaki ekonomik uyumsuzluk yatırımcıların gözünde ABD ülke riskinin artmasına ve yatırım koşullarının gelişmekte olan ülkelere yaklaşmasıyla sonuçlanmıştır. Yurtdışı pozisyonlarına bakıldığında Çin haricindeki gelişmiş dünya ekonomilerinin ABD tahvillerine olan güveninde anlamlı bir değişiklik gözlenmemiştir.

Sonuç olarak, tahvil piyasasında kısa dönemli ekonomik yavaşlama fiyatlanmakta, uzun dönemde daha yüksek risk primleri talep edilmektedir; ancak ABD'nin ekonomik hegemonyasını tehdit edecek ya da borçlanma politikasında radikal bir değişikliğe gidilmesini zorunlu kılacak bir durum saptanmamıştır.

KAYNAKLAR:

1. *Bloomberg Terminal*
2. [Dolan, M., 2025, "Shrieks and shrugs meet alarming US debt pile", Reuters, 23 June](#)
3. [U.S. Department of the Treasury, 2025, "Daily Treasury Yield Curve Rates – June 2025", U.S. Department of the Treasury](#)