

Yüksek iç borç çevirme oranları Hazine'nin borçlanma programını zorluyor.

3 Haziran 2025

Mayıs 2025-Nisan 2026 döneminde 3,15 trilyon TL'yi aşan iç borç geri ödemesi ve artan dış borç servis yükü, Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacında ciddi bir artışa yol açıyor.

- Hazine Mayıs ayı sonunda Haziran-Ağustos dönemi finansman programını açıkladı. Buna göre, Hazine Haziran ayında 266 milyar TL iç borç ve 55 milyar TL karşılığı dış borç geri ödemesi gerçekleştirecek. Buna karşılık, toplam 8 ihale ile 279 milyar TL'lik borçlanma hedeflenirken, öngörülen borç çevirme oranı %105'e tekabül ediyor.
- Hazine Haziran-Ağustos dönemi toplamında ise 447 milyar TL'si anapara ve 472 milyar TL'si faiz olmak üzere 919 milyar TL iç borç geri ödemesi gerçekleştirecek. Dış borç geri ödemelerinin TL karşılığının ise yaklaşık 136 milyar TL olması öngörülüyor. Hazine toplamda 1 trilyon TL civarı iç borçlanma planlarken, bu yaklaşık %111'lik bir iç borç çevirme rasyosuna denk geliyor. Bu rakamlara göre, bu dönemde, Hazine'nin net iç borçlanma tutarının (yeni tahvil ihracının) ise 577 milyar TL olması öngörülüyor.
- Yılın ilk 5 aylık dönemde ise Hazine'nin 899 milyar TL'lik iç borç geri ödemesine karşılık yaklaşık 1,26 trilyon TL'lik iç borçlanma gerçekleştirdiği (planlananın yaklaşık 70 milyar TL üzerinde) ve iç borç çevirme oranının 140'a ulaştığı görülüyor. Nakit bütçe açığının yüksek seyretmeye devam etmesi de Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacını artıran önemli bir unsur olarak öne çıkıyor. Şöyle ki, Ocak-Nisan döneminde nakit bütçe açığı 1,07 trilyon TL'ye, nakit bazlı faiz dışı bütçe açığı ise 401 milyar TL'ye ulaştı.
- Hazine'nin ilk 5 ayda yaklaşık 10 milyar \$'lık dış borç geri ödemesine karşılık sadece 4,5 milyar USD'lik Eurobond ihracında bulunduğu dikkate alındığında, iç borçlanmanın bir kısmının dış borç geri ödemelerine kaydırıldığını da söyleyebiliriz.
- Hazine'nin Nisan 2026 sonuna kadar açıkladığı borç geri ödeme projeksiyonlarına göre **Mayıs 2025 ile Nisan 2026 arasında 3,15 trilyon TL'ye yakın iç borç geri ödemesi görünüyor. Kısa vadeli tahvil ihraçları da dikkate alındığında bu tutarın da aşılabileceğini söyleyebiliriz.** Bu dönemde öngörülen dış borç geri ödemesi tutarı ise 19,5 milyar \$'a ulaşıyor, ki bu da iç borçlanmanın bir bölümünün dış borç geri ödemelerine aktarılmasının gerekeceğine işaret ediyor.
- Bu dönemde öngördüğümüz nakit bazlı faiz-dışı açık da dikkate alındığında, Nisan 2026 sonuna kadar olan dönemde Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacının **4,0 trilyon TL'ye ulaşabileceğini (hatta aşabileceğini) düşünüyoruz. Bu da aylık ortalama 350-360 milyar TL'lik bir rakama tekabül ediyor.** Buna göre, iç borç çevirme rasyosu da %130'un üzerinde gerçekleşebilir.

Tablo 1: İç Borç Ödemeleri (Milyon TL)

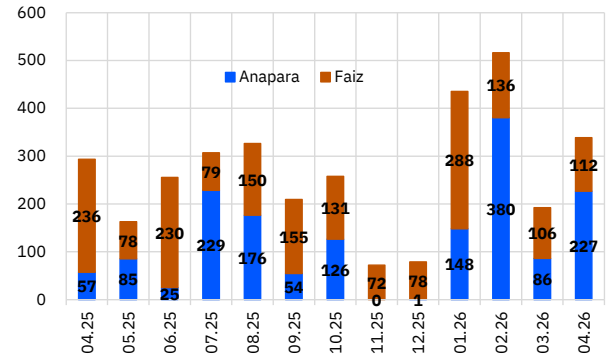
Haz.25	Piyasa	Kamu	Toplam
4.06.2025	9.144	198	9.342
11.06.2025	66.804	6.060	72.864
13.06.2025	523	0	523
18.06.2025	174.738	3.301	178.038
27.06.2025	0	4.869	4.869
TOPLAM	251.209	14.427	265.637

Tem.25	Piyasa	Kamu	Toplam
2.07.2025	6.528	385	6.912
4.07.2025	405	0	405
9.07.2025	12.936	157	13.092
16.07.2025	13.641	732	14.373
23.07.2025	279.852	791	280.642
28.07.2025	580	0	580
TOPLAM	313.941	2.064	316.005

Ağu.25	Piyasa	Kamu	Toplam
6.08.2025	19.039	6.045	25.084
8.08.2025	64.838	0	64.838
13.08.2025	70.278	12.706	82.984
20.08.2025	50.923	4.970	55.893
22.08.2025	107.983	0	107.983
27.08.2025	705	181	886
TOPLAM	313.766	23.902	337.668

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Grafik 1: Hazine'nin İç Borç Geri Ödemeleri (Milyar TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Hazine'nin Gerçekleşen Finansman Tablosu (Ocak-Mayıs)

(Milyar TL)	01.25	02.25	03.25	04.25	05.25	Ocak-Mayıs
Ödemeler	260,8	235,7	274,1	289,8	192,7	1.253,0
İç Borç Servisi	220,8	117,7	128,5	268,8	162,9	898,6
Anapara	102,3	0,0	14,8	57,0	85,1	259,2
Faiz	112,9	111,5	113,7	211,8	77,7	627,7
Dış Borç Servisi	40,0	118,0	145,6	21,0	29,8	354,4
Anapara	5,1	103,8	119,6	1,6	6,5	236,6
Faiz	34,9	14,3	26,0	19,4	23,4	117,9
Finansman	260,8	235,7	274,1	289,8	192,7	1.253,0
Borçlanma Dışı Kaynaklar	-60,5	-71,5	63,1	-25,6	-88,4	-183,0
Borçlanma	321,3	307,2	211,0	315,4	281,1	1.436,0
Dış Borçlanma	10,3	92,9	5,5	2,5	77,6	188,8
İç Borçlanma	311,0	214,3	215,0	312,9	203,5	1.256,6
Net İç Borçlanma	208,7	214,3	200,2	255,9	118,4	997,5
Net Dış Borçlanma	5,2	-10,8	-114,1	0,9	71,1	-47,7
İç borç Çevirme Rasyosu	140,8%	182,1%	167,4%	116,4%	125,0%	139,8%

Serkan Gönençler

Baş Ekonomist

serkan.gonencler@gedik.com

+90 216 453 00 00 / 2841

Burak Pırlanta

Araştırma Uzmanı

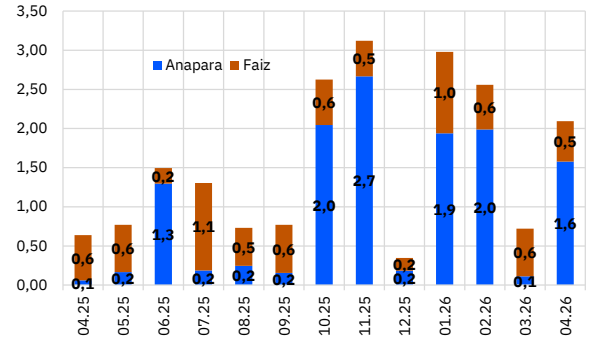
burak.pirlanta@gedik.com

+90 216 453 00 00

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

- Enflasyon düşme eğilimindeyken ve faiz indirim beklentilerinin güçlü olduğu bir süreçte Hazine'nin tahvil faizlerine baskı yapmadan böyle bir borcu çevirmesi çok sorun teşkil etmeyebilir. Ancak enflasyon beklentilerinin kötüleştiği bir dönemde, bu derece bir borcun çevrilmesi tahvil faizlerindeki potansiyel düşüşleri sınırlandırabilir. Dolayısıyla, yalnız politika faizi için değil tahvil faizlerindeki düşüş için de enflasyon beklentilerinin yeniden iyileşme eğilimine girmesi kritik önem taşıyor.
- TLREF seviyesi 2 Haziran 2025 kapanış itibarıyla %48,99 seviyesinde kalmaya devam ediyor. **Bununla beraber, döviz rezervlerinde son dönemde gözlenen normalleşme TCMB'nin faiz indirim sürecini yeniden başlatma ihtimalini destekliyor.** Ancak, mevcut şartlarda faiz indirim süreci başlasa bile, kısa vadeli faizlerin yılın ilk çeyreğindeki beklentilere göre çok daha yüksek kalmasını bekliyoruz. Ayrıca, faiz indirimiyle birlikte TL REF faizi gerilese bile, TL REF'e endeksli tahvillerde kupon ödemeleri ilgili dönemdeki ortalama faizi yansıttığı için, mevcut kupon ödemelerinin yatırımcılar için cazip bir getiri sunmaya devam edeceğini düşünüyoruz.
- TRT190826T19** kısa vadede düzenli ve yüksek kupon geliri arayan, likiditeyi ön planda tutan yatırımcılar için öne çıkarken; **TRT160627T13** orta vadede hem al-sat fırsatlarını hem de cazip kupon yapısını bir arada değerlendirmek isteyenler için dengeli ve esnek bir seçenek sunar. Uzun vadeli perspektife sahip olanlar için ise **TRT061228T16**, istikrarlı getiri ve faiz dalgalanmalarına karşı koruma imkanıyla dikkat çeker. Bu üç TLREF'e endeksli tahvil, değişen piyasa koşullarında yatırımcılara güçlü bir alternatif oluşturmaktadır.
- Hazine'nin Haziran ayında **8 adet tahvil** ihracı bulunmaktadır. 9 ay vadeli (11/03/2026) Hazine Bonosu (ilk ihraç), 4 yıl vadeli (12/09/2029) ve 6 ayda bir kupon ödemeli Sabit Kuponlu Devlet Tahvil (yeniden ihraç), 7 yıl vadeli (10/03/2032) ve 6 ayda bir kupon ödemeli Değişken Faizli Devlet Tahvili (yeniden ihraç), 2 yıl vadeli (05/05/2027) ve 6 ayda bir kupon ödemeli Sabit Kuponlu Devlet Tahvili (yeniden ihraç), 4 yıl vadeli (13/06/2029) ve 6 ayda bir kupon ödemeli TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili (ilk ihraç), 2 yıl vadeli (16/06/2027) ve 6 ayda bir kupon ödemeli Kira Sertifikası (doğrudan satış), 4 yıl vadeli (13/06/2029) ve 3 ayda bir kupon ödemeli TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili (ilk ihraç) ve 9 yıl vadeli (27/09/2034) ve 6 ayda bir kupon ödemeli Sabit Kuponlu Devlet Tahvili (yeniden ihraç) ihale edilecektir.

Grafik 2: Dış Borç Geri Ödemeleri (Milyar USD)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Tablo 2: Hazine Finansman Programı (Milyar TL)

(Milyar TL)	Haz.25	Tem.25	Ağu.25
Ödemeler	320,3	372,8	361,8
İç Borç Servisi	265,6	316,0	337,7
Anapara	25,0	235,7	186,3
Faiz	240,7	80,3	151,4
Dış Borç Servisi	54,6	56,8	24,2
Anapara	46,9	7,7	8,0
Faiz	7,7	49,1	16,2
Finansman	320,3	372,8	361,8
Borçlanma Dışı Kaynaklar	41,3	23,4	-34,2
Borçlanma	278,9	349,4	396,0
Dış Borçlanma	0,0	0,0	0,0
İç Borçlanma	278,9	349,4	396,0
İç borç Çevirme Rasyosu	105,0%	110,6%	117,3%
Net İç Borçlanma	253,9	113,7	209,7

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

HAZİNE'NİN İHALE PROGRAMI

Mayıs:

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		
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	İlk İhraç	2 Yıl	2	6.05.2025	5.05.2027	TRT050527T33	20.068	12.787	13.000	25.787	63,70%	47,19%
Değişken Faizli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	7 Yıl	2	6.05.2025	10.03.2032	TRT100332T15	9.950	5.519	4.000	9.519	55,50%	50,73%
TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	4	13.05.2025	7.03.2029	TRT070329T15	74.841	39.858	18.000	57.858	53,30%	54,57%
TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	2	13.05.2025	11.04.2029	TRT110429T18	6.825	887	8.000	8.887	13,00%	5,57%
Altın Tahvili	Doğrudan Satış	1 Yıl	2	20.05.2025	20.05.2026	TRT200526T35				39.025		
Altına Dayalı Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	1 Yıl	2	20.05.2025	20.05.2026	TRD200526T17				62.449		
TOPLAM										203.525		

Haziran:

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 Bonusu	İlk İhraç	9 Ay		10.06.2025	11.06.2026							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	2	10.06.2025	12.09.2029							
Değişken Faizli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	7 Yıl	2	10.06.2025	10.03.2032							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	2 Yıl	2	16.05.2025	5.05.2027							
TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili	İlk İhraç	4 Yıl	2	16.05.2025	13.06.2029							
Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	2 Yıl	2	17.05.2025	16.06.2027							
TLREF'e Dayalı Devlet Tahvili	İlk İhraç	4 Yıl	4	17.05.2025	13.06.2029							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	9 Yıl	2	17.05.2025	27.09.2034							

Temmuz:

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		
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	2 Yıl	2	7.07.2025	5.05.2027							
Hazine Bonusu	Yeniden İhraç	8 Ay		8.07.2025	11.03.2026							
Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	2 Yıl	2	8.07.2025	7.07.2027							
Değişken Faizli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	7 Yıl	2	8.07.2025	10.03.2032							
TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	4	14.07.2025	13.06.2029							
TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	2	14.07.2025	13.06.2029							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	9 Yıl	4	14.07.2025	27.09.2034							

Ağustos:

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		
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	2 Yıl	2	11.08.2025	5.05.2027							
TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	4	11.08.2025	13.06.2029							
Hazine Bonusu	Yeniden İhraç	7 Ay		12.08.2025	11.03.2026							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	İlk İhraç	5 Yıl	2	12.08.2025	7.08.2030							
TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	2	19.08.2025	13.06.2029							
Değişken Faizli Devlet Tahvili	Doğrudan Satış	7 Yıl	2	19.08.2025	10.03.2032							

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.