

ABD'de borç tavanı gerilimi, Doların ayrıcalıklı konumunu sorguluyor... 27 Haziran 2025

2025 yılı itibarıyla ABD kamu maliyesi, hem siyasi tartışmaların hem de finansal piyasa endişelerinin merkezine yerleşmiş durumda. Ticaret politikalarında korumacılık yeniden yükselişe geçerken ve tarife tartışmaları gündemi meşgul ederken, Trump'ın *"One Big Beautiful Bill"* olarak adlandırdığı vergi indirim paketinin Kongre gündemine taşınması, kamu gelirlerinin seyri üzerinde belirsizlik yaratıyor. Bu mali ve siyasi çalkantıların ortasında, uzun süredir çözüm bekleyen bir başka yapısal sorun olan **borç tavanı krizi**, piyasaların odağına yeniden girmiş durumdadır.

ABD Hazine Bakanlığı'nın 2025 yılı ortasında borçlanma sınırına ulaştığı görülmektedir. Bu eşik aşıldıktan sonra devreye alınan "olağanüstü önlemler" sayesinde ödemeler geçici olarak sürdürülebiliyor. **BPC (Bipartisan Policy Center) tarafından yayınlanan son tahminlere göre, bu araçların da Ağustos-Ekim arası bir dönemde tükenebileceği belirtiliyor.** Bu döneme de, Hazine'nin nakit ve geçici önlemleri tüketeceği ve temerrüde düşme riski doğacağı son tarihi ifade etmek üzere **"X-tarihi"** deniyor.

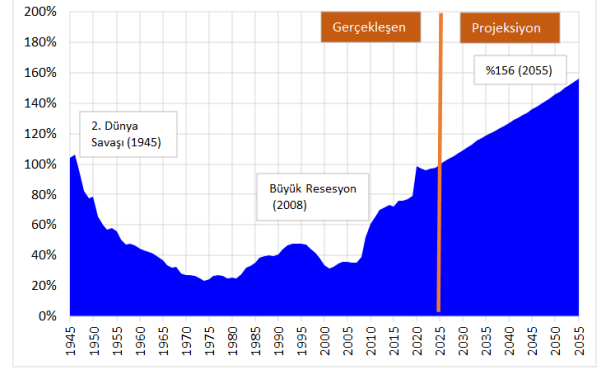
Özetle, önümüzdeki haftalarda borç limitiyle ilgili gelişmelerin piyasalar üzerinde belirleyici olacağı bir süreçte giriyoruz.

Borç tavanı krizi yalnızca teknik bir nakit akışı sorunu değil; aynı zamanda ABD'deki siyasi kutuplaşmanın, yapısal bütçe açıklarının ve mali sürdürülebilirliğin test edildiği bir alan olarak da öne çıkıyor. Özellikle Doların küresel rezerv para statüsü, ABD tahvillerine olan güven ve sermaye piyasalarındaki oynaklık bu başlıktan doğrudan etkilenme riski taşıyor.

Bu raporda, borç tavanı kavramını temelleriyle ele alıyor, 2025 krizini önceki dönemlerden ayıran faktörleri detaylandırıyor ve piyasalar için muhtemel sonuçlarını senaryolar üzerinden analiz etmeye çalışıyoruz. Ayrıca harcama kalemleri üzerindeki olası etkileri, politika yapıcılar arasında yaşanan görüş ayrılıklarını ve Doların küresel pozisyonuna dair potansiyel yansımaları da değerlendiriyoruz.

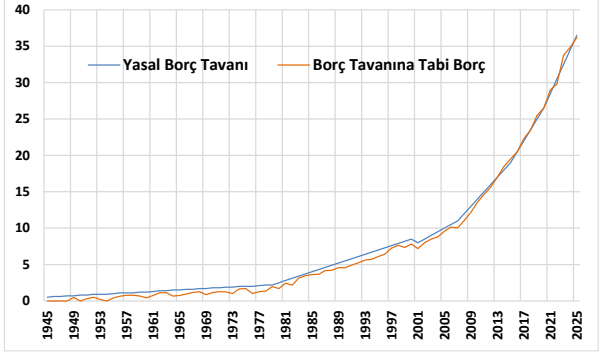
ABD borç tavanına ilişkin gelişmelerin sadece ABD ekonomisi değil, küresel finansal sistem için de belirleyici olabileceği bir dönemde, bu sürecin dikkatle izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Grafik 1: ABD - Kamuya Ait Borcun GSYH'ye Oranı (%)



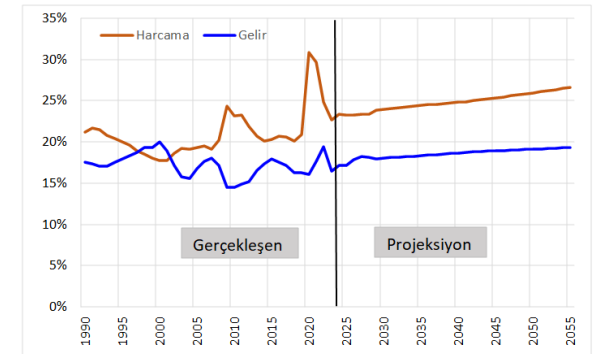
Kaynak: Kongre Bütçe Ofisi (CBO) (US), Gedik Yatırım Araştırma
Not: 10 yıllık ve uzun vadeli görünüm raporlarından alınmıştır.

Grafik 2: Yasal Borç Tavanı ve Sınıra Tabi Borç (Trilyon Dolar)



Kaynak: Kongre Araştırma Servisi, Yönetim ve Bütçe Ofisi ve Hazine Bakanlığı (US), Gedik Yatırım Araştırma

Grafik 3: Federal Harcama ve Gelirler (GSYH'nin %'si)



Kaynak: Kongre Bütçe Ofisi (CBO) (US), Gedik Yatırım Araştırma
Not: 10 yıllık ve uzun vadeli görünüm raporlarından alınmıştır.

Serkan Gönençler
Baş Ekonomist

serkan.gonencler@gedik.com
+90 216 453 00 00 / 2841

Burak Pırlanta
Araştırma Analisti

burak.pirlanta@gedik.com
+90 216 453 00 00

Borç tavanı nedir?

Borç tavanı, Amerika Birleşik Devletleri'nde federal hükümetin yasal olarak borçlanabileceği toplam miktarı belirleyen bir sınırlamadır. İlk kez 1917'de çıkarılan Second Liberty Bond Act kapsamında uygulamaya konmuş bu mekanizma, başlangıçta yürütmenin savaş döneminde hızlı borçlanabilmesini sağlamak amacıyla getirilmişti. Zamanla, bu sınırlama bütçe politikaları üzerindeki etkisi nedeniyle siyasetin merkezine yerleşti. Hazine Bakanlığı, bu sınıra ulaştığında ancak Kongre'nin onayıyla borç tavanı artırılabilir; aksi takdirde devletin ödeme kapasitesi sınırlanıyor. Borç tavanı, bir bütçe planı değil, geçmişte onaylanmış harcamaların finansman aracıdır. Dolayısıyla borç tavanına ulaşılması, yeni harcamalardan çok mevcut yükümlülüklerin sürdürülmesiyle ilgilidir.

Borç tavanı uygulaması, dünyada yalnızca ABD ve Danimarka'da vardır. Ancak Danimarka'daki tavan, borçların beş katı kadar yüksek olduğundan, önemli bir sorun teşkil etmez. Avrupa Birliği gibi çoğu ülke borç/GSYH oranına (örneğin %60) bakar.

Neden borç tavanı sürekli tartışılıyor?

ABD'de kamu harcamaları yapısal olarak gelirlerin üzerinde seyrediyor. Savunma harcamaları, sosyal güvenlik ödemeleri, sağlık sistemi ve pandemi sonrası mali teşviklerle federal bütçe açıkları sürekli hale geldi. Özellikle 2017'deki büyük çaplı vergi indirimleri ve 2020-2021 dönemindeki pandemi destekleri borç stoğunu keskin şekilde artırdı. Hazine, bu açıkları kapatmak için yeni borçlanmalar yapmak zorunda kalıyor. Ancak borç tavanı buna teknik bir engel oluşturuyor. Kongre bu sınırı düzenli olarak yükseltiyor olsa da, her seferinde bu adım ciddi siyasi pazarlıklara sahne oluyor. Çünkü borç tavanı, tarafların kendi politik gündemlerini ilerletmek için kullandığı bir pazarlık aracına dönüşmüş durumda.

2025'te borç tavanı neden daha büyük bir kriz haline geldi?

Bu yılki krizi benzersiz yapan birkaç unsur var. Öncelikle, ABD'nin toplam borcu 2020 başında 23 trilyon dolar civarındayken, bugün 36 trilyon doları aştı. Bu artışın temel sebepleri arasında pandemi harcamaları, faiz oranlarındaki yükseliş nedeniyle artan borçlanma maliyeti ve yapısal bütçe açıkları yer alıyor. Ayrıca Başkan Trump'ın desteklediği "One Big Beautiful Bill" adlı kapsamlı yasa paketi borç tavanını 5 trilyon dolar artırmayı öngörüyor. Bu, ABD tarihindeki en büyük artış olurken, aynı zamanda 2025 sonrası kalıcı hale gelmesi planlanan vergi indirimlerini ve bazı sosyal harcama taahhütlerini içeriyor.

Senato'daki versiyonda borç tavanı 5 trilyon dolar artırılırken, Temsilciler Meclisi tasarısında bu rakam 4 trilyon dolar olarak öneriliyor. Ancak her iki öneri de, borçlanma kapasitesini genişletmekle birlikte, yapısal bütçe disiplini tartışmalarını da beraberinde getiriyor. Kongre içindeki Cumhuriyetçiler arasında yer alan "fiscal hawk" kanadı, harcamaların ciddi şekilde kısılmasını talep ediyor. Demokratlar ise sosyal programların korunmasında ısrarcı. Bu çıkmaz, borç tavanı krizini teknik bir konudan çok, kurumsal bir tıkanıklığa dönüştürüyor.

Borç tavanı aşıldığında ne olur?

Borç tavanı zamanında artırılamazsa, ABD Hazine Bakanlığı "extraordinary measures (olağanüstü önlemler)" adı verilen ve aşağıda listelenen geçici nakit yönetimi araçlarını kullanarak borç limitini aşmadan ödemelerini sürdürmeye çalışır. Borç limiti aşıldıktan sonra, olağanüstü tedbirler ile temerrüt 6-9 ay kadar ertelenebilir.

- Federal emeklilik fonlarının yatırımlarını durdurmak veya itfa etmek
- Fed'deki Hazine Genel Hesabı'ndan (TGA) nakit çekmek
- Eyalet ve yerel yönetim tahvillerinin (SLGS) ihracını askıya almak

ABD'de borç tavanı halihazırda aşıldığı ve limit askıda kaldığı için, Kongre yeni yasal düzenleme yapana kadar Bütçe olağanüstü yöntemlerle idare ediliyor. **BPC (Bipartisan Policy Center) tarafından yayınlanan son tahminlere göre, Hazine'nin bu önlemleri 15 Ağustos ile 3 Ekim 2025 tarihleri arasında tükenecek. Bu "X tarihi" olarak adlandırılan eşik, borç temerrüdünün fiilen başlayabileceği günü ifade etmektedir.**

ABD'nin güncel borç görünümü ne durumda?

2025 Haziran itibarıyla ABD'nin kamu borcu yaklaşık 36 trilyon dolara ulaştı. Bu rakam, GSYH'nin %120'sine yaklaşıyor. Bu borcun yaklaşık 8 trilyon doları kısa vadeli (bir yıldan kısa) tahvillerden oluşuyor. Bu durum, borç servis maliyetlerini faiz oranlarına son derece hassas hale getiriyor. ABD'nin sadece faiz ödemeleri, 2025 itibarıyla yıllık 1,1 trilyon doları bulmuş durumda. Bu rakam, Savunma Bakanlığı bütçesini geçmiş durumda.

Federal hükümet, her gün ortalama 17 milyar dolar harcama yapıyor. Buna karşın, son aylarda gümrük gelirlerinden gelen ek gelirler gibi bazı kalemler geçici destek sağlasa da, bu gelirler yapısal sorunlara çözüm sunmuyor. Tarife gelirleri Mayıs ayında 22 milyar doları aştı, ancak bu meblağ günlük harcama temposu karşısında çok sınırlı kalıyor.

ABD'de borç tavanı krizinin çözümü için Cumhuriyetçi Parti içinde dahi fikir ayrılıkları bulunuyor. Senatör Rand Paul gibi isimler, pakette borç tavanı artırımı yer aldığı sürece destek vermeyeceğini ifade ediyor. Öte yandan, Başkan Trump ısrarla bu paketin geçmesini istiyor ve Kongre üyelerine “tatil yok, kendinizi bir odaya kapatın ve tasarıyı geçirin” çağrısı yapıyor.

Beyaz Saray ve Demokratlar, sosyal harcamalarda kısıntıya karşı çıkarak, çözümün vergi gelirlerinin artırılmasından geçeceğini savunuyor. Bu kutuplaşma, borç tavanı krizini sadece bir mali mesele değil, aynı zamanda 2024 seçimlerinin ardından oluşan yeni siyasi dengelerin bir testi haline getiriyor.

Demokratlar ve Cumhuriyetçiler arasında süregelen tartışma konuları nelerdir?

Borç limitinin yükseltilmesine yönelik siyasi pazarlıklar, büyük olasılıkla federal harcamalarda belirli düzeyde kesintileri beraberinde getirecektir. Cumhuriyetçi Kongre üyeleri arasındaki ideolojik çeşitlilik, borç tavanının askıya alınmasının ancak bazı mali disiplin önlemleriyle mümkün olabileceğine işaret ediyor. Bu noktada, kesinti yapılabilecek üç ana kalem öne çıkıyor:

- **Zorunlu harcamalar:** Kongre oyu gerektirmeyen kalemler,
- **İhtiyari harcamalar:** yıllık bütçe süreciyle belirlenen harcamalar ve
- **Tamamlayıcı ödenekler:** afet yardımı gibi olağanüstü kalemler

Demokrat kanat ise bu kesintilere karşılık bazı vergi artırımları veya yeni gelir kalemleri talep edebilir. Ancak bazı programların tamamen kaldırılması veya derin şekilde budanması, kısa vadede bütçe disiplinine katkı sağlasa da, orta vadede ABD ekonomisinin kurumsal işleyişine, finansal istikrara ve toplumsal refaha ciddi zararlar verebilir. Bu çerçevede en kolay hedef, ihtiyari harcamalar olacaktır. Zira bu kalemler, hükümetin temel işleyişi açısından zorunlu olmayan çok sayıda programı kapsar. Mevcut durumda savunmaya yönelik ihtiyari harcamalar yaklaşık 848 milyar dolar, savunma dışı ihtiyari harcamalar ise 948 milyar dolar seviyesindedir.

Savunma dışı kalemler zaman zaman “*gözde projeler*”, “*beyaz filler*” veya “*bir yere çıkmayan köprüler*” gibi sembolik yatırımlar olarak eleştirilse de, bu kategoride hava trafiği kontrolü, iç güvenlik, finansal piyasa düzenlemeleri, salgın hastalıklarla mücadele ve çocuklara yönelik beslenme programları gibi kritik kamu hizmetleri de yer almaktadır. Kongre Bütçe Ofisi (CBO) tarafından sunulan bazı öneriler, bu harcamaların nasıl kısıtlanabileceğine dair fikir vermektedir: muharip asker sayısının azaltılması, bazı askeri personelin sivil memurlarla değiştirilmesi, F-22 ve B-1B uçaklarının emekliye ayrılması ve Ford Sınıfı uçak gemisi inşasının durdurulması gibi savunma harcamalarına yönelik radikal önlemler, olası senaryolar arasında değerlendirilmektedir.

“**Pet projects**” → Gözde projeler

Genellikle bir siyasetçinin özel olarak desteklediği, seçmen tabanına hitap eden ama ulusal öncelikler açısından tartışmalı projeleri ifade eder.

“**White elephants**” → Beyaz filler

Maliyeti yüksek, verimsiz, sürdürülemez veya işlevsiz büyük kamu yatırımlarını tanımlar. Sembol haline gelmiş, genellikle prestij amaçlı ama ekonomik getirisi düşük projelerdir.

“**Bridges to nowhere**” → Bir yere çıkmayan köprüler

Fiili olarak ya da sembolik anlamda işlevsiz altyapı projelerini ifade eder. En bilinen örneği, 2000'lerin başında Alaska'da inşa edilmek istenen ama çok tartışmalı hale gelen “Gravina Island Bridge” projesidir.

“Hükümet kapanması” ile “Borç tavanının aşılması sonucu temerrüt” arasındaki fark

Hükümet kapanması, Kongre'nin yeni mali yıl için harcama yetkisini sağlayan bütçe yasalarını zamanında geçirememesiyle ortaya çıkar. Bu durumda federal kurumlar, zorunlu olmayan hizmetleri durdurur; kamu çalışanlarının büyük kısmı ücretsiz izne çıkarılır ve devletin idari işleyişi geçici olarak aksar. Örneğin, ABD'de modern bütçe sürecinin başladığı 1976 yılından bu yana federal hükümet 21 kez kapandı. Bu kapanmalardan en uzun, 1. Trump döneminde sınır duvarı için istenen ödenek yüzünden yaşanan kriz sonucu, 22 Aralık 2018 – 25 Ocak 2019 arasında olmak üzere 35 gün sürdü. Bu dönemde yaklaşık 380.000 federal çalışan ücretsiz izne çıkarıldı, 420.000 çalışan ücretsiz çalıştı. Kongre Bütçe Ofisi'ne (CBO) göre, 11 milyar USD zarar ortaya çıktı (3 milyar USD kalıcı kayıp).

Borç tavanının aşılması sonucu temerrüt ise, çok daha ciddi bir risktir. Borç tavanına ulaşıldığında ve Hazine Bakanlığı borçlanarak nakit temin edemediğinde, mevcut finansal yükümlülükler ödenemez hale gelir. Bu, sosyal güvenlik ödemeleri, Medicare, çalışan maaşları, borç faizleri ve tahvil sahiplerine yapılan ödemeler dahil tüm kamu yükümlülüklerini tehdit eder. ABD'de borç tavanı (debt ceiling) teknik olarak hiç aşılmamış, ancak ve Kongre'nin geç müdahalesi nedeniyle bu sınıra çok yaklaşıldığı zamanlar olmuş ve piyasalarda ciddi stres yaşanmıştır. Örneğin, Temmuz–Ağustos 2011 döneminde Kongre son anda “X Tarihi”ni önlemiş, ancak yaşanan stres sonucunda S&P, ABD'nin kredi notunu tarihinde ilk kez AAA'dan AA+’ya düşürmüş, piyasalarda ciddi volatilité yaşanmıştır. Ekim 2023'te ise yaşanan bütçe anlaşmazlıkları nedeniyle hem borç tavanı hem de hükümet kapanması riskleri bir arada yaşanmış, kriz Hazine'nin sadece birkaç günlük nakdi kalmışken son anda aşılabilmiş ve temerrüt riski önlenmiştir.

Özetle, **“kapanma”**, devletin yeni harcamalar yapamamasıdır; **“temerrüt”** ise, mevcut borçlarını ödeyememesidir. İlki yönetsel bir duraklamayken, ikincisi ABD'nin mali güvenilirliğinin sorgulanmasına yol açması nedeniyle, küresel piyasa istikrarı açısından yıkıcı sonuçlar doğurabilecek sistemik bir krizdir. Artan temerrüt riski, ABD tahvil faizlerinin yükselişine, hatta kredi notunun indirilmesine dahi yol açarak piyasalarda ciddi dalgalanmalar yaratabilecek bir gelişmedir.

Piyasa etkileri ve olası senaryolar

Şimdilik finansal piyasalarda büyük bir çöküş gözlemlenmese de, risk algısının hızla değişmekte olduğu açık. 10 yıllık ABD hazine tahvili faizleri görece yatay seyretse de, ülkenin kredi riskini yansıtan CDS primlerinde dikkat çekici bir yükseliş gözleniyor. JPMorgan CEO'su Jamie Dimon ve Bridgewater kurucusu Ray Dalio gibi piyasa otoritelerinin ABD'nin borç sürdürülebilirliğine dair açık uyarıları, yatırımcı duyarlılığında kırılgan bir döneme girildiğine işaret ediyor.

Borç tavanı son anda artırılrsa dahi, bu yalnızca geçici bir rahatlama sağlayabilir. Temel sorunların çözülmemesi, her krizin ardından ABD mali sistemine olan yapısal güveni biraz daha aşındırıyor. Bu güven erozyonu, ABD'nin borçlanma maliyetlerini artırmakta ve uzun vadeli faizler için "yeni normal"in daha yüksek seviyelerde oluşmasına zemin hazırlamaktadır.

Bu görünüm, özellikle Başkan Trump'ın yeniden gündeme taşıdığı büyük ölçekli vergi indirimleriyle birlikte değerlendirildiğinde daha da önem kazanıyor. 2017'de yürürlüğe giren vergi reformunun uzatılmasının önümüzdeki 10 yıllık dönemdeki maliyeti 3-4 trilyon dolar civarında hesaplanırken, sosyal güvenlik, sağlık hizmetleri ve altyapı gibi diğer kalemleri de içeren geniş kapsamlı yeni paketin toplam maliyetinin 8-9 trilyon dolara ulaşabileceği tahmin ediliyor. Bu tür bir genişleme, kamu borcu üzerindeki baskıyı artırarak, örneğin 10-yıllık tahvil faizlerinin uzun süre %4 sınırının üzerinde kalmasına, hatta belki de %5 seviyesini aşmasına neden olabilir. Bu yükselişler de ABD borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri daha fazla alevlendirebilir. Artan kamu borçluluğuna karşılık FED'in bu borcu monetize etmek zorunda kalması (tahvil alımlarına yönelmesi) enflasyonist baskıların da artmasına yol açabilir.

Özetle, 2025 yılının ilk yarısına “tarife belirsizliği” çerçevesindeki gelişmeler damga vurmuşken, yılın ikinci yarısında tarife gelişmelerinin yanında ABD'nin bütçe açığı ve borçluluğu eksenindeki gelişmeler ve tartışmalar da piyasa fiyatlamaları üzerinde fazlasıyla etkili olabilir.

Doların ayrıcalıklı konumu (rezerv para statüsü) sorgulanıyor...

Böylesi bir ortamda, “**borç tavanı**” meselesi yalnızca teknik bir bütçe tartışması olmanın ötesine geçerek, ABD’nin küresel ekonomik sistemdeki kredibilitesini sorgulatır hale geliyor. Borçluluğa ilişkin artan kaygılar, rezerv para olan Doların “**güvenli liman**” statüsünü de zedeliyor. Nitekim son dönemde Amerikan tahvil faizleri yükselirken, klasik korelasyonun aksine Dolar zayıflıyor ve Ons altın güç kazanıyor. Bu durum, ABD’nin mali sürdürülebilirliğine dair endişelerle tetiklenmesinden kaynaklanıyor. Bu tablo, tahvil faizleri yükseldiğinde Doların güçlenip altının zayıfladığı klasik döngünün kırıldığı yeni bir döneme girildiğine işaret ediyor da olabilir. Dolayısıyla önümüzdeki bu süreci, yatırımcıların piyasa fiyatlamalarını değerlendirmekte daha da zorlanacağı bir dönem olarak nitelendirmek hiç de yanlış olmayacaktır.

Merkez bankalarının Dolar yerine altın talebini artırması da bu dönüşümün bir başka göstergesi. Altın, sınırlı arzı ve tarihsel güvenli liman rolüyle, özellikle borçla boğuşan büyük ekonomilere karşı portföylerde alternatif olarak öne çıkıyor. 2023 sonrası dönemde jeopolitik riskler ve yüksek enflasyon beklentilerinin etkisiyle ivmelenen ons altın, 2025’te borç dinamiklerindeki bozulmayla birlikte yeniden stratejik bir güvenli liman konumuna yerleşmiş durumda.

Sonuç: ABD borç tavanı sorununun zamanında aşılması bir güven krizine dönüşerek ciddi dalgalanma yaratabilir

Sonuç olarak, ABD tahvil faizlerindeki yükselişin bu kez sistemik güvensizlikten kaynaklanıyor oluşu, yalnızca ABD’nin mali dengelerini değil, küresel finansal düzenin temel direklerinden biri olan Doların rezerv para statüsünü de tartışmaya açıyor. Bu statüdeki aşınma, sadece ABD için değil, küresel ekonomi için de yeni ve belirsiz bir dönemin habercisi olabilir.

Her yaklaşan “X tarihi”, bu anlamda yalnızca ABD Hazine’sinin borç sürdürülebilirliğinin değil, tüm küresel düzenin sınıandığı bir eşik haline gelmektedir. Her yeni “X tarihi”, yalnızca piyasalar için değil, küresel ekonomik düzenin istikrarı için de tehdit oluşturmaya devam edebilir.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. 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. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.