

TÜRKİYE VE DÜNYA EKONOMİSİ

Siyasi ve ekonomik riskler, şirket krizi ve işletmeler için karar yol haritası

Doç.Dr.Şevket Sayılğan

sevketsayilgan@gmail.com

532 373 96 71

19 Eylül 2026



İki anlatı, bir tablo

Resmi anlatı vs. sahadaki gerçeklik

Boyut	Resmi anlatı	Sahadaki tablo
Enflasyon	Yıl sonu %29,6 → 2027'de düşüş	Kur beklentisi 58,6 TL: geçişkenlik riski canlı
Büyüme	%3,0 ile "istikrarlı yol"	Kapasite kullanımı ve iç talep daralırken seçici büyüme
Finansman	Faizler düşüyor, kredi ucuzlayacak	Ticari kredi yıllık maliyeti hâlâ %50 bandında
Şirketler	Konkordato "yeniden yapılanma aracı"	İlk yarıda 1.240 başvuru — rekor; iflaslar hızlanıyor
Kamu maliyesi	Disiplinli bütçe hedefi	7 ayda 27,5 milyar \$ açık; faiz giderleri %142,8 arttı

Bu sunumun tezi: Dezenflasyon programı makro göstergeleri iyileştirirken, mikro düzeyde işletmeler sistemin maliyetini ödüyor. Soru "program başarılı mı?" değil; "maliyeti kim taşıyor?"

Küresel arka plan: İki şoklu dünya

Bölüm I · Çerçeve

Gösterge	2026	2027
Küresel büyüme (IMF)	%3,0	%3,4
Küresel enflasyon	%4,7	%3,9
Dünya ticaret hacmi büyümesi	%3,5	—
G20 enflasyonu	%4,0	—

- Orta Doğu savaşı ve Hürmüz riski enerji ithalatçısı Türkiye'yi doğrudan vuruyor; IMF riskleri "aşağı yönlü eğilimli" görüyor
- YZ yatırım döngüsü küresel büyümeyi taşıyor ama finansal düzeltme riski kırılgan ülke varlıkları için birincil tehdit
- **Önemli olan: Türkiye'nin iç kırılganlıkları dış şoklara karşı tampon oluşturmuyor — aksine amplifiye ediyor**

Siyasi belirsizlik: 2028'e giden yol ve seçim ekonomisi riski

Bölüm II • Politik ekonomi

- Anayasal takvim: seçimler en geç 7 Mayıs 2028; TBMM erken seçim kararı için 360 milletvekili gerekli
- İktidar bloğu "16 Nisan 2028 öne alınmış seçim" senaryosunu tartışıyor (Cumhurbaşkanlığı Başdanışmanı Mehmet Uçum; Bahçeli desteği) — anayasa değişikliği olmadan istisnai adaylık hedefi
- Kulislerde "Kasım 2026 baskın seçim" iddiaları dolaşıyor; analistler ihtimalin arttığını ama düşük olduğunu değerlendiriyor
- İşletme anlamı
 - Seçim ekonomisi riski: kamu harcamaları ve asgari ücret/personel artışları bütçe disiplini zorluyor (faiz dışı denge Nisan 2026'da açık verdi)
 - Belirsiz takvim → yatırım kararlarında erteleme davranışı; her seçim senaryosu farklı bir kur-faiz patikası demek
 - Öneri: yatırım planlarını seçim takvimine değil, tetikleyici göstergelere bağlayın (CDS, rezerv, faiz dışı denge)

Kamu maliyesi: Faiz faturası bütçeyi yutuyor

Bölüm III • Kırılganlık 1

Gösterge	Değer	Yorum
2026 bütçe açığı hedefi	2,7 trilyon TL (GSYH %3,5)	Hedef bile yüksek
Ocak-Nisan 2026 gerçekleşme	758,8 milyar TL açık	4 ayda hedefin ~%28'i
Temmuz 2026 aylık açık	378,1 milyar TL	Faiz giderleri yıllık %142,8 arttı
2026 ilk 7 ay açığı	27,5 milyar \$	Faiz dışı denge Nisan'da 81 milyar TL AÇIK verdi (hedef: fazla)

- Faiz ödemeleri için ayrılan ödenek 2,74 trilyon TL — sağlık+bilişim gibi büyük bütçelerin üzerinde tek kalem
- Eleştirel soru: Dezenflasyon "kazancı" bütçeye ne zaman yansıyacak? Faiz yükü düşmeden kamunun işletmeyle rekabet ettiği kredi piyasası rahatlamaz
- Mümkün senaryo: bütçe baskısı → vergi artışları (dolaylı vergiler) ve harç zamları → reel sektörün üzerindeki dolaylı yük

Cari açık: Yapısal kırılganlık masada

Bölüm III · Kırılganlık 2

- 2026 beklentisi: ~48-50 milyar dolar (%2,8 GSYH, JPMorgan) — "sürdürülebilir" sınırdan ama dış şoka kırılgan
- Finansman kalitesi sorunu: Turizm ve tek seferlik girişlerle kapanan açık; doğrudan yatırımın payı sınırlı
- Enerji ithalatı ~dış açığın yarısı: Orta Doğu şoku tek başına cari dengeyi 5-7 milyar \$ bozabilir
- **Eleştirel bakış**
 - "İhracat rekor kırıyor" anlatısı birim değer düşüşünü gizliyor: miktar artıyor, kârlılık eriyor
 - TL'deki kontrollü değer kaybı (%13-14 beklentisi) ihracatçının kârını kur farkından, sanayicinin rekabet gücünü ise girdi enflasyonundan yiyor
 - İşletme için anlamı: Döviz geliri "sigorta" değilse, cari açık finansman ihtiyacı kur oynaklığını şirketlere taşır

2026'nın yeni denklemi: enerji pahalı, para sıkı, büyüme kırılgan

>\$100

Brent petrol: jeopolitik arz riski
fiyatlanıyor

3,75–4,00%

Fed politika faizi aralığı

>5%

ABD 10 yıllık tahvil faizi

Bu kombinasyon şirketler için aynı anda üç baskı yaratıyor

Enerji ve lojistik maliyetleri yükseliyor

Borç yenileme ve işletme sermayesi pahalalanıyor

Talep zayıflarken fiyatlama hatası büyüyor

Yönetim mesajı

2026'nın ikinci yarısında ciro büyümesi tek başına başarı ölçüsü değil. Nakit yaratma, marj kalitesi ve bilanço dayanıklılığı öne çıkıyor.

Dünya ekonomisinde dört baskı aynı anda güçleniyor

- | | | |
|----|---------------------------------|--|
| 01 | Enerji şoku | Orta Doğu arz kesintisi petrol, dizel ve navlun üzerinden maliyetleri yayıyor |
| 02 | Faizlerin dönüşü | Fed artırıma döndü; BoJ 31 yılın zirvesinde, BoE yeniden artırım sinyali veriyor |
| 03 | Sanayi ivme kaybı | ABD imalat üretimi ağustosta %0,3 geriledi; kapasite kullanımı %76,3 |
| 04 | Çin'in dengesiz büyümesi | İhracat güçlü, iç talep ve gayrimenkul zayıf; küresel fiyat rekabeti sertleşiyor |

Sonuç Enflasyon ile durgunluk riski yeniden aynı masada. Tek bir baz senaryoya bağlı bütçe artık yetersiz.

Kriz ortamı yeni yatırım alanlarını da hızlandırıyor

- | | | |
|---|--|---|
| 1 | Yapay zekâ ve otomasyon | Talep belirsizliğinde en hızlı geri dönüş, stok, fiyatlama, bakım ve enerji optimizasyonunda |
| 2 | Enerji verimliliği | Yüksek petrol ve elektrik fiyatı, kısa geri ödeme süreli projeleri daha değerli kılıyor |
| 3 | Tedarik zinciri çeşitlendirmesi | Yakın tedarik, çift kaynak ve bölgesel üretim kapasitesi rekabet avantajına dönüşüyor |
| 4 | Savunma ve kritik altyapı | Jeopolitik riskler, güvenlik, haberleşme, enerji depolama ve dayanıklı lojistiğe talebi büyütüyor |

Fırsat filtresi

Her yatırım için 18 aydan kısa geri dönüş, nakit etkisi ve kur riski birlikte ölçülmeli.

Türkiye: büyüme sürüyor, ancak finansman ve enerji faturası sınırı daraltıyor

%2,3

2026 ikinci çeyrek yıllık reel büyüme

%31,75

Temmuz 2026 yıllık TÜFE

24 çeyrek

Kesintisiz büyüme dönemi

Güçlü taraf

Büyük iç pazar, çeşitlenmiş üretim tabanı, turizm ve Avrupa'ya yakın tedarik avantajı

Kırılgan taraf

Yüksek enflasyon, pahalı TL finansmanı, enerji ithalatı ve düşük talepte marj aşınması

Kritik aktarım

Petrol şoku cari açık, kur beklentisi, enflasyon ve faiz kanallarını aynı anda etkiliyor

Şirket kapanışları: TOBB verilerinin söylediği

Bölüm III • Kırılganlık 4 (devam)

- Aralık 2025: Kapanan şirket sayısı bir ayda %193,6 arttı (TOBB); 2025'te kapananlar arasında toptan/perakende ticaret başı çekti
- Ocak-Temmuz 2026: Kurulan şirket +%7,4 (66.602) ama kapananlar da +%2,5 artışta — net giriş zayıf; kurulanların çoğu düşük sermayeli limitet şirketler
- 2025'te kurulan 115 bin şirketin karşısında: sermaye dağılımının %62,5'i limitet, yani küçük ölçekli teşebbüsler
- **Eleştirel yorum**
 - "Türkiye şirket kuruluşunda rekor kırıyor" anlatısı, kurulan-kapanan nitelik farkını gizliyor: kapananlar sermayeli ve istihdam yaratan işletmeler
 - Gösterge izlenmeli: kurulan/kapanan oranı sektör bazında; özellikle imalat ve inşaatte oranın bozulması yapısal daralma sinyali

Finansmana erişim: Sayıların arkasındaki gerçek

Bölüm III • Kırılganlık 5

Kaynak / Ürün	Maliyet (2026)	Not
Politika faizi (TCMB)	%37	Bankaya maliyetin tabanı
Ticari kredi (büyük banka, aylık)	%3,2-5,8	Yıllık maliyet ~%45-95
KOBİ kredileri toplam stoku	7,5 trilyon TL (Eylül 2026, BDDK)	TL ağırlıklı, kısa vadeli
Rotatif/spot işlek kredi	Yıllık %59-67	Nakit akışı kredisi en pahalısı

- Paradoks: "Faizler düşüyor" denirken KOBİ gerçeği: maliyet enflasyonun 15-20 puan üzerinde; reel maliyet pozitif ve yüksek
- Teminat engeli: KGF kefaleti sınırlı, gayrimenkul fiyatları yüksek ama likiditesi düşük → kredi büyüklüğü teminatla sınırlanıyor
- Bankaların reel sektör risk iştahı: Takipteki krediler ikiye katlanınca kredi komiteleri doğal olarak sıkılaşıyor — buna "finansmana erişim krizi" denir

Reel sektör sağlığı: Bilançolar konuşuyor

Bölüm III • Kırılganlık 5 (devam)

Gösterge (kote reel sektör, enflasyon muhasebesi)	Uzun dönem ort.	2025	Sinyal
FAVÖK / Aktif (%)	10,2	8,4	Kârlılık erozyonu
Net Kâr / Aktif (%)	5,1	2,2	Yarıdan fazla eridi
FGKO (finansman gideri karşılama)	2,1	1,6	Eşiğin (1,5) dibinde
FGKO>1,5 olan firma oranı (%)	55,6	48,2	Yarıdan fazlası riskli bölgede

- Yorum: Bu tablo "kriz sonrası toparlanma" tablosu değil; "kredi ile yürüyen ama finansman giderini zor karşılayan" tablo
- Bilanço dışı gerçek: Kote dışı KOBİ'lerin durumu bu tablodan da kötü — tahsilat vadeleri 90-120 güne uzadı, çek-senet sistemi güven kaybediyor
- TCMB Finansal İstikrar Raporu bile FGKO'nun uzun dönem ortalamasının altında kaldığını teyit ediyor

Krize doğru mu? Üç dönemin karşılaştırması

Bölüm III • Sentez

Boyut	2018 (kur krizi)	2021 (Kur Korumalı dönem)	2026
Enflasyon	%20'ler	%21	%29,6 hedef
Kur	Ani %30+ şok	KKM ile ertelenmiş şok	Kademeli değer kaybı beklentisi
Kamu maliyesi	Görece disiplinli	Faiz dışı denge bozuldu	Faiz dışı açık + faiz faturası
Şirket iflasları	Dalgalı	Konkordatoya ertelenmiş	Açığa çıkan tablo: rekor
Dış finansman	Hızlı çıkış	Rezerv erimesi	Rezerv 178 mr \$ ama CDS'e duyarlı

Fark şu: 2018 ve 2021'de kriz patlak verdi ve temizlendi. 2026'da kriz erteleniyor: konkordatolarla, yapılandırmalarla, KKM benzeri araçlarla. Ertelemek krizi büyütmez ama maliyetini faize ve küçük işletmelere yükler.

Fırsatlara eleştirel süzgeç: Hangisi gerçekçi?

Bölüm IV · Denge

Sık anılan fırsat	Gerçekçilik testi	Eleştiri
Nearshoring	Kısmen gerçekçi	Altyapı, enerji maliyeti ve nitelikli işgücü darboğazı anlatıyı sınırlıyor
Faiz indirimleriyle ucuz kredi	2027'ye sarkar	Dezenflasyon güveni + bütçe faiz yükü indirimi sınırlıyor
YZ ile sıçrama	Dar bir segment için	Genel ekonomiye yayılması için sermaye, veri altyapısı ve yetkinlik eksik
Savunma/enerji ihracatı	Gerçek ama konsantre	Fayda dar bir holding/şirket grubunda; istihdam yaygınlığı sınırlı

Sonuç: Fırsatlar var ama "otomatik" değil. Fırsat kapısına sahip olanlar: ihracat geliri döviz bazlı olanlar, enerji maliyetini kilitleyenler ve bilançosu temiz olanlar. Diğerleri için önce sağkalım, sonra büyüme.

Türkiye için fırsat ve tehditler sektörleri farklı hızlarda ayrıştıracak

FIRSATLAR

Yakın tedarik

AB müşterileri için teslim süresi ve esneklik avantajı

Turizm ve hizmet ihracatı

Döviz geliri ve istihdam desteği

Savunma, enerji, teknoloji

Kamu ve ihracat bağlantılı talep

Verimlilik yatırımı

Yüksek ücret ve enerji maliyetini dengeleme

TEHDİTLER

Petrol ve navlun

Maliyet, cari açık ve kur baskısı

Yüksek reel finansman

Yatırım ve işletme sermayesi freni

Avrupa'da yavaş talep

İhracatta hacim ve fiyat baskısı

Çin rekabeti

Ucuz ithalat ve kapasite fazlası riski

Öncelik

Döviz kazandıran, düşük enerji yoğunluklu ve kısa nakit döngülü işlerin portföy içindeki payı artırılmalı.

2027'ye giderken üç senaryo ile bütçe yönetimi yapılmalıdır

Baz senaryo

%50

Makro görünüm

Petrol yüksek kalır, küresel büyüme zayıf ama resesyon yok

İşletme karşılığı

Nakit ve marj odaklı kontrollü büyüme

Stres senaryosu

%30

Makro görünüm

Enerji arzı bozulur, faizler yeniden yükselir, dış talep sert yavaşlar

İşletme karşılığı

Likidite kalkanı ve kapasite esnekliği

Fırsat senaryosu

%20

Makro görünüm

Jeopolitik tansiyon düşer, enerji geriler, Avrupa talebi toparlanır

İşletme karşılığı

Seçici kapasite ve pazar yatırımı

Olasılıklar analitik varsayımdır; aylık öncü göstergelerle güncellenmelidir.

Makro riskler işletme kararlarına beş kanaldan çevrilmeli

Kanal	Karar	YK göstergesi
Nakit	13 haftalık nakit akışı; tahsilat ve stok için haftalık savaş odası	DSO, DIO, nakit tamponu
Fiyatlama	Kur, enerji ve hammadde endeksli dinamik fiyatlama	Net fiyat, katkı marjı
Finansman	Vade dağılımı, sabit/değişken faiz dengesi, doğal kur koruması	Net borç/FAVÖK, faiz karşılama
Tedarik	Kritik girdide çift kaynak, güvenlik stoğu ve alternatif rota	Tek kaynak payı, teslim süresi
Yatırım	Enerji, otomasyon ve yapay zekâ projelerinde geri ödeme disiplini	FCF etkisi, geri dönüş süresi

Kural

Her aksiyon bir nakit etkisi, sorumlu yönetici ve tamamlanma tarihi taşımalı.

90 günden 12 aya uzanan uygulama yol haritası

0–30 gün

Koruma

- 1 Nakit görünürlüğü
- 2 Kur ve faiz açığı
- 3 Kritik tedarik haritası

31–90 gün

Düzeltilme

- 1 Fiyatlama mimarisi
- 2 Stok ve alacak programı
- 3 Senaryolu bütçe

3–6 ay

Verimlilik

- 1 Enerji projeleri
- 2 Otomasyon pilotları
- 3 Ürün ve müşteri kârlılığı

6–12 ay

Büyüme

- 1 Yeni ihracat pazarı
- 2 Çift kaynak sözleşmeleri
- 3 Seçici kapasite yatırımı

Yönetim ritmi

Haftalık nakit toplantısı, aylık senaryo güncellemesi, çeyreklik portföy ve yatırım gözden geçirmesi

Siyasi takvim, ekonomi politikasının inandırıcılığını test ediyor

2028

Normal seçim takvimi

360 / 600

Meclis kaynaklı erken seçim için gereken eşik

326

AKP ve MHP'nin bildirilen toplam sandalyesi

01

Seçim ekonomisi riski

Harcamaların hızlanması ve mali disiplinin gevşemesi enflasyon ile faizi yukarı iter

02

Politika sürekliliği

Para ve maliye politikası uyumu zayıflarsa kur ve risk primi yeniden fiyatlanır

03

Karar erteleme

Şirketler belirsizlik döneminde yatırım ve işe alımı geciktirir, talep görünürlüğü düşer

Kamu finansmanı özel sektörün kredi alanını daraltıyor

₺1,321 tn

Ocak–Temmuz 2026 bütçe açığı

₺1,791 tn

Ocak–Temmuz faiz gideri

+%31,5

Bütçe açığında yıllık artış

Eleştirel okuma

Vergi gelirleri artsa bile faiz giderinin büyümesi bütçenin hareket alanını daraltıyor. Kamu borçlanma ihtiyacı yüksek kaldıkça uzun vadeli faizlerin hızlı düşeceği varsayımı zayıflıyor.

İşletmeye aktarım

Banka fonlaması ve tahvil piyasasında kamu ile özel sektör aynı tasarruf havuzuna talip oluyor. Uzun vadeli TL kredi, proje finansmanı ve refinansman maliyeti baskı altında kalıyor.

Karar

Finansman planı faiz indirimi beklentisine değil, vade güvenliğine ve kullanılabilir limite dayanmalı.

Cari açığın ana kırılğanlığı enerji faturasası

+\$0,04 mlr

Temmuz aylık cari fazla

-\$40,7 mlr

Yıllıklandırılmış cari denge

+\$27,8 mlr

Altın ve enerji hariç denge

Petrol >\$100

İthalat faturası

Cari açık

Kur beklentisi

Kur ve enflasyon

Faiz ve işletme sermayesi

Şirket

SMM ve FCF baskısı

Eleştiri

Enerji hariç denge güçlü görünse de Türkiye'nin enerji bağımlılığı bu kazanımı hızla tersine çevirebilir.

Şirket testi

Brent +\$10, kur +%5 ve navlun +%15 senaryosu aynı nakit modelinde çalıştırılmalı.

Finansmana erişimde sorun yalnız faiz değil, limit ve vade

%37,0

TCMB politika faizi

%53,15

TL ticari kredi faizi

16,15 puan

Kredi ile politika faizi farkı

Fiyat

Nominal faiz, komisyon ve teminat maliyeti nakit marjını aşındırıyor

Limit

Onaylı limit ile fiilen kullanılabilir limit arasındaki fark büyüyor

Vade

Kısa vade stok ve alacağı sürekli refinansman riskine bağlıyor

Seçicilik

Bankalar zayıf nakit akışı ve yoğun teminat ihtiyacına daha sert fiyat veriyor

Konkordato ve şirket kapanışları tahsilat krizinin öncü sinyali

1.334

Geçici mühlet, Ocak–Ağustos

992

Kesin mühlet, Ocak–Ağustos

181

İflas kararı, Ocak–Ağustos

2.114

Ağustos ayında kapanan şirket

TOBB sinyali

Ağustosta kapanan şirket sayısı aylık %21,3 geriledi, fakat yıllık %11,3 arttı. Kurulan şirket sayısı 9.212 ile yıllık bazda değişmedi.

Eleştirel sonuç

Aylık düşüş rahatlama işareti sayılmamalı. Yıllık artış ve konkordato kararları birlikte okunduğunda ticari alacakların kalitesi bozuluyor.

Yanlış tepki

Satışı korumak için vadeyi açmak, krizi müşteriden tedarikçiye ve bankaya taşıyabilir.

Doğru tepki

Limit, teminat, sigorta, sevkiyat freni ve müşteri konsantrasyonu aynı politika içinde yönetilmeli.

İşletme krizi kârdan önce nakitte görünür

1	Talep	Sipariş ve teklif dönüşümü düşer
2	Marj	İskonto artar, maliyet geçişi gecikir
3	Çalışma sermayesi	DSO ve DIO yükselir
4	Likidite	Limit doluluk oranı ve kısa borç artar
5	Ödeme gücü	Vergi, SGK, tedarikçi ve banka vadeleri aksar
6	Yasal süreç	Konkordato veya iflas riski oluşur

Erken uyarı

DSO +7 gün veya DIO +10 gün, kriz yönetimini başlatmak için yeterli tetik kabul edilmeli.

FİNANSAL YÖNETİMİN OPERASYONEL SÜREÇLERİ

1. $\text{TİC.ALACAK VADESİ} < \text{TİC.BORÇ VADESİ} - \text{STOK VADESİ}$
2. $\text{TİC.BORÇ VADESİ} > \text{TİC.ALACAK VADESİ} + \text{STOK VADESİ}$
3. $\text{STOK VADESİ} < \text{TİC.BORÇ VADESİ} - \text{TİC.ALACAK VADESİ}$

Stok politikası: Hem kalkan hem zehir

Bölüm V · Politika eleştirisi 1

▪ Klasik öğüt vs. gerçek

- "Enflasyonda stok tut" öğüdü %29,6 enflasyonda geçerli görünse de: stok finanse edilmek zorunda ve finansman %50+ maliyetli
- Sonuç: Stok, kâğıt üzerinde kâr, bilançoda borç yaratıyor; kur şokunda ithal stok değerlenir ama yerli stokun finansman maliyeti katlanıyor

▪ Eleştirel değerlendirme

- Stok devir hızı kritik gösterge: yavaşlayan devir + uzayan tahsilat = iflasın klasik formülü
- Kritik girdilerde stok güvenliği meşru (tedarik şoku sigortası); spekülatif stoklama ise bu faiz ortamında intihar

▪ Aksiyon

- ABC analizi: A kalemlerde stok güvenliği + tedarikçi finansmanı; C kalemlerde sıfır stok hedefi
- Stok maliyetini açıkça hesapla: faiz maliyeti + depolama + fire vs. stokta tutmanın getirisi; körü körüne "stok kârı"na güvenme

Stok politikası: satış korkusuyla nakdi depoya kilitlemeyin

Stok türü	Politika	Karar ölçütü
AX kritik hızlı	Hizmet seviyesi korunur; çift kaynak ve güvenlik stoğu	Marj, teslim süresi
AY değişken hızlı	Sipariş görünürlüğüne bağlı dinamik tampon	Tahmin hatası
BX/CX standart	Satın alma partisi küçültülür; otomatik sipariş sınırı	DIO, MOQ
CZ yavaş/ölü	Yeni alım durur; kampanya, iade veya tasfiye	Yaş, nakde dönüş
İthal kritik	Kur ve navlun stresine göre kademeli alım	FX açık, lead time
Kırmızı çizgi	Talep daralırken stok büyümesi, kârı değil faiz gideri ve değer düşüklüğü riskini büyütür.	

Alacak politikası: Krizin görünmez aktarım kanalı

Bölüm V · Politika eleştirisi 2

- Tahsilat vadeleri 90-120 güne uzadı; zincirleme olarak herkes borçlu ve alacaklı — sistem kendi faturasını erteleyerek ayakta
- Çek-senet sistemi güven kaybediyor: ödenmeme oranlarındaki artış, ticaretin nakde dönüşünü yavaşlatıyor
- Eleştirel değerlendirme
 - "Satış yap, sonra tahsil et" modeli bu çevrimde çalışmıyor: satış büyümesi = bilanço dışı finansman ihtiyacı demek
 - Alacak tahsili gecikirken kredi maliyeti %50+ ise: her 90 gün vade uzatması, satışın kabaca %10-12'sini faize yediriyor
- Aksiyon
 - Alacak sigortası ve faktoring kullanımını artır (maliyeti tahsilat riskiyle karşılaştıır)
 - Müşteri kredi limitlerini CDS mantığıyla yönet: her müşteri için limit, vade ve teminat üçgeni; zincirin en zayıf halkası sen olma
 - Peşin satış iskontosunu faiz maliyetine göre güncelle — 2022'den kalma iskonto oranları bugün irrasyonel

Alacak politikası: ciroyu değil tahsil edilebilir satış büyü­tün

Araç	Uygulama	Frekans
Müşteri skoru	Finansal tablo, ödeme davranışı, sektör ve banka istihbaratı	Aylık
Kredi limiti	Beklenen zarar ve teminat sonrası açık risk	Her sipariş
Vade fiyatı	Peşin fiyat ile vadeli fiyat açıkça ayrıştırılır	Teklif aşaması
Sevkiyat freni	Limit aşımı veya sözleşme dışı gecikmede otomatik duruş	48 saat
Risk transferi	Alacak sigortası, faktoring ve teminat mektubu	Seçici

Yönetim kuralı Negatif katkı marjı ve finansmansız uzun vade birlikteyse satış reddedilmeli.

Yatırım kararları: Beklemenin de bir maliyeti var

Bölüm V · Politika eleştirisi 4

▪ Erteleme tuzağı

– Seçim belirsizliği + kur riski yatırımları erteletiyor; ama ertelenen her yatırım, fırsat penceresi 2027'de açıldığında hazır olmamak demek

▪ Panik yatırım tuzağı

– Diğer uç: "Enflasyonda makine bugünden ucuz" düşüncesiyle finanse edilmemiş yatırım — 2018 ve 2021'de binlerce işletmeyi konkordatoya götüren senaryo buydu

▪ Karar kuralı önerisi (iki kapılı)

- Kapı 1 — Hayati yatırım (üretimin sürekliliği, enerji, mevzuat zorunluluğu): yap, ama finansmanı kilitli krediyle yap
- Kapı 2 — Büyüme/kapasite yatırımı: tetikleyici bekle (CDS < belirli seviye, faiz indirimleri başladı, 12 aylık enflasyon beklentisi < %25) — tetikleyici tanımlı olunca erteleme gerekçesi değil, strateji olur
- Döviz geliri yaratmayan yatırımlarda kur geçişkenliğini fiyatlama zorunluluğu: IRR hesabına %58,6 TL senaryosu ve enerji stresi dahil edilmeden yatırım onayı verilmemeli

Yatırım politikası: büyüme arzusunu sermaye maliyetiyle sınayın

- | | | |
|---|--------------|--|
| 1 | Talep testi | Sipariş görünürlüğü ve kapasite kullanımı yatırımı destekliyor mu? |
| 2 | Nakit testi | Stres senaryosunda proje pozitif FCF üretiyor mu? |
| 3 | Getiri testi | ROIC, WACC ve proje risk primini aşıyor mu? |
| 4 | Kur testi | İthal ekipman ve FX borcu doğal gelirle eşleşiyor mu? |
| 5 | Çıkış testi | Proje ertelenebilir, küçültülebilir veya kiralanabilir mi? |

Durdurma kriteri: ROIC < WACC, geri ödeme >36 ay veya stres senaryosunda likidite tamponu ihlali

Finansman alternatifleri: Menü dar, seçici olmak şart

Bölüm V • Politika 3

Kaynak	Mevcut durum	Eleştiri / Dikkat
Banka kredisi (TL)	Yıllık %45-95 maliyet, kısa vade	Ana kaynak ama en pahalısı; vade yapısına dikkat
KGF kefaleti	Sınırlı limit, prosedür yoğun	Kriz döneminde ilk daralan kaynak
Faktoring / leasing	Büyüyor ama dar kapsamlı	Maliyet gizli; alacak kalitesine endeksli
Tahvil/borçlanma aracı	Büyük firmalara açık	KOBİ erişemiyor — piyasa derinliği yok
Melek/VC, kitle fonlaması	Sembolik ölçek	Anlatı büyük, fon büyüklüğü küçük
Özkaynak / iç finansman	Kârlılık eridiği için zayıfladı	En ucuz kaynak ama 2026'da en az bulunan

Eleştirel sonuç: "Finansman alternatifleri çeşitleniyor" söylemi KOBİ ölçeğinde pratik değil. Gerçek alternatif tek: borcun yapısını yönetmek (vade uzatma, sabit faiz kilitleme, doğal hedge) ve bilançoğu tahsilatı hızlandırarak temizlemek.

Senaryolar: Seçim takvimi ekonomiyi nasıl şekillendirir?

Bölüm VI • Gelecek

Senaryo	Olasılık görünümü	İşletme tablosu
Baz: Takvimde seçim (Mayıs-Nisan 2028), disiplinli geçiş	Orta	Kademeli faiz indirimi; kredi maliyeti 2027 ortasında yavaşça düşer
Erken/öne alınmış seçim (Kasım 2026 - 2027)	Düşük ama yükselen	Seçim ekonomisi: kamu harcaması + transferler → kur baskısı; faiz indirimi durabilir
Sert şok: Hürmüz krizi + küresel YZ düzeltmesi	Düşük, yüksek etki	Enerji faturası + kur şoku; KOBİ finansman piyasası donabilir; konkordato dalgası katlanır

- Üç senaryoda da ortak payda: tahsilat hızı ve finansman vadesi belirleyici olacak; büyüme hikâyeleri ikincil
- İzleme paneli (çeyreklik): faiz dışı bütçe dengesi, TCMB rezervleri, CDS, takipteki kredi oranı, konkordato başvuru hızı

SONUÇ

Belirsizliği tahmin etmeye değil, yönetmeye yatırım yapan şirketler öne çıkacak

- 1 Nakit** Şirket kaç ay sürecek bir enerji ve faiz şokunu taşıyabilir?
- 2 Marj** Hangi müşteri ve ürün gerçekten nakit yaratıyor?
- 3 Esneklik** Talep %10 düşerse kapasite ve gider yapısı ne kadar hızlı uyum sağlar?
- 4 Büyüme** Hangi yatırım 18 ay içinde nakit geri dönüşü sağlar?

Yönetim kurulu için nihai öncelik: güçlü bilanço, hızlı karar ve ölçülebilir nakit etkisi