

بسم الله الرحمن الرحيم

ABD Tahvil Getirileri Yükseline

Borç, Doların Gücünü Tehdit Etmeye mi Başladı?

Altın, dolar ve hazine tahvilleri... Küresel finans sisteminin geleceği üzerine yaşanan çatışmayı ortaya koyan üçlü.

Altın artık küresel piyasalarda sadece değerli bir maden olarak hareket etmediği gibi, ABD Hazine tahvilleri de sadece hükümet bütçe açığını finanse etmek için bir araç değildir. Altın, Dolar ve tahvil getirilerindeki hareketlerin ardında, küresel finans sisteminin geleceğiyle ilgili daha derin bir çatışma yatmaktadır; bu da ABD'nin borcunun büyümesiyle birlikte giderek daha acil hale gelen şu soruyu gündeme getirmektedir: ABD, artan borçlarını, bu borcun maliyeti Doların gücüne yönelik bir tehdide dönüşmeden ne zamana kadar finanse edebilir?

Bu, ABD'nin bir iç muhasebe meselesi değildir; zira ABD Hazine tahvilleri küresel finans sistemindeki en önemli varlıklardan birini temsil etmekte olup Dolar, uluslararası rezervler ve ödemeler için ana para birimidir; altın ise, herhangi bir hükümet veya merkez bankası için bir yükümlülük temsil etmeyen bir varlık olarak kademeli olarak yeniden sahnenin önüne çıkmaktadır. Bu nedenle, Dolar ile tahvil getirileri ve altın arasındaki ilişkiyi izlemek, küresel finans sisteminde yaşanan dönüşümleri anlamanın en iyi yollarından biri olabilir.

Tahviller... Artık küresel varlık haline gelen bir borçtur

Amerika bütçe açığından muzdarip olduğunda, bunun bir kısmını Hazine tahvilleri ihraç ederek borçlanma yoluyla finanse etmektedir. Dolayısıyla tahvili satın alan yatırımcı, getiri karşılığında parasını hükümete borç vermekte, ardından vade sonunda nominal değerini geri almaktadır. On yıllar geçtikçe, bu tahviller hükümeti finanse etmenin bir aracından çok daha fazlası hâline gelmiştir; zira bankaların, sigorta şirketlerinin, emeklilik fonlarının, yatırımcıların, finansal kuruluşların ve yabancı merkez bankalarının elinde tuttuğu temel bir finansal varlık haline gelmiştir. Amerikan sisteminin gücü tam da burada yattığı gibi ancak potansiyel zayıf noktalarından biri de yine burada yatmaktadır; zira hükümetin borçlanma ihtiyacı arttıkça, yatırımcıları daha fazla borç senedi almaya ikna etme ihtiyacı da artmaktadır. Eğer bu yatırımcılar daha yüksek getiri talep etmeye başlarsa, borçlanma maliyeti de yükselmektedir.

Tahvil getirilerinin yükselmesi ne anlama geliyor?

Basit ama son derece önemli bir kaide vardır: Tahvil getirilerinin yükselmesi genellikle fiyatlarının düşmesi anlamına gelmektedir; çünkü yatırımcı daha yüksek getirili yeni bir tahvil satın alabiliyorsa, daha az getirili eski tahvillerin cazibesi azalmaktadır. Ancak siyasi açıdan en önemlisi, uzun vadeli getirilerin yükselmesi piyasaların hükümete gönderdiği bir mesaj niteliğinde olabilir: Size

borç vermek karşılığında daha yüksek getiri istiyoruz. Bunun nedeni, enflasyonun yükselmesi, yüksek faiz oranlarının devam edeceği beklentileri, borç ihracındaki artış, tahvillere olan talebin gerilemesi veya risk priminin yükselmesi olabilir. İşte bu yüzden soru sadece tahvil getirileri ne kadar sorusu değil; aynı zamanda neden yükseliyor sorusudur.

Fed faizleri artırabilir ama her şeyi kontrol edemez; nitekim Federal Rezerv faizleri yükselttiğinde para çok daha maliyetli hale gelir ve bu da kredileri, ipotekli konut kredilerini (mortgage), şirketleri ve piyasaları etkilediği gibi tahvilleri de etkiler. Ancak uzun vadeli Hazine tahvillerinin getirisini yalnızca Federal Rezerv belirlemez; zira piyasa geleceğe bakar; eğer yatırımcılar enflasyonun yüksek kalmaya devam edeceğini, kamu borcunun artmaya devam edeceğini veya hükümetin büyük miktarda tahvil ihraç etmeye ihtiyacı olacağını düşünürlerse, daha yüksek getiri talebinde bulunabilirler. Burada, Federal Rezerv'in faizi artırma yönünde doğrudan bir kararı olmasa bile uzun vadeli tahvil getirileri yükselebilir. İşte dikkatle izlenmesi gereken yön budur; faiz hükümetin kendisi için bir sorun hâline geldiğinde, enflasyonla mücadele etmek için faizi yükseltmek gerekli olabilir, ancak bu, borçlanmaya dayanan hükümet için bir maliyet taşımaktadır. Borcun bir kısmı daha yüksek faiz oranlarıyla yeniden finanse edildikçe, faiz ödemeleri de artmaktadır.

Nitekim ABD Hazine Bakanlığı, borç servisi maliyetinin borcun boyutuna ve mevcut ve yeni menkul kıymetlerdeki faiz oranlarına bağlı olduğunu ve yüksek faiz oranları ile enflasyonun, faiz giderlerinde fiilen artışa yol açtığını açıklamaktadır. İşte burada, faiz oranının yükselmesi, borçlanma maliyetinin yükselmesi, faiz ödemelerinin artması, bütçe üzerindeki baskının artması, borçlanma ihtiyacının ve daha fazla tahvil ihraç etme gereğinin artması, ardından piyasanın talep ettiği getirilerin yükselme ihtimali ve borç maliyetinin yeniden artması gibi tehlikeli bir döngü ortaya çıkmaktadır.

Peki bu döngü devam edecek olursa; faiz oranları ve getiriler yüksek kalmaya devam ettiği takdirde, Amerikan ekonomisi bu borcun servis maliyetini taşıyabilir mi?

Borç miktarı sorunun sadece yarısıdır; çünkü Amerikan borcu sabit bir rakam değil, aksine her gün değişmektedir. Nitekim Hazine Bakanlığı, "ulusal borcun", gelirleri aşan harcamaları finanse etmek için yapılan devlet borçlanmalarının birikimi olduğunu ve sürekli açıkların borç birikimine yol açtığını açıklamıştır. Ancak sadece toplam borç rakamına odaklanmak yanıltıcı olabilir, zira asıl risk, borcun büyüklüğü, faiz oranı ve borcun büyüme hızı gibi üç unsurun bir araya gelmesiyle ortaya çıkar.

Bir devlet, finansman maliyeti düşükse devasa bir borcu kaldırabilir, borç istikrarlıysa faizlerdeki artışı da kaldırabilir; ancak devasa borç ile sürekli açık ve yüksek getirilerin bir araya gelmesi, kamu maliyesi üzerinde giderek artan bir baskı oluşturur.

Amerika'nın borcuna sahip olan kimdir? Soru önemlidir; çünkü bazıları ABD'nin borcuyla, sanki Çin gibi tek bir ülkenin tahviller aracılığıyla ABD'nin kaderini elinde tutuyormuş gibi muamele etmektedir; ancak gerçekte durum çok

daha karmaşıktır; zira ortada Amerikalı yatırımcılar, bankalar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri, yatırım fonları ve Federal Rezerv'in yanı sıra yabancı hükümetler, merkez bankaları ve yatırımcılar da vardır.

Son ABD verileri, yabancı mülkiyetteki çeşitliliğin boyutunu açıkça ortaya koymaktadır. Zira Haziran 2026 itibarıyla Japonya, yaklaşık 1,117 trilyon Dolar ile ABD Hazine tahvillerinin açıklanan en büyük yabancı hissedarı olup; onu yaklaşık 940 milyar Dolar ile Birleşik Krallık ve yaklaşık 633 milyar Dolar ile de Çin takip etmektedir.

Böylece Amerika'nın borç piyasası, devletten kopuk harici bir piyasa değildir; aksine hükümeti, bankaları, Federal Rezerv'i, yerli ve yabancı yatırımcıları kapsayan devasa bir ağıdır.

Ülkeler neden hazine tahvilleri satın alıyorlar? Çünkü küresel finans sistemi büyük ölçüde Dolar üzerine kurulu olup Dolar rezervlerine sahip ülkeler, bu rezervleri değerlendirmek için nispeten likit ve güvenli varlıklara ihtiyaç duymaktadırlar; ABD Hazine tahvilleri ise on yıllardır en önemli seçeneklerden biri olmuştur.

İşte burada; Dolar-küresel rezervler-Hazine tahvilleri-ABD hükümetinin finansmanı gibi son derece güçlü bir ilişki ortaya çıkmaktadır.

Bu döngü, Amerika'nın, aynı büyüklükte bir borca sahip başka bir ülkenin karşı karşıya kalabileceğinden daha düşük bir maliyetle borçlanmasına yardımcı olmuştur. Ancak aynı zamanda, küresel yatırımcıların Hazine tahvillerine yönelik davranışlarındaki herhangi bir köklü değişiklik, finansal piyasaların ötesine geçen etkileri olabileceği anlamına gelmektedir.

Altın sahneye arka kapıdan giriyor

Amerikan tahvili ABD hükümeti üzerinde bir borcu temsil ederken, altın ise hiç kimsenin üzerinde bir borcu temsil etmez. Tahvil getiri sağlarken, altın faiz getirmez. Bu nedenle, tahvillerin reel getirileri yükseldiğinde, altın tutmanın maliyeti alternatif fırsat bakımından daha yüksek bir hale gelmektedir; bu da getiriler ve Dolar birlikte yükseldiğinde altının genellikle neden baskıya maruz kaldığını açıklamaktadır. Bu da son günlerde piyasalarda açıkça görülmektedir; zira 7 Eylül 2026'da, faiz artışı beklentilerini artıran güçlü ABD istihdam verilerinin ardından altın fiyatları gerilerken, tahvil getirileri ise yükselmiştir. Reuters'ın aktardığı piyasa verilerine göre, Eylül toplantısında faiz artışı olasılığı yaklaşık %58'e ulaşmıştı. Bundan birkaç gün önce de, tahvil getirileri ve Dolar değer kaybettiğinde ise altın yükselmişti; bu da varlıklar arasındaki geleneksel ilişkiyi yansıtmaktadır.

Ancak reel getiriler nominal getirilerden daha önemlidir; zira eğer tahvil yatırımcıya %5 getiri sağlıyor, ancak enflasyon %6 seviyesindeyse, reel getiri yaklaşık olarak negatif olur. Ancak getiri %5 ve enflasyon da %2 ise, reel getiri daha cazip bir hale gelmektedir.

Bu nedenle yatırımcıyı ilgilendiren soru; sadece tahvilin ne kadar ödediği değildir? Aynı zamanda: enflasyondan sonra bu getirinin ne kadarının kalacağıdır? Reel getiriler düştüğünde, altın nispeten çok daha cazip bir hale gelmektedir. Reel getiriler yükseldiğinde ise altın, tahvillerden daha güçlü bir rekabetle karşı karşıya kalmaktadır.

En büyük tehlike, iflas değil, güven kaybıdır; nitekim Amerika, yabancı para birimiyle borcunu ödemekten aciz olan bir ülkeye benzeyen geleneksel bir riskle karşı karşıya değildir; çünkü Dolar kendi para birimidir ve tahvilleri de Dolar cinsindendir; ancak bu, borcun maliyetsiz olduğu anlamına gelmez; çünkü hükümet borçlanmaya devam edebilir, fakat soru şudur: Hangi fiyata? Sorun da işte burada yatmaktadır. Eğer yatırımcılar sürekli olarak daha yüksek getiri talep etmeye başlarsa, Amerika mutlaka geleneksel anlamıyla bir “iflas” ile karşı karşıya kalmayabilir, ancak devletin finansman maliyetinde sürekli bir artış, bütçe üzerindeki baskı, faiz ödemelerinde şişkinlik ve para ve maliye politikası üzerinde baskılar gibi daha karmaşık bir durumla karşı karşıya kalabilir.

Hizb-ut Tahrir Merkezi Medya Ofisi İçin Yazan
Nebil Abdulkerim