

Sabit getirili menkul kıymetler piyasasında fiyatlamalar, önümüzdeki dönemde de enflasyon görünümü, TCMB'nin faiz patikası ve risk primi gibi faktörler belirleyici olmaya devam edecek. Risk primindeki iyileşmeye ek olarak (**CDS ~236 bp civarı**) Kasım enflasyonuna ilişkin oluşan olumlu beklenti ortamı sayesinde son günlerde DİBS faizlerinde belirgin düşüşler yaşandı. **Kasım ayında TÜFE'nin aylık %0,87** ile piyasa beklentilerinin altında gerçekleşmesiyle, bu trendin kademeli de olsa devam etmesi ni bekliyoruz. Piyasada önümüzdeki günlerde faiz indirimine ilişkin beklentilerin de yükseltildiğini, hatta 200 bazpuan beklentilerinin daha fazla konuşulduğunu da görebiliriz. Bununla beraber, asgari ücret artışını ve de kritik Ocak enflasyonunu görmeden TCMB'nin temkinli duruşu koruyarak indirimlere 100-150 puanlık adımlarla devam etmesi gerektiğini ve bu yönde aksiyon alacağını düşünüyoruz. Faiz indirim sürecinin kademeli ilerlemesi, tahvil faizlerindeki düşüş hızını sınırlayabilecek bir unsur olmakla birlikte; CDS'teki gerileme, rezerv birikiminin dalgalı da olsa sürmesi ve küresel risk iştahının güçlü kalması, DİBS getirilerinde aşağı yönlü potansiyelin korunmasını sağlamaktadır.

Kasım ayında kısa ve orta vadeli tahviller öne çıkarken, yine uzun vadeli tahviller ile TLREF'e endeksli tahviller de önemli getiriler sundu. Enflasyon görünümündeki iyileşme ve faiz indirim beklentilerinin artmasıyla **TLREF'e endeksli devlet tahvillerinin portföylerimizdeki ağırlığını bir miktar azalttık**. Ancak defansif yapıları sebebiyle hala önemli oranda portföylerimizde bulunduruyoruz. Risksiz getiri hedefleyen yatırımcılar için (ya da portföylerin risksiz getirili varlık kısımları için) TL mevduat ya da para piyasası fonlarından ziyade %0 stopaj avantajı sebebiyle de **TLREF'e endeksli devlet tahvillerini ve hazine bonosunu önermeye devam ediyoruz**. TLREF'e endeksli tahviller sene başından bu yanda %0 stopaj avantajları sayesinde yaklaşık %50 net getiri sağlarken, ortalama net TL mevduat getirisi %37 oldu. Aynı dönemde en yüksek getirili para piyasası fonunun (PPF) net getirisi yaklaşık %43 olarak gerçekleşirken, ortalama PPF getirisi ise kabaca %40-41 civarlarında kaldı.

TLREF tarafında daha önce önerdiğimiz **TRT040729T14** tahvili, son dönemde endeksli tahviller içinde en güçlü getiriyi sağlayarak portföylerimizdeki yerini korumaktadır. Bunun yanında, **TRT160627T13 ve TRT061228T16** TLREF'e endeksli tahvilleri getirileri bir miktar daha düşecek olsa da önemli seviyede devam etmesini beklediğimiz diğer alternatifler arasında yer almaktadır. Ayrıca içeriğinde %45 oranında TLREF'e endeksli tahviller içeren **TE4 - TEB Portföy Birinci Değişken Fon'u** yine alternatif olarak önerdiğimiz varlıklar arasındadır.

Portföylerimizi farklı risk profillerine göre çeşitlendirirken, yüksek likidite ve cazip değerlemelere sahip kıymetlere ağırlık vermeyi sürdürüyoruz. Kısa vadeli kıymetler tarafında, **TRT170626T13** hazine bonosunun yeniden ihracıyla cazibesinin devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca, **TRT120826T16** kısa vadeli sabit kuponlu tahviller arasında öne çıkarken, **TRT021030T18 ve TRT120929T12** tahvilleri orta vadeli yeni bir enstrüman olarak yatırımcılara hem istikrarlı getiri hem de faiz indirimlerinden kaynaklanabilecek fiyat artışı potansiyeli sunmaktadır. **Bu 4-5 yıl vadeli kıymetlerin portföylerimizdeki ağırlığını artırdık. Bu tahvillerin aylık getirileri %4-5 seviyelerde seyretmiştir.** Bunun yanında, **TRT140727T14** (%37,8 kupon) ve **TRT050527T33** (%41 kupon) kısa-orta vadeli tahviller de likidite ve nakit akışı açısından cazip seçenekler olmaya devam etmektedir.

Uzun vadeli tarafta, **TRT050935T13 ve TRT270934T18 tahvillerinde portföylerdeki ağırlığımızı artırdık**. Uzun vadeli tahvillerin faizleri enflasyon görünümündeki iyileşme ve faiz indirim beklentileri ile son 2 haftada yaklaşık %2 gerilemiş ve yüksek durasyonları ile önemli getiri oluşturmuşlardır. Ayrıca, **CDS primindeki düşüş önümüzdeki dönemde bu kıymetlerin faizlerine yansiyarak durasyon etkisiyle birlikte kayda değer bir getiri potansiyeli oluşturmaya devam edebilir.**

Genel olarak, mevcut makro-finance çerçeve DİBS piyasasında faiz gerilemesi temasının (dalgalı bir patika izlese de) önümüzdeki dönemde desteklenmeye devam edeceğine işaret ediyor.

Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) Aylık Bülteni – Aralık 2025

En Aktif Tahvillere İlişkin Özet Bilgiler

04.12.2025

Sabit Kuponlu Tahviller

ISIN	Kupon Oranı	Bileşik Faiz			Kirli Fiyat			Tahvil Getirisi		
		31.10.2025	28.11.2025	Değişim	31.10.2025	28.11.2025	*Değişim	3 Aylık	6 Aylık	Yılbaşıandan beri
TRT120826T16	36,00%	40,97%	40,39%	-0,58	106,510	109,650	2,95%	8,57%	22,6%	36,0%
TRT100227T13	32,60%	40,25%	39,19%	-1,06	102,680	106,180	3,42%	8,12%	23,1%	-
TRT050527T33	41,00%	40,28%	38,81%	-1,47	124,360	108,360	3,80%	9,01%	24,5%	-
TRT140727T14	37,80%	40,06%	38,62%	-1,44	112,100	116,480	3,91%	8,89%	-	-
TRT081128T15	31,10%	37,44%	35,97%	-1,47	108,350	97,450	4,64%	8,43%	22,4%	29,5%
TRT120929T12	30,00%	36,74%	35,37%	-1,37	95,390	100,020	4,86%	8,45%	21,8%	25,1%
TRT100730T13	34,10%	36,36%	35,48%	-0,88	110,970	115,410	3,99%	8,31%	-	-
TRT021030T18	33,90%	36,21%	35,36%	-0,85	103,390	107,350	4,09%	-	-	-
TRT051033T12	26,20%	31,85%	31,49%	-0,36	90,740	93,560	3,11%	4,61%	19,3%	22,5%
TRT270934T18	27,70%	32,28%	31,87%	-0,41	94,540	97,630	3,27%	4,94%	18,5%	20,7%
TRT050935T13	30,10%	31,94%	31,53%	-0,41	104,470	107,870	3,25%	-	-	-

*Kupon ödeme tarihlerinde kirli fiyat teknik olarak düşer; bu hareket, piyasa kaynaklı bir değer kaybı değil, kuponun tahvil fiyatından ayrışmasıdır. Gerçek fiyat değişimini izleyebilmek adına, dönemsel değişim hesaplamasında kupondan arındırılmış adjusted fiyatlar kullanılmıştır.

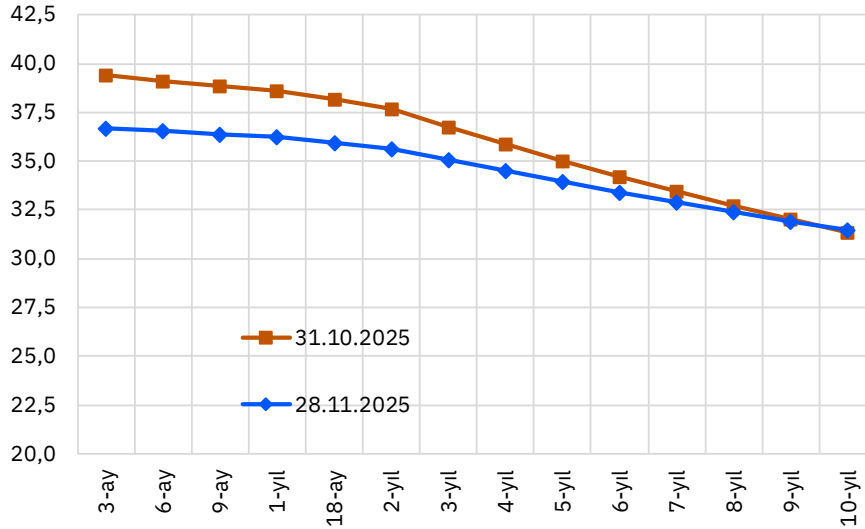
*Tahvil getirisi bölümünde boş bırakılan kısımlar ilgili tahvillerin son dönemde ihraç edildiğinden kaynaklıdır.

TLREF'e Endeksli Tahviller

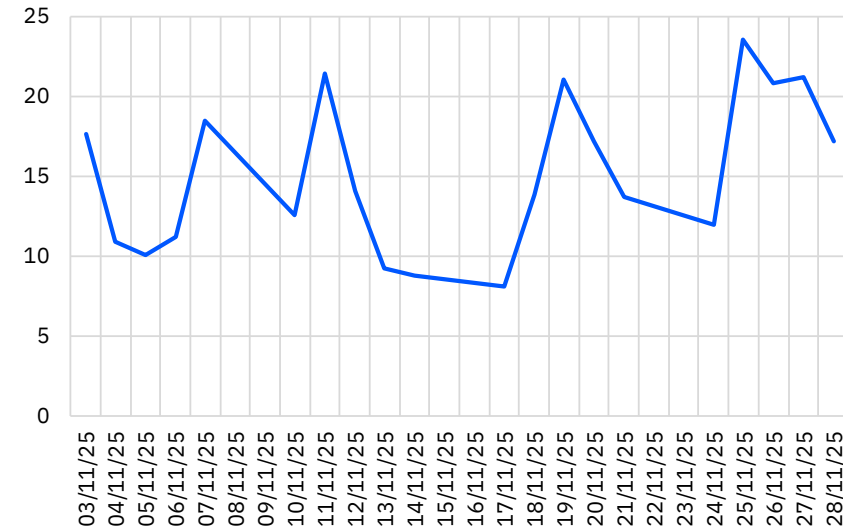
ISIN	Kupon Oranı 31 Ekim-28 Kasım	Bileşik Faiz			Kirli Fiyat			Tahvil Getirisi		
		31.10.2025	28.11.2025	Değişim	31.10.2025	28.11.2025	*Değişim	3 Aylık	6 Aylık	Yılbaşıandan beri
TRT160627T13	%50,6-%50,6	46,33%	46,47%	0,14	106,290	109,770	3,27%	10,84%	24,7%	49,2%
TRT061228T16	%42,7-%42,7	48,81%	48,86%	0,05	104,680	108,420	3,57%	13,31%	27,6%	51,6%
TRT040729T14	%46,1-%46,1	51,37%	51,28%	-0,09	113,740	117,550	3,35%	13,69%	-	-

*Kupon ödeme tarihlerinde kirli fiyat teknik olarak düşer; bu hareket, piyasa kaynaklı bir değer kaybı değil, kuponun tahvil fiyatından ayrışmasıdır. Gerçek fiyat değişimini izleyebilmek adına, dönemsel değişim hesaplamasında kupondan arındırılmış adjusted fiyatlar kullanılmıştır.

Verim Eğrisi



DİBS Piyasası Toplam İşlem Hacmi (Milyar TL)



Değerlendirme

Kasım ayında tahvil piyasasında verim eğrisi genel olarak **aşağı yönlü** bir görünüm sergilerken, bu düşüş hareketinin büyük bölümü Kasım ayının son haftasında gerçekleşti. Özellikle kısa ve orta vadeli kıymetlerde belirgin olmakla birlikte, uzun vadeli tahvillerde de ay sonunda sert bir geri çekilme yaşandığı dikkat çekti. Özellikle uzun vadeli tarafta ayın ilk yarısında yükselişler yaşandıysa da, son haftadaki bu düşüş sonrası faizler ekim sonu seviyelerine yaklaştı. Bu eğilimde en belirleyici unsur, **Kasım ayına ilişkin enflasyonun düşük gelmesine yönelik güçlenen beklentiler** oldu. Aylık enflasyon patikasının öngörülenden daha ılımlı gerçekleşeceğine dair işaretler, Aralık PPK toplantısında faiz indirim miktarının daha yüksek olabileceğine yönelik fiyatlamaları destekledi. Bu durum özellikle verim eğrisinin kısa ve orta bölgesinde daha sert bir şekilde karşılık buldu. Diğer yandan, Türkiye'nin risk primi de piyasayı destekleyen bir unsur olarak öne çıktı. CDS'in 236 baz puana gerileyerek Nisan 2018'den bu yana en düşük seviyesine inmesi, hem yabancı ilgisini hem de yerel yatırımcıların uzun vade iştahını artırarak getiri eğrisindeki düşüşü hızlandırdı. Risk primindeki bu iyileşme, özellikle uzun vadeli faizlerdeki ay sonu hareketini kuvvetlendirdi.

Kasım ayında DİBS piyasasında işlem hacimleri dalgalı bir seyir izledi. Ayın özellikle ilk yarısında hacimler görece sınırlı ve yatay ilerlerken, orta vadede küresel piyasa oynaklığı ve veri akışındaki belirsizlikler nedeniyle işlem aktivitesinde düşüş görüldü. Ayın son haftasında ise işlem hacminde sıçrama dikkat çekti. Getiri eğrisindeki hızlı düşüş, enflasyon beklentilerindeki iyileşme yatırımcıların yeniden pozisyonlanmasına yol açtı. Özellikle kısa vadeli kıymetlere yönelik güçlü talep, işlem hacimlerini yukarı taşıdı. Ayın son birkaç gününde görülen bu toparlanma, piyasada yeni faiz patikasına uyum sürecinin hızlandığına işaret etti.

Düşük Riskli /Temkinli Portföy

Grup	Oran	ISIN	Tür	İtfa Tarihi	Basit Getiri	Bileşik Getiri*	Kupon Oranı
A	35%	TRB170626T13	Hazine Bonosu	17.Haz.26	36,25%	42,65%	İskontolu
		TRT120826T16	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	12.Ağu.26	36,71%	40,07%	36,0%
B	30%	TRT160627T13	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	16.Haz.27	40,02%	46,43%	50,6%
		TRT061228T16	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	6.Ara.28	41,79%	48,81%	42,7%
		TRT040729T14	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	4.Tem.29	46,05%	51,35%	46,1%
C	15%	TRT140727T14	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	14.Tem.27	35,60%	38,77%	37,8%
D	20%	TRT021030T18	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	2.Eki.30	32,33%	34,94%	33,9%
		TRT120929T12	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	12.Eyl.29	32,69%	35,36%	30,0%

*Hazine Bonosu için Bileşik Getiri sütununda mevduat eşleniği gösterilmiştir.
02.12.2025 Salı kapanış verileridir.

Tablolarda **TLREF'e endeksli tahvillerin** getiri oranları yüksek görünse de, bu kuponlar değişken yapıya sahiptir ve ilgili üç aylık kupon dönemindeki TLREF ortalamasına göre belirlenir. Faiz indirim sürecinde olduğumuzdan, kupon ödeme tarihinde geçerli olacak oranlar tabloda görünen değerlerden daha düşük gerçekleşebilir. Buna rağmen TLREF tahvillerinin portföydeki ağırlığı, düşen faiz ortamında dahi anlamlı bir gelir sağlayacak ve portföyün defansif niteliğini güçlendirecek şekilde belirlenmiştir. **Yatırımcıların tablodaki "en yüksek getiri"ye bakarak tüm portföylerini tek bir gruba yönlendirmemesi önem arz etmektedir.**

Portföy Değerlendirme ve Tavsiye

Bu portföy, öncelikle koruma odaklı ve temkinli yatırımcılar için tasarlanmış olup, mevduat üzeri getiriye hedeflemektedir. Portföyün temelini, kısa vadeli yapısıyla risksiz getiri sağlayan A grubundaki iskontolu hazine bonosu (**TRB170626T13**) ve ilgili kısa vadeli tahvil oluşturmaktadır. Bu araçlar, mevduata göre daha avantajlı bir seçenek sunarken, portföyün istikrarını destekler. A grubunun portföydeki ağırlığı %35 olarak önerilmektedir. C grubundaki kısa-orta vadeli sabit kuponlu tahvil (**TRT140727T14**), yüksek gelir potansiyeli taşır. Kısa-orta vadeli sabit kuponlu tahvil, likidite avantajı, faiz beklentilerine hızlı yanıt verme kapasitesi ve uzun vadeli tahvillere kıyasla daha sınırlı da olsa fiyat kazancı potansiyeli ile portföyün esnekliğini artırır. Bu nedenle, gösterge niteliğindeki 2 yıl vadeli bu tahvil her temkinli portföyde yer almalıdır.

Portföyün defansif omurgasını güçlendiren B grubundaki TLREF'e endeksli tahviller, hem enflasyon ve faiz artışı riskine karşı koruma sağlamakta hem de yüksek kupon oranları ile dikkat çekmektedir. Bu kıymetler değişken kupon yapısıyla faiz artışı dönemlerinde portföye güvenli bir gelir akışı sunar. TLREF ağırlığı, portföyün defansif karakterini oluşturur ve kısa-orta vadeli getiri potansiyeli korunmuştur. D grubunda yer alan tahviller **TRT021030T18 ve TRT120929T12**, portföyün uzun vadeli bileşenini temsil eder. 4-5 yıl vadeli bu sabit kuponlu tahviller, orta-uzun vadeli pozisyon almak isteyen yatırımcılar için alternatif bir seçenek sunar. Faiz düşüşü senaryolarında değer kazancı potansiyeli taşımasının yanı sıra, portföyün vade çeşitliliğini artırarak dengeli bir getiri profili oluşmasına katkı sağlar. İçinde bulunduğumuz faiz indirim döngüsü ve enflasyondaki iyileşme ile beraber bu portföyde ağırlığımızı %20'ye çıkardık. Bu strateji, kısa vadeli güvenlik, orta vadeli getiri ve TLREF'e endeksli tahvillerle sağlanan defansif korumayı bir araya getirerek, düşük riskli ancak verimli bir portföy oluşturmayı hedefler.

Getiri Odaklı Dengeli Portföy

Grup	Oran	ISIN	Tür	İtfa Tarihi	Basit Getiri	Bileşik Getiri*	Kupon Oranı
A	20%	TRB170626T13	Hazine Bonosu	17.Haz.26	36,25%	42,65%	İskontolu
		TRT120826T16	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	12.Ağu.26	36,71%	40,07%	36,0%
B	20%	TRT160627T13	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	16.Haz.27	40,02%	46,43%	50,6%
		TRT061228T16	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	6.Ara.28	41,79%	48,81%	42,7%
		TRT040729T14	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	4.Tem.29	46,05%	51,35%	46,1%
C	20%	TRT140727T14	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	14.Tem.27	35,60%	38,77%	37,8%
D	20%	TRT021030T18	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	2.Eki.30	32,33%	34,94%	33,9%
		TRT120929T12	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	12.Eyl.29	32,69%	35,36%	30,0%
E	20%	TRT051033T12	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	5.Eki.33	28,92%	31,01%	26,20%
		TRT270934T18	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	27.Eyl.34	29,39%	31,55%	27,7%
		TRT050935T13	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	5.Eyl.35	29,19%	31,33%	30,1%

Tablolarda **TLREF'e endeksli tahvillerin** getiri oranları yüksek görünse de, bu kuponlar değişken yapıya sahiptir ve ilgili üç aylık kupon dönemindeki TLREF ortalamasına göre belirlenir. Faiz indirim sürecinde olduğumuzdan, kupon ödeme tarihinde geçerli olacak oranlar tabloda görünen değerlerden daha düşük gerçekleşebilir. Buna rağmen TLREF tahvillerinin portföydeki ağırlığı, düşen faiz ortamında dahi anlamlı bir gelir sağlayacak ve portföyün defansif niteliğini güçlendirecek şekilde belirlenmiştir. **Yatırımcıların tablodaki "en yüksek getiri"ye bakarak tüm portföylerini tek bir gruba yönlendirmemesi önem arz etmektedir.**

Portföy Değerlendirme ve Tavsiye

*Hazine Bonosu için Bileşik Getiri sütununda mevduat eşleniği gösterilmiştir.
02.12.2025 Salı kapanış verileridir.

Bu portföy, yüksek getiriyi korurken riski stratejik şekilde yönetmeye odaklanmıştır. Farklı vade ve yapılarıdaki tahvilleri dengeli şekilde dağıtarak istikrarlı getiri hedeflenmiş ve makul risk çerçevesinde dağılım yapılmıştır. TLREF'e endeksli tahvillerin ağırlığı ile portföyün defansif yapısı güçlendirilmiş; kupon oranlarının piyasa faizleriyle otomatik güncellenmesi sayesinde enflasyon ve faiz riskine karşı etkin koruma sağlanmaktadır. Uzun vadeli sabit kuponlu tahvillerin payı da %20 seviyesine çıkarılmış, böylece hem **durasyon** riski kontrol altına alınmış hem de faiz indirim döngüsünden portföyün hedefine göre optimal şekilde faydalanılması hedeflenmiştir. Kısa-orta vadeli sabit kuponlu tahvil (C grubu), likidite avantajı sunarak portföyün esnekliğini artırmakta; uzun vadeli tahvillere kıyasla daha düşük risk profili sergilemekte ve faiz indirimlerinden kısmi kazanç elde etme imkânı sunmaktadır. Portföy, kısa-orta vadeli araçlara ağırlık vererek likiditeyi güçlendirirken, TLREF'e endeksli tahvillerle defansif bir tampon oluşturur. Enflasyonda görülen iyileşmeden ötürü bu tahvillerde ağırlığı hafif düşürdük ancak yüksek faiz senaryosuna istinaden bu tahvillerde önemli seviyede ağırlık tutmaya devam ediyoruz.

Sabit kuponlu tahvillerin sağladığı istikrarlı gelir ile portföy, dengeli bir getiri profili hedeflemektedir. Ayrıca, dengeli vade dağılımı ile olası faiz şoklarına karşı dayanıklılık sağlamaktadır. D grubunda yer alan likiditesi yüksek **TRT021030T18 ve TRT120929T12** tahvilleri, portföye kontrollü bir şekilde uzun vadeli pozisyon ekleyerek getiri potansiyelini artırır. 4-5 yıl vadeli bu sabit kuponlu kıymetler, faiz düşüşü senaryolarında fiyat kazancı sağlayabilme kapasitesine sahip olup, portföyün getiriyi artırma stratejisi ile uyumlu bir tamamlayıcı araç olarak değerlendirilmektedir. Yatırımcılar, uzun vadeli tahvil payını %20 bandına çıkararak, büyüme fırsatlarını korumayı amaçladık. Defansif TLREF ağırlığı ise portföyün risk-dengesi optimize edebilir. Bu yapı, hem faiz hareketlerine stratejik tepki verebilen hem de likidite ve defansif korumayı bir arada sunan bir getiri odaklı portföy profili oluşturmaktadır.

Stratejik Atak Portföy

Grup	Oran	ISIN	Tür	İtfa Tarihi	Basit Getiri	Bileşik Getiri*	Kupon Oranı
A	40%	TRT051033T12	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	5.Eki.33	28,92%	31,01%	26,20%
		TRT270934T18	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	27.Eyl.34	29,39%	31,55%	27,7%
		TRT050935T13	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	5.Eyl.35	29,19%	31,33%	30,1%
B	25%	TRT021030T18	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	2.Eki.30	32,33%	34,94%	33,9%
		TRT120929T12	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	12.Eyl.29	32,69%	35,36%	30,0%
C	10%	TRB170626T13	Hazine Bonosu	17.Haz.26	36,25%	42,65%	İskontolu
		TRT120826T16	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	12.Ağu.26	36,71%	40,07%	36,0%
D	10%	TRT140727T14	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	14.Tem.27	35,60%	38,77%	37,8%
E	15%	TRT160627T13	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	16.Haz.27	40,02%	46,43%	50,6%
		TRT061228T16	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	6.Ara.28	41,79%	48,81%	42,7%
		TRT040729T14	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	4.Tem.29	46,05%	51,35%	46,1%

Tablolarda **TLREF'e endeksli tahvillerin** getiri oranları yüksek görünse de, bu kuponlar değişken yapıya sahiptir ve ilgili üç aylık kupon dönemindeki TLREF ortalamasına göre belirlenir. Faiz indirim sürecinde olduğumuzdan, kupon ödeme tarihinde geçerli olacak oranlar tabloda görünen değerlerden daha düşük gerçekleşebilir. Buna rağmen TLREF tahvillerinin portföydeki ağırlığı, düşen faiz ortamında dahi anlamlı bir gelir sağlayacak ve portföyün defansif niteliğini güçlendirecek şekilde belirlenmiştir. Yatırımcıların tablodaki **“en yüksek getiri”ye bakarak tüm portföylerini tek bir gruba yönlendirmemesi önem arz etmektedir.**

Portföy Değerlendirme ve Tavsiye

*Hazine Bonosu için Bileşik Getiri sütununda mevduat eşleniği gösterilmiştir.
02.12.2025 Salı kapanış verileridir.

Bu portföy, faiz hareketlerine karşı proaktif tepki verebilen ve farklı risk profillerini yönetebilen yapıdadır. A grubunda yer alan uzun vadeli sabit kuponlu tahviller (%40 ağırlık), yüksek durasyonları sayesinde faiz oranlarındaki düşüşlerden en yüksek getiri potansiyelini sağlayan ana bileşeni oluşturur. Özellikle **TRT270934T18, TRT051033T12 ve TRT050935T13** gibi tahviller, portföyün büyüme odaklı segmentinde öne çıkar. Bununla birlikte, faizlerin yükselmesi durumunda bu tahvillerin fiyatlarındaki **volatilité ve düşüş riski** görece daha yüksektir. Portföyün B grubunda yer alan **TRT021030T18 ve TRT120929T12** kodlu tahviller (%25), uzun vadeli pozisyon dağılımını artırırken daha dengeli bir fiyat duyarlılığı profili sunar. Bu 4-5 yıllık likiditesi yüksek olan sabit kuponlu kıymetler, orta vadeli stratejik alımlar için uygun olup, faiz düşüşlerinden daha sınırlı fakat istikrarlı bir kazanç elde edilmesini destekler.

Defansif segmenti temsil eden E grubundaki TLREF'e endeksli tahviller ise portföyü faiz ve enflasyon riskine karşı korur. Görece yüksek seyreden enflasyon ve bununla paralel yüksek faiz senaryosuna istinaden bu tahvillerde %15 ağırlık verdik. Kupon oranlarının otomatik güncellenmesi, faiz artışlarında gelir akışının korunmasını sağlar ve portföyün stabilitesine katkıda bulunur. Kısa-orta vadeli sabit kuponlu tahvil (D grubu), likidite avantajıyla portföyün esnekliğini artırırken, uzun vadeli tahvillere göre daha düşük volatilité ve risk sunar. Faiz indirimlerinden kısmi kazanç sağlama potansiyeline sahiptirler. Sermaye koruması odaklı C grubu tahviller ise portföyün sabit-net getirisi bakımından kritik bir rol üstlenir. Portföy, agresif büyüme stratejisini (uzun vadeli tahviller) defansif enstrümanlarla (TLREF'e endeksli ve likit kıymetler) optimal şekilde dengeleyerek, hem faiz düşüşlerinden kârlılık elde etmeyi hem de olası piyasa şoklarına karşı direnç göstermeyi hedefler. Yatırımcılar, risk iştahına bağlı olarak grupların ağırlıklarını dinamik biçimde ayarlayarak, stratejik ve esnek bir yönetim gerçekleştirebilir.

Hazine Finansman Programı (Milyar TL)

(Milyar TL)	Ara.25	Oca.26	Şub.26
Ödemeler	124,2	739,3	740,5
İç Borç Servisi	109,6	606,4	620,5
Anapara	0,5	196,6	465,9
Faiz	109,1	409,8	154,6
Dış Borç Servisi	14,6	132,8	119,9
Anapara	7,6	86,3	90,2
Faiz	7,0	46,6	29,7
Finansman	124,2	739,3	740,5
Borçlanma Dışı Kaynaklar	0,0	196,6	157,4
Borçlanma	124,2	542,6	583,0
Dış Borçlanma	0,0	0,0	0,0
İç Borçlanma	124,2	542,6	583,0
İç Borç Çevirme Rasyosu	113,3%	89,5%	94,0%
Net İç Borçlanma	123,7	346,0	117,1

İç Borç Ödemeleri (Milyon TL)

Ara.25	Piyasa	Kamu	Toplam
3.12.2025	9.076	226	9.302
10.12.2025	62.388	5.892	68.280
12.12.2025	713	0	713
17.12.2025	21.317	1.446	22.763
26.12.2025	0	4.695	4.695
31.12.2025	3.720	171	3.891
TOPLAM	97.214	12.430	109.644
Oca.26	Piyasa	Kamu	Toplam
2.01.2026	563	0	563
7.01.2026	47.360	4.189	51.549
14.01.2026	302.829	50.525	353.354
21.01.2026	38.276	672	38.948
26.01.2026	162.011	0	162.011
TOPLAM	551.039	55.386	606.425
Şub.26	Piyasa	Kamu	Toplam
4.02.2026	51.236	0	51.236
11.02.2026	92.418	18.002	110.420
18.02.2026	427.336	26.174	453.510
20.02.2026	4.490	0	4.490
25.02.2026	705	181	886
TOPLAM	576.185	44.357	620.542

Değerlendirme

Takvimde **Ocak ve Şubat 2026 döneminde** iç borç ödemelerinin aylık bazda 600 milyar TL üzerinde seyretmesi dikkat çekiyor; bunun arkasında hem yüksek faiz yükü (toplamda 564 milyar TL) hem de yoğun anapara geri ödemeleri (toplamda 663 milyar TL) bulunuyor. Kasım ve Aralık aylarına kıyasla bu artış, Hazine'nin yıl başında yüklü iç borç itfalarıyla karşı karşıya olduğunu gösteriyor. Bu dönemde piyasa borçlanmalarındaki planlama da sert şekilde artarak yılın ilk 2 ayında toplam 1,12 milyar TL üzerinde belirtilmiştir; iç borç çevirme oranının ise %91,7 seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Hazine Aralık-Şubat dönemi toplamında ise 663 milyar TL'si anapara ve 674 milyar TL'si faiz olmak üzere 1,34 trilyon TL iç borç geri ödemesi gerçekleştirecek. Dış borç geri ödemelerinin TL karşılığının ise yaklaşık 267 milyar TL olması öngörülmüyor. Hazine bu dönemde toplamda 1,25 trilyon TL üzerinde iç borçlanma planlarken, bu yaklaşık %99'luk bir iç borç çevirme rasyosuna denk geliyor. Bu rakamlara göre, bu dönemde, Hazine'nin net iç borçlanma tutarının (yeni tahvil ihracının) ise yaklaşık 587 milyar TL olması öngörülmüyor.

Hazine'nin Gerçekleşen Finansman Tablosu (Ocak-Kasım)

(Milyar TL)	01.25	02.25	03.25	04.25	05.25	06.25	07.25	08.25	09.25	10.25	11.25	Ocak-Kasım
Ödemeler	260,8	235,7	274,1	289,8	183,5	322,0	357,0	353,9	287,2	346,5	230,7	3.141,2
İç Borç Servisi	220,8	117,7	128,5	268,8	157,9	267,1	308,5	330,0	254,8	241,2	95,2	2.390,4
Anapara	102,3	0,0	14,8	57,0	84,0	25,0	236,5	186,1	54,3	126,4	0,0	886,4
Faiz	112,9	111,5	113,7	211,8	73,9	242,1	72,0	143,9	200,5	114,8	95,2	1.492,3
Dış Borç Servisi	40,0	118,0	145,6	21,0	25,6	55,0	48,6	23,9	32,5	105,3	135,5	750,8
Anapara	5,1	103,8	119,6	1,6	6,7	49,9	7,7	8,8	7,5	84,3	113,2	508,2
Faiz	34,9	14,3	26,0	19,4	18,9	5,1	40,8	15,1	24,9	21,0	22,3	242,6
Finansman	260,8	235,7	274,1	289,8	183,5	322,0	357,0	353,9	287,2	346,5	230,7	3.141,2
Borçlanma Dışı Kaynaklar	-60,5	-71,5	63,1	-40,2	-125,2	-5,8	-364,0	-170,9	-65,2	113,7	101,7	-624,8
Borçlanma	321,3	307,2	211,0	330,0	308,8	327,9	721,0	524,8	352,4	232,8	129,0	3.766,1
Dış Borçlanma	10,3	92,9	5,5	2,5	87,5	6,7	202,3	6,1	74,9	18,1	0,0	506,8
İç Borçlanma	311,0	214,3	215,0	327,5	221,3	321,1	518,7	518,7	277,5	214,8	129,0	3.268,8
Net İç Borçlanma	208,7	214,3	200,2	270,5	137,3	296,1	282,2	332,6	223,2	88,3	129,0	2.382,4
Net Dış Borçlanma	5,2	-10,8	-114,1	0,9	80,8	-43,1	194,6	-2,7	67,3	-66,3	-113,2	-1,4
İç Borç Çevirme Rasyosu	140,8%	182,1%	167,4%	121,8%	140,1%	120,2%	168,2%	157,2%	108,9%	89,0%	135,5%	136,7%

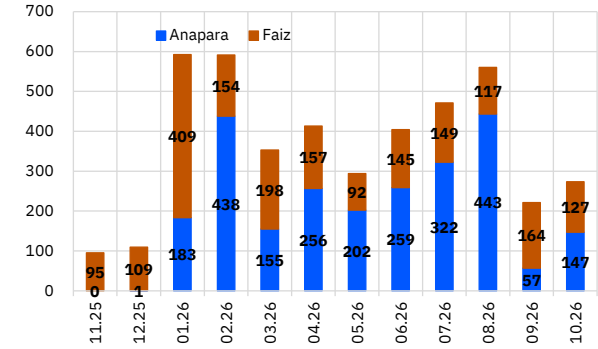
Kasım 2025 Hazine Gerçekleşmeleri: Ödemeler ve Borçlanma Dinamikleri

Kasım 2025'te Hazine'nin toplam ödemeleri 230,7 milyar TL olurken Ocak-Kasım döneminde toplam ödemeler yaklaşık 3,14 trilyon TL olarak gerçekleşti. Kasımda ödemelerin büyük kısmını dış borç servisi 135,5 milyar TL ile oluşturdu. Ayrıca kasım ayında iç borç anapara ödemesi yapılmazken iç borç servisinin tamamını faiz yükü (95 milyar TL) oluşturdu. Şubat 2025'ten beri ilk kez iç borç servisinde anapara ödemesi bulunmadı.

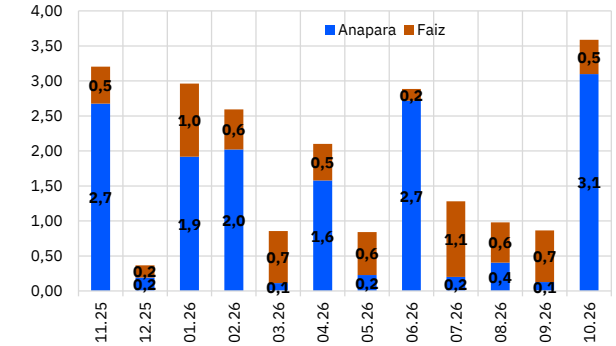
Finansman tarafında Kasım'da net iç borçlanma 129 milyar TL oldu. Borçlanma dışı kaynaklarda 101,7 milyar TL fazla oluştu. İç borç çevirme oranı %135,5 ile 2025 yılının ortalama seviyesinde gerçekleşti.

Ocak-Kasım döneminde net iç borçlanma yaklaşık yaklaşık 2,4 trilyon TL, brüt borçlanma yaklaşık 3,8 trilyon TL seviyesinde seyretti. Brüt borçlanmanın bu miktara ulaşması, bütçe açığının yönetimini zorlaştıran bir risk olarak öne çıkıyor ve Hazine'nin Orta Vadeli Program kapsamında 2026 bütçesinde daha sıkı mali hedefler belirlemesini gerektirebilir.

İç Borç Geri Ödemeleri (Milyar TL)



Dış Borç Geri Ödemeleri (Milyar USD)



HAZİNE’NİN KASIM AYI İHALE PERFORMANSI

İhale Türü	İhraç Yöntemi	Vadesi	Kupon Sıklığı	İhale Tarihi	İtfa Tarihi	ISIN	Teklif (Milyon TL)	Borçlanma (Milyon TL)			Borçlanma / Teklif	Bileşik Faiz
								İhale	ROT	Toplam		
Hazine Bonosu	Yeniden ihraç	7 Ay		10.11.2025	17.06.2026	TRB170626T13	66.714	22.742	11.375	34.117	34,10%	41,13%
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	2 Yıl	2	11.11.2025	13.10.2027	TRT131027T36	49.178	20.352	20.050	40.402	41,40%	39,99%
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	5 Yıl	2	11.11.2025	2.10.2030	TRT021030T18	18.741	3.120	4.000	7.120	16,70%	36,72%
TLREFK'ye Endeksli Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	2 Yıl	2	18.11.2025	17.11.2027	TRD171127T13				17.783		
ABD Doları Cinsi Devlet Tahvili	Doğrudan Satış	2 Yıl	2	20.11.2025	19.11.2027	TRT191127F19				21.932		
ABD Doları Cinsi Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	2 Yıl	2	20.11.2025	19.11.2027	TRD191127F17				7.641		
TOPLAM										128.995		

Kasım Ayı Devlet İç Borçlanma Programı Değerlendirmesi

Kasım ayında, Hazine’nin iç borçlanma faaliyetleri 2025 yılı içinde en düşük borçlanma miktarının gerçekleştiği ay oldu. İç piyasadan gerçekleştirilen 6 ihale ile toplam **129 milyar TL’lik** borçlanma sağlandı. Bu tutar, Hazine’nin kasım ayı için planladığı 128,3 milyar TL’lik iç borçlanma hedefi ile paralel gerçekleşti.

Ay boyunca **net iç borçlanma** iç borç servisinde anapara ödemesi olmaması sebebiyle **129 milyar TL** seviyesinde gerçekleşirken, dış piyasalardan borçlanma yapılmadı. Hazine ilk 11 ayda 20 milyar \$’a yakın dış borç geri ödemesine karşılık kabaca **13 milyar \$’lık dış borçlanma** gerçekleştirdi (8,75 milyar USD + 1,50 milyar EUR + 2,5 milyar USD kira sertifikası). Buna göre, Hazine’nin döviz nakit pozisyonundaki değişimlere de bakıldığında, iç borçlanmanın bir kısmının dış borç geri ödemelerine kaydırıldığını da söyleyebiliriz. Ödeme tarafında ise Kasım ayında TL karşılığı olarak 113,2 milyar TL dış borç anapara ödemesi ve 22,3 milyar TL dış borç faiz ödemesi gerçekleştirildi.

İç borç çevirme rasyosu, Ekim ayında %89 seviyesindeyken, **Kasım’da %135,5** olarak gerçekleşti. Ocak–Kasım dönemine bakıldığında ise iç borç çevirme rasyosunun %136 seviyesini aştığı görülüyor. Hazine’nin Ekim sonunda yayınladığı 2026 yılı finansman programına göre de, toplamda 5,0 trilyon TL iç borçlanma öngörülüyor. Hazine, 2026 yılı genelinde 5,3 trilyon TL’nin biraz üzerinde iç borçlanma planlarken, bu iç borç çevirme rasyosunun %106 olarak öngörüldüğünü gösteriyor. Bu oranda belli bir sapma (%110-115) ihtimali olabileceğini düşünmekle beraber, 2025 yılındaki %136’lık gerçekleşmeye göre önemli bir iyileşmeden bahsedebiliriz.

Kasım ayında gerçekleştirilen ihraçların kompozisyonuna bakıldığında; Hazine Bonosu ve 2 yıl vadeli Sabit Kuponlu Devlet Tahvili öne çıktı. En güçlü talep, 2 yıl vadeli **TRT131027T36 kodlu** sabit faizli devlet tahvili ile **TRB170626T13** kodlu hazine bonosuna geldi. Bu tablo, yatırımcıların kısa–orta vadeli kıymetlere yönelik iştahının devam ettiğini gösteriyor.

Hazine, **2026 borçlanma stratejisinde** TL ağırlığının korunması, faiz yükünün etkin yönetimi için vadesi yakın borçların payının kontrol altında tutulması ve likidite riskine karşı güçlü bir nakit rezervi bulundurulmasını temel öncelikleri arasında bulunduruyor. Hazine ayrıca uluslararası piyasalarda ABD doları dışında uygun koşullar oluşması halinde farklı para birimlerinden ihraçlara da açık bir duruş sergiliyor.

Aralık - İhale Takvimi

İhale Türü	İhraç Yöntemi	Vadesi	Kupon Sıklığı	İhale Tarihi	İtfa Tarihi	Ticker	Teklif (Milyon TL)	Borçlanma (Milyon TL)			Borçlanma / Teklif	Bileşik Faiz
								İhale	ROT	Toplam		
Hazine Bonosu	Yeniden ihraç	6 Ay		8.12.2025	17.06.2026							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	2 Yıl	2	9.12.2025	13.10.2027							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	5 Yıl	2	9.12.2025	2.10.2030							
TLREFK'ye Endeksli Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	2 Yıl	2	16.12.2025	15.12.2027							
TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	5 Yıl	2	16.12.2025	11.09.2030							

Ocak 2026 - İhale Takvimi

İhale Türü	İhraç Yöntemi	Vadesi	Kupon Sıklığı	İhale Tarihi	İtfa Tarihi	Ticker	Teklif (Milyon TL)	Borçlanma (Milyon TL)			Borçlanma / Teklif	Bileşik Faiz
								İhale	ROT	Toplam		
Hazine Bonosu	İlk İhraç	10 Ay		5.01.2026	18.11.2026							
Değişken Faizli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	7 Yıl	2	5.01.2026	11.08.2032							
Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	2 Yıl	2	6.01.2026	5.01.2028							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden ihraç	5 Yıl	2	6.01.2026	2.10.2030							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	2 Yıl	2	12.01.2026	13.10.2027							
TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili	İlk İhraç	4 Yıl	2	12.01.2026	9.01.2030							
TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	İlk İhraç	4 Yıl	2	13.01.2026	9.01.2030							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	10 Yıl	2	13.01.2026	5.09.2035							

Şubat 2026 - İhale Takvimi

İhale Türü	İhraç Yöntemi	Vadesi	Kupon Sıklığı	İhale Tarihi	İtfa Tarihi	Ticker	Teklif (Milyon TL)	Borçlanma (Milyon TL)			Borçlanma / Teklif	Bileşik Faiz
								İhale	ROT	Toplam		
Hazine Bonosu	Yeniden İhraç	9 Ay		9.02.2026	18.11.2026							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	5 Yıl	2	9.02.2026	2.10.2030							
Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	5 Yıl	2	10.02.2026	5.02.2031							
Değişken Faizli Devlet Tahvili	Yeniden ihraç	7 Yıl	2	10.02.2026	11.08.2032							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	2 Yıl	2	16.02.2026	13.10.2027							
TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	2	16.02.2026	9.01.2030							
TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	2	17.02.2026	9.01.2030							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	10 Yıl	2	17.02.2026	5.09.2035							

Tahvil yatırımında sıkça kullanılan göstergelerden biri de **cari verimdir**. Cari verim, yatırımcının tahvili bugünkü piyasa fiyatı üzerinden alması hâlinde, yalnızca kupon ödemelerine dayanarak elde edeceği yıllık getiri oranını gösterir. Bu nedenle tahvilin “mevcut fiyatına göre kupon getirisi” olarak düşünülebilir.

Cari Verim Nedir?

Cari verim, bir tahvilin yıllık kupon ödemesinin, tahvilin güncel piyasa fiyatına bölünmesiyle hesaplanır.

Formül: Cari Verim = Yıllık Kupon Ödemesi / Tahvilin Piyasa Fiyatı

Bu oran, vade sonu getirisinden (YTM) farklı olarak tahvilin anapara kazancı/kaybı, kuponların yeniden yatırıma yönlendirilmesi veya tahvili erken satma durumundaki fiyat değişimlerini içermez. Yalnızca “kupon / fiyat” ilişkisinin anlık fotoğrafını verir.

Neden Önemlidir?

Cari verim, özellikle **piyasa fiyatı ile kupon oranı arasındaki uyumu** değerlendirmek için kritik bir göstergedir.

- Tahvilin fiyatı nominalin (100) altına düştüğünde, cari verim kupon oranının üzerine çıkar.
- Fiyat primli (100’ün üzerinde) olduğunda ise cari verim kupon oranının altına iner.

Bu sayede yatırımcı, “aynı kupona sahip iki tahvilin” hangisinin daha yüksek etkin getiri sunduğunu basitçe kıyaslayabilir.

Basit Örnek:

• Nominal Değer: 1.000 TL • Yıllık Kupon: %30 (300 TL) • Tahvilin Piyasa Fiyatı: 950 TL

Cari Verim = $300 / 950 \approx \%31,6$

Bu durumda yatırımcı, tahvili bugünkü fiyatla alırsa yalnızca kupon gelirine göre yıllık yaklaşık %31,6 getiri elde etmiş olur. Fiyattaki olası değişimler bu hesaba dâhil değildir.

Not: Cari verim **toplam getiriyi ölçmez**. Tahvili vade sonuna kadar elde tutan yatırımcı için fiyat hareketleri zaman içinde telafi edilebilirken, kısa vadeli pozisyonlarda fiyat değişimi toplam performansı ciddi şekilde etkiler. Bu nedenle cari verim, tek başına karar verme aracı değil; hızlı karşılaştırma ve **kupon-fiyat ilişkisini değerlendirme** göstergesidir.

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve 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 tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım sorumlu değildir. Değerli yatırımcılarımız, takip ettiğiniz hisselerle ilişkin analiz ve dealing hizmetlerimiz için bize 24 saat aşağıdaki numaralardan ulaşabilirsiniz.