Fintables

Faiz indirimleri devlet tahvillerine nasıl yansıyor?

30.10.2026

Faiz indirimi tahvil yatırımcısı için otomatik olarak kazanç anlamına gelmiyor. Türkiye'nin 2019'dan bu yana yaşadığı beş indirim dönemi, kısa vadeli tahvillerin politika değişikliğine hızlı tepki verdiğini, uzun vadeli tahvillerin ise yalnızca faiz kararına değil enflasyonun nereye gittiğine baktığını gösteriyor.

Geçmiş dönemlerde indirime pozitif reel faizle başlandığında tahvil getirileri çoğunlukla geriledi ve tahvil fiyatları yükseldi. Faiz enflasyonun altındayken yapılan 2021 indirimlerinde ise tam tersi oldu. Politika faizi düşerken enflasyon beklentileri bozuldu, uzun vadeli tahvil getirileri yükseldi ve tahvil yatırımcısı zarar etti.

23 Ağustos 2026'da haftalık repo ihalelerinin yeniden başlaması bu ayrımı yeniden test etti. Bu karar bir politika faizi indirimi değildi. Politika faizi yüzde 37'de sabit kaldı. Buna karşılık TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti yüzde 40'tan yüzde 37'ye inerken TLREF de ilk işlem gününde yüzde 39,86'dan yüzde 36,94'e geriledi. İki yıllık tahvil faizi 74 baz puan düşerken beş ve on yıllık faizlerdeki hareket daha sınırlı kaldı.

Tahvil getirisi düşerse fiyat neden yükselir?

Bir tahvilin getirisi, tahvili bugünkü fiyattan alıp vadesine kadar tutan yatırımcının elde edeceği yıllık bileşik kazancı gösterir. Tahvilin kuponu ve vade sonunda ödenecek anaparası sabit olduğu için piyasadaki faiz düştüğünde mevcut tahvil daha değerli hâle gelir. Bu nedenle tahvilin fiyatı yükselirken getirisi düşer.

Tersi de geçerlidir. Piyasa daha yüksek faiz talep ederse eski tahvilin sabit ödemeleri daha az cazip olur. Fiyat düşer, getiri yükselir.

Faiz hareketleri baz puanla ifade edilir. 100 baz puan 1 yüzde puana karşılık gelir. Bir tahvil getirisinin yüzde 40'tan yüzde 39'a gerilemesi, getiride 100 baz puan düşüş demektir.

Vade bu ilişkinin şiddetini belirler. Aynı büyüklükteki getiri düşüşü, vadesi uzun tahvilde daha büyük fiyat artışı yaratır. Bunun nedeni, uzun vadeli tahvilin gelecekteki ödemelerinin faiz değişimine daha duyarlı olmasıdır. Potansiyel kazanç büyüdükçe enflasyon ve faiz riski de artar.

Son beş indirim döneminin ortak dersi

Çalışmada her dönemin ilk faiz indirimini başlangıç kabul ettik. Sonraki 1, 3, 5, 10, 20, 40 ve 60 iş gününde devlet tahvili getirilerinin ne kadar değiştiğini ölçtük. Tahvilleri kalan vadelerine göre dört gruba ayırdık: 1 yıla kadar, 1 ile 3 yıl, 3 ile 7 yıl ve 7 yıl üzeri.

Dönem	İlk indirim	Politika faizi patikası	Başlangıç enflasyonu	Başlangıç reel faizi	Tahvil piyasasının ana
2019-2020	25 Temmuz 2019	Yüzde 24'ten yüzde	Yüzde 16,7	+7,3 puan	Güçlü ve genele yayılan
2021	23 Eylül 2021	Yüzde 19'dan yüzde 14'e	Yüzde 19,6	-0,6 puan	Uzun vadede sert kayıp
2022-2023	18 Ağustos 2022	Yüzde 14'ten yüzde 8,5'e	Yüzde 80,2	-66,2 puan	Düzenlemeleri
2024-2025	26 Aralık 2024	Yüzde 50'den yüzde	Yüzde 44,4	+5,6 puan	Uzun vadede kazanç,
2025-2026	24 Temmuz 2025	Yüzde 46'dan yüzde 37'ye	Yüzde 33,5	+12,5 puan	Kısa uç hızlı, uzun uç gecikmeli tepki

Tablodaki en güçlü ayrım reel faiz tarafında ortaya çıkıyor. İndirime başlarken politika faizi enflasyonun üzerinde olduğunda Merkez Bankasının fiyat istikrarı için hâlâ bir tamponu bulunuyor. Enflasyonun da gerilemesi hâlinde yatırımcı gelecekte daha düşük faiz talep ediyor ve tahvil fiyatları yükseliyor.

2021'de bu tampon yoktu. Politika faizi yüzde 19, enflasyon yüzde 19,6 seviyesindeydi. İndirimler devam ederken enflasyon hızlandı. Piyasa nominal faiz kararından çok kaybolan reel getiriyi fiyatladı. İlk indirimden 60 iş günü sonra 2 yıllık tahvil getirisi 438 baz puan, 5 yıllık getiri 590 baz puan ve 10 yıllık getiri 543 baz puan yükseldi.

Bu karşılaştırma tek başına reel faizin bütün sonucu açıkladığı anlamına gelmiyor. 2022-2023 döneminde reel faiz çok güçlü biçimde negatif olmasına rağmen tahvil getirileri düştü. Bankaların tahvil talebini artıran menkul kıymet tesisi düzenlemeleri serbest piyasa fiyatlamasını bozdu. Dolayısıyla o dönemi 2019 veya 2025 ile aynı neden-sonuç ilişkisi içinde okumak yanıltıcı olur.

Kısa ve uzun vade neden aynı anda hareket etmiyor?

Kısa vadeli tahviller önümüzdeki birkaç toplantıda politika faizinin nereye gideceğine daha duyarlıdır. Bu nedenle indirim kararının ilk etkisi çoğunlukla getiri eğrisinin kısa ucunda görülür.

2019 döneminde 1 yıla kadar vadeli tahvillerin getirisi ilk 5 iş gününde 197 baz puan, 10 iş gününde 288 baz puan düştü. Aynı dönemde 10 yıllık tahvil getirisindeki düşüş ilk 10 iş gününde yalnızca 93 baz puanda kaldı. Altmışıncı iş gününde kısa uçtaki gerileme 582 baz puana ulaşırken 10 yıllık taraftaki düşüş 250 baz puan oldu.

Bu ayrışmanın nedeni uzun vadeli tahvilin yalnızca mevcut politika faizini fiyatlamamasıdır. Beş veya on yıllık tahvil alan yatırımcı gelecekteki enflasyonu, bütçe açığını, Hazine'nin borçlanma ihtiyacını, kur riskini ve talep edeceği reel getiriyi de hesaba katar. Merkez Bankası kısa vadeli fonlama maliyetini düşürebilir. Uzun vadeli faizin kalıcı biçimde düşmesi için bu kararın enflasyon görünümünü bozmayacağına dair güven gerekir.

2025-2026 döneminde bu gecikme açık biçimde görüldü. Politika faizi Temmuz 2025'te yüzde 46'dan indirilmeye başlandı. Kısa vadeli tahviller ilk haftalarda gerilerken 5 ve 10 yıllık getiriler ilk iki ayda sınırlı hareket etti. Uzun uçtaki asıl düşüş, indirimler biriktikten ve dezenflasyon teyit edildikten sonra Kasım 2025 ile Şubat 2026 arasında geldi.

Mart 2026 sonrasında ise politika faizi artırılmadı. Bir hafta vadeli repo ihalelerine ara verildi ve piyasa faizleri yüzde 40 olan gecelik borç verme faizine yaklaştı. Aynı dönemde enerji fiyatları ve jeopolitik riskler yükseldi. Uzun vadeli tahvillerin önceki kazançlarının bir bölümünü geri vermesi, politika faizindeki bir artıştan değil efektif fonlama maliyetindeki sıkılaşma ile enflasyon riskindeki bozulmanın birleşiminden kaynaklandı.

Beş dönemi birbirinden ayıran noktalar

2019-2020: Pozitif reel faiz ve güçlü geçiş

2019 döngüsü klasik tahvil rallisine en yakın örnekti. Politika faizi yüzde 24, yıllık enflasyon yüzde 16,7 seviyesindeydi. Başlangıçtaki 7,3 puanlık reel faiz tamponu, indirimler ilerlerken enflasyonun da gerilemesiyle korundu.

Kısa vadeli tahviller ilk günlerde hızlı fiyatlandı. Uzun vadeli tahviller daha yavaş hareket etse de düşen enflasyon ve devam eden indirimler güveni destekledi. Sonuç yalnızca politika faizinin düşmesi değildi. Faiz indirimi ile dezenflasyon aynı yönde ilerlediği için getiri eğrisinin tamamına yayılan bir kazanç oluştu.

2021: Faiz düştü, tahvil kaybettirdi

2021 dönemi çalışmanın karşı örneği. İndirimler başladığında reel faiz zaten negatifti. Politika faizi düşerken yıllık enflasyon yüzde 19,6'dan yüzde 36,1'e çıktı. Kur oynaklığı ve enflasyon beklentilerindeki bozulma, yatırımcının uzun vadeli tahvil için daha yüksek getiri talep etmesine neden oldu.

İlk günlerde kısa uçta sınırlı getiri düşüşleri yaşansa da hareket kalıcı olmadı. Altmışıncı iş gününde orta ve uzun vadeli tahvil getirileri 400 ile 600 baz puan arasında yükselmişti. Bu dönem, faiz indiriminin tahvil için tek başına yeterli olmadığını gösteriyor. İndirimin kredibilitesi ve enflasyonla uyumu, kararın yönünden daha önemli olabilir.

2022-2023: Fiyatlamayı düzenlemeler taşıdı

2022'de politika faizi yüzde 14, yıllık enflasyon yüzde 80,2 seviyesindeydi. Normal piyasa koşullarında bu kadar derin negatif reel faiz uzun vadeli tahvil için güçlü bir risk oluştururdu. Buna rağmen getiriler düştü.

Buradaki ana mekanizma para politikasından çok düzenleyici tahvil talebiydi. Bankaların belirli koşullarda devlet tahvili tutmasını zorunlu kılan menkul kıymet tesisi uygulaması, doğal alıcı yarattı. İlk haftadaki getiri düşüşünün yapılan faiz indiriminden daha büyük olması da bu ayrışmayı gösterdi.

Dolayısıyla 2022 sonucu gelecekteki serbest piyasa fiyatlamaları için doğrudan bir emsal değil. Aynı büyüklükte düzenleyici talep bulunmadığında negatif reel faizle benzer bir tahvil rallisi beklemek sağlıklı olmaz.

2024-2025: Kısa uçta önceden fiyatlama

Aralık 2024'te başlayan indirim döneminde politika faizi yüzde 50, yıllık enflasyon yüzde 44,4 seviyesindeydi. Reel faiz yeniden pozitifti. Buna rağmen kısa vadeli getiriler ilk indirimden sonra yükseldi.

Bu ters hareketin nedeni, para piyasası fonlarına yönelik tahvil düzenlemelerinin kısa vadeli kâğıtlarda indirimi önceden fiyatlatmasıydı. İlk karar geldiğinde kısa uçta yeni bir alım dalgası yerine normalleşme yaşandı. Aynı dönemde 5 ve 10 yıllık tahvil getirileri geriledi.

Bu örnek, karar günü hareketini tek başına yorumlamanın riskini gösteriyor. Piyasa bir kararı haftalar önce fiyatladıysa faiz indirimi gününde tahvil getirisi yükselebilir. Bu hareket, indirim temasının bozulduğu anlamına gelmeyebilir.

2025-2026: Kısa uç hızlı, uzun uç temkinli

Temmuz 2025'te başlayan son indirim döngüsünde politika faizi yüzde 46, yıllık enflasyon yüzde 33,5 seviyesindeydi. 12,5 puanlık başlangıç reel faizi, incelenen dönemler içindeki en yüksek tampondu.

İlk 20 iş gününde 1 yıla kadar vadeli tahvillerin getirisi 157 baz puan, 1 ile 3 yıl vadeli tahvillerin getirisi 149 baz puan düştü. Aynı sürede 5 yıllık taraftaki düşüş yalnızca 23 baz puan, 10 yıllık taraftaki düşüş 62 baz puan oldu.

Kısa uç politika patikasını fiyatladı. Uzun uç ise indirimin enflasyonu yeniden hızlandırmayacağına dair kanıt bekledi. Kasım 2025 ile Şubat 2026 arasında dezenflasyonun sürmesi uzun vadeli tahvil getirilerini aşağı çekti. Marttan sonra jeopolitik risklerin ve enerji fiyatlarının yükselmesi bu kazancın bir bölümünü geri aldı.

23 Ağustos kararı neden yeni bir indirim döngüsü değil?

TCMB, 23 Ağustos 2026'da 1 Mart'ta ara verdiği bir hafta vadeli repo ihalelerine yeniden başlayacağını açıkladı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı zaten yüzde 37 seviyesindeydi. Temmuz PPK toplantısında bu oran sabit tutulmuştu. Gecelik borç verme faizi yüzde 40, gecelik borçlanma faizi yüzde 35,5 olarak değişmedi.

Değişen, bankaların hangi kanaldan ve hangi maliyetle fonlandığıydı. Marttan beri piyasa faizleri koridorun yüzde 40 olan üst bandına yakın oluşuyordu. Haftalık repo ihalelerinin yeniden başlaması efektif fonlama maliyetini yüzde 37'ye indirdi. Bu nedenle karar ekonomik etkisi bakımından yaklaşık 300 baz puanlık bir gevşeme yarattı. Hukuken ve iletişim açısından ise yeni bir politika faizi indirimi değildi.

Gösterge	Karar öncesi	24 Ağustos 2026	Değişim
Politika faizi	Yüzde 37	Yüzde 37	Değişmedi
TCMB gecelik borç verme faizi	Yüzde 40	Yüzde 40	Değişmedi
TCMB ağırlıklı ortalama fonlama	Yüzde 40	Yüzde 37	-300 baz puan
TLREF	Yüzde 39,86	Yüzde 36,94	-292 baz puan
2 yıllık tahvil faizi	Yaklaşık yüzde 40,85	Yüzde 40,11	-74 baz puan
5 yıllık tahvil faizi	Yaklaşık yüzde 38,42	Yüzde 38,14	-28 baz puan
10 yıllık tahvil faizi	Yaklaşık yüzde 34,80	Yüzde 34,57	-23 baz puan

İlk işlem günündeki tepki geçmiş dönemlerdeki vade ayrışmasıyla uyumlu. Para piyasası faizi ve iki yıllık tahvil, efektif fonlama maliyetindeki düşüşü hızla fiyatladı. Beş ve on yıllık getirilerin daha sınırlı gerilemesi, uzun vadeli enflasyon ve risk priminin aynı ölçüde değişmediğini gösterdi.

Buradan sonra izlenecek asıl gösterge politika faizinden çok aktarımın genişliği olacak. TLREF'in yüzde 37 çevresinde kalması ilk aşamayı teyit eder. Mevduat faizleri ile kredi maliyetlerinin düşmesi ikinci aşamadır. Beş ve on yıllık tahvil getirilerinin gerilemesi ise piyasanın bu gevşemeyi enflasyon açısından tehdit görmediğini gösterecektir.

Önümüzdeki döneme ilişkin üç senaryo

Ağustos 2026 Piyasa Katılımcıları Anketi'nde 12 ay sonrası enflasyon beklentisi yüzde 23,69, politika faizi beklentisi yüzde 29,59 seviyesinde. TCMB'nin Ağustos Enflasyon Raporu ise 2027 yıl sonu enflasyonunu yüzde 15 olarak öngörüyor. Bu iki referansı, dezenflasyonun yavaşladığı bir risk senaryosuyla birlikte ele aldık.

12 ay sonrası görünüm	Baz senaryo	İyimser senaryo	Kötümser senaryo
Dayanak	Piyasa Katılımcıları Anketi	TCMB'nin yüzde 15'lik 2027 tahminine	Enflasyonun yüzde 30 çevresinde
Enflasyon	Yüzde 23-24	Yüzde 18-20 bandına doğru geriler	Yüzde 30 çevresinde kalır
Politika faizi	Yaklaşık yüzde 29,6	Yüzde 23,5-25,5	Yaklaşık yüzde 35
Kısa vadeli tahvil getirisi	Yaklaşık yüzde 29	Yaklaşık yüzde 24	Yaklaşık yüzde 34,5
5-10 yıllık tahvil getirisi	Yüzde 27-27,5	Yüzde 21-21,5	Yüzde 35,5-36
Ana sonuç	Tüm vadelerde kazanç, uzun uçta daha yüksek fiyat etkisi	Güçlü uzun vadeli tahvil rallisi	Kısa uç sınırlı kazanır, uzun uç yatay veya zayıf kalır

Baz senaryoda enflasyon ve politika faizi birlikte geriliyor. Kısa vadeli tahvil getirileri politika beklentisine yakınsarken uzun vadeli getiriler enflasyon beklentisinin üzerinde reel getiri sunmaya devam ediyor. Bu görünümde vade uzadıkça fiyat kazancı artıyor.

İyimser senaryo daha güçlü bir dezenflasyon ve daha düşük politika faizi gerektiriyor. Getiri düşüşünün fiyat etkisi uzun vadede katlanıyor. Bunun karşılığında tahmin hatasına duyarlılık da büyüyor. Enflasyon beklenenden yüksek kalırsa en büyük fiyat kaybı yine uzun vadede oluşur.

Kötümser senaryoda kısa vadeli getiriler politika faizindeki sınırlı düşüşü takip edebilir. Uzun vadeli tahvil ise daha yüksek enflasyon ve risk primi nedeniyle aynı ölçüde kazanmaz. Bu senaryoda vade uzatmak, ek getiri arayışından çok enflasyonun yeniden düşeceğine dair güçlü bir görüş gerektirir.

Beş tahvil üzerinden fiyat etkisi

Aşağıdaki hesaplama, 24 Ağustos 2026'da işlem gören beş sabit getirili tahvilin temiz fiyatını 12 ay sonraki senaryo getirileriyle karşılaştırıyor.

Vade	Tahvil	24 Ağustos getirisi /	Baz senaryo	İyimser senaryo	Kötümser senaryo
1 yıldan kısa	TRB100227T13	Yüzde 37,93 / 86,17	İtfa: 100,00	İtfa: 100,00	İtfa: 100,00
1-2 yıl	TRT150328T24	Yüzde 40,25 / 96,10	Yüzde 29,0 / 103,64	Yüzde 24,0 / 106,22	Yüzde 34,5 / 100,93
2-3 yıl	TRT081128T15	Yüzde 38,45 / 89,33	Yüzde 28,0 / 102,73	Yüzde 22,5 / 108,43	Yüzde 36,0 / 95,20
4-6 yıl	TRT021030T18	Yüzde 37,46 / 92,58	Yüzde 27,5 / 112,63	Yüzde 21,5 / 126,93	Yüzde 36,0 / 96,02
7 yıl üzeri	TRT051033T12	Yüzde 34,93 / 77,35	Yüzde 27,0 / 97,52	Yüzde 21,0 / 117,34	Yüzde 35,5 / 77,17

Kısa vadeli bono Şubat 2027'de itfa olacağı için üç senaryoda da 100 üzerinden geri ödeniyor. Bonoyu 24 Ağustos fiyatından alıp itfaya kadar tutan yatırımcının brüt nominal getirisi alım anında büyük ölçüde belirlenmiş oluyor. Tablodaki 100 seviyesi yıllık getiri değil, itfa fiyatıdır. Vergi ve işlem maliyetleri yatırımcının net getirisini ayrıca etkiler.

Orta ve uzun vadede ana ilişki daha görünür. Baz senaryoda 1-2 yıllık tahvilin temiz fiyatı 96,10'dan 103,64'e yükselirken 10 yıllık tahvil 77,35'ten 97,52'ye çıkıyor. İyimser senaryoda 10 yıllık tahvilin fiyatı 117,34'e kadar yükseliyor. Kötümser senaryoda ise aynı tahvil 77,17 ile bugünkü seviyesine yakın kalıyor.

Bu karşılaştırma, uzun vadeli tahvilin neden daha yüksek kazanç potansiyeli sunduğunu ve aynı zamanda neden daha riskli olduğunu gösteriyor. Vade uzadıkça yatırımcı daha fazla fiyat oynaklığı karşılığında dezenflasyon üzerine daha güçlü bir pozisyon almış oluyor.

Hesaplanan değerler temiz fiyattır. Kupon gelirleri, birikmiş faiz, vergi ve işlem maliyetleri dâhil değildir. Bu nedenle tablo toplam getiri hesabı veya fiyat hedefi olarak değil, faiz duyarlılığı karşılaştırması olarak okunmalıdır.

Sonuç: Tahvilde yönü faiz kararı değil, kararın güvenilirliği belirliyor

Son beş indirim dönemi üç ortak ders veriyor.

Birincisi, kısa vadeli tahviller politika ve fonlama değişikliklerini hızlı fiyatlıyor. Kararın ilk 1-2 haftasındaki en güçlü hareket çoğunlukla kısa uçta oluşuyor.

İkincisi, uzun vadeli tahvil için faiz indirimi tek başına yeterli değil. Enflasyon beklentisinin, bütçe görünümünün ve risk priminin de gerilemesi gerekiyor. Uzun vadeli getiriler düşmüyorsa piyasa gevşemenin kalıcılığına veya enflasyonla uyumuna güvenmiyor demektir.

Üçüncüsü, reel faiz önemli bir başlangıç göstergesi olsa da düzenlemeler ve likidite yönetimi fiyatlamayı değiştirebilir. 2022'de zorunlu tahvil talebi, 2024'te para piyasası fonu düzenlemeleri, 2026'da ise haftalık repo kanalının kapatılıp yeniden açılması tahvil hareketini politika faizinden ayrıştırdı.

23 Ağustos kararı bu nedenle altıncı bir faiz indirim döngüsünün başlangıcı olarak değil, 2025'te başlayan döngü içinde efektif fonlama maliyetinin normalleşmesi olarak okunmalı. Kısa uç ilk tepkiyi verdi. Bundan sonraki teyit, mevduat ve kredi faizleri ile 5 ve 10 yıllık tahvil getirilerinden gelecek.

Dezenflasyona güven arttıkça vade uzatmak daha yüksek fiyat kazancı sağlayabilir. Beş ve on yıllık getiriler yükselirken yalnızca kısa vadeli piyasa faizinin düşmesine dayanarak vade uzatmak ise 2021'deki hatayı tekrarlama riski taşır.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir. Alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.