

Yüksek bütçe açığı ve biriken faiz ödemeleri nedeniyle Hazine yoğun şekilde borçlanıyor.

6 Mayıs 2025

Hazine'nin önümüzdeki 11 aylık süreçte iç borçlanma ihtiyacı 4,0 trilyon TL'ye (aylık ortalama 350-360 milyar TL) ulaşabilir.

- Hazine nisan ayı sonunda Mayıs-Temmuz dönemi finansman programını açıkladı. Buna göre, Hazine mayıs ayında 161 milyar TL iç borç ve 29 milyar TL karşılığı dış borç geri ödemesi gerçekleştirecek. Buna karşılık, toplam 6 ihale ile 188 milyar TL'lik borçlanma hedeflenirken, öngörülen borç çevirme oranı %117'ye tekabül ediyor.
- Hazine Mayıs-Temmuz dönemi toplamında ise 346 milyar TL'si anapara ve 387 milyar TL'si faiz olmak üzere 733 milyar TL iç borç geri ödemesi gerçekleştirecek. Dış borç geri ödemelerinin TL karşılığının ise yaklaşık 141 milyar TL olması öngörülüyor. Hazine toplamda 804 milyar TL iç borçlanma planlarken, bu %110'luk bir iç borç çevirme rasyosuna denk geliyor. Bu rakamlara göre, bu dönemde, Hazine'nin net iç borçlanma tutarının (yeni tahvil ihracının) ise 457 milyar TL olması öngörülüyor.
- Yılın ilk 4 aylık dönemde ise Hazine'nin 727 milyar TL'lik iç borç geri ödemesine karşılık 1,05 trilyon TL'lik iç borçlanma gerçekleştirdiği (planlananın en az 100 milyar TL üzerinde) ve iç borç çevirme oranınının 139'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-Mart döneminde nakit bütçe açığı 891 milyar TL'ye, nakit bazlı faiz dışı bütçe açığı ise 473 milyar TL'ye ulaştı.
- Hazine'nin ilk 4 ayda 9,2 milyar \$'lık dış borç geri ödemesine karşılık sadece 2,5 milyar TL'lik Eurobond ihracında bulunduğu dikkate alındığında, iç borçlanmanın bir kısmınının dış borç geri ödemelerine kaydırıldığını da söyleyebiliriz.
- Hazine'nin Mart 2026 sonuna kadar açıkladığı borç geri ödeme projeksiyonlarına göre **Mayıs 2025 ile Mart 2026 arasında 2,7 milyar 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 17 milyar \$'a ulaşıyor, ki bu da iç borçlanmanın bir bölümününün dış borç geri ödemelerine aktarılmasınının gerekeceğine işaret ediyor.
- Bu dönemde öngördüğümüz nakit bazlı faiz-dışı açık da dikkate alındığında, Mart 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)

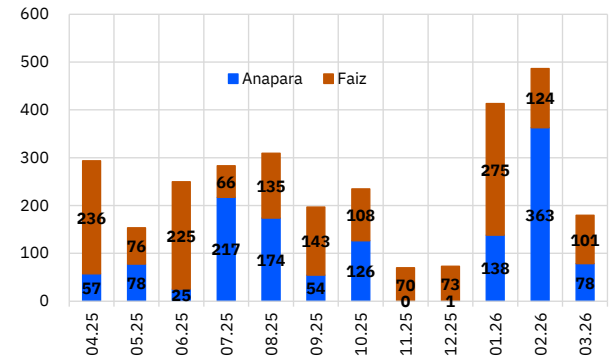
May.25	Piyasa	Kamu	Toplam
7.05.2025	12.488	1.626	14.114
14.05.2025	35.208	1.761	36.969
21.05.2025	108.012	1.401	109.413
23.05.2025	240	0	240
TOPLAM	155.948	4.788	160.736

Haz.25	Piyasa	Kamu	Toplam
4.06.2025	8.841	198	9.039
11.06.2025	57.634	5.710	63.344
13.06.2025	514	0	514
18.06.2025	174.228	3.285	177.513
27.06.2025	0	4.869	4.869
TOPLAM	241.217	14.062	255.279

Tem.25	Piyasa	Kamu	Toplam
2.07.2025	6.528	385	6.913
4.07.2025	400	0	400
9.07.2025	12.885	156	13.041
16.07.2025	13.022	729	13.751
23.07.2025	281.839	791	282.630
28.07.2025	572	0	572
TOPLAM	315.246	2.061	317.307

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-Nisan)

(Milyar TL)	01.25	02.25	03.25	04.25	Ocak-Nisan
Ödemeler	260,8	235,7	274,1	317,6	1.088,1
İç Borç Servisi	220,8	117,7	128,5	293,4	760,4
Anapara	102,3	0,0	14,8	57,0	174,1
Faiz	112,9	111,5	113,7	236,4	574,6
Dış Borç Servisi	40,0	118,0	145,6	24,2	327,8
Anapara	5,1	103,8	119,6	2,3	230,8
Faiz	34,9	14,3	26,0	21,8	97,0
Finansman	260,8	235,7	274,1	317,6	1.088,1
Borçlanma Dışı Kaynaklar	-60,5	-71,5	63,1	4,7	-64,2
Borçlanma	321,3	307,2	211,0	312,9	1.152,3
Dış Borçlanma	10,3	92,9	5,5	0,0	108,7
İç Borçlanma	311,0	214,3	215,0	312,9	1.053,1
Net İç Borçlanma	208,7	214,3	200,2	255,9	879,1
İç borç Çevirme Rasyosu	140,8%	182,1%	167,4%	106,6%	138,5%

Serkan Gönençler

Baş Ekonomist

serkan.gonencler@gedik.com

+90 216 453 00 00 / 2841

Burak Pırlanta

Araştırma Uzmanı

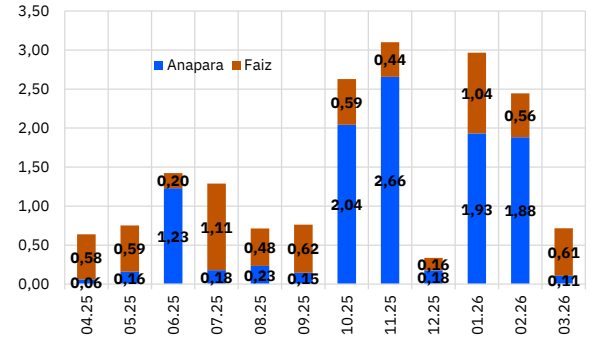
burak.pirlanta@gedik.com

+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.
- Bu süreçte, verim eğrisinin kısa tarafındaki sert yükseliş nedeniyle, kısa vadeli bonoları, özellikle de kuponsuz iskontolu bonoları önermeye devam ediyoruz. Bu kapsamda, devam eden stopaj avantajıyla mevduat eşleniği olarak %50'ye yakın getiriler sunan TRB230725T15 ve TRT100925T18 kodlu bonolar ile kupon ödemesi kalmayan TRT011025T16 kodlu tahvil öne çıkıyor.
- Nisan ayında Hazine ihalelerinde TLREF'e endeksli tahvil dışındaki ihraçlarda talebin de zayıf gerçekleştiğini takip etmiştik. Bu açıdan, önümüzdeki dönemde Hazine ihalelerinin daha yakından takip edilmesi gerekiyor.
- Hazine'nin Mayıs ayında 6 adet tahvil ihracı bulunurken, bu hafta (6 Mayıs'ta), 2 yıl vadeli (05/05/2027) ve 6 ayda bir kupon ödemeli Sabit Kuponlu Devlet Tahvili (ilk ihraç) ve 7 yıl vadeli (10/03/2032) ve 6 ayda bir kupon ödemeli Değişken Faizli Devlet Tahvili (yeniden ihraç) ihalelerini gerçekleştirecek.
- İlerleyen haftalarda ise, 4 yıl vadeli (07/03/2029) ve 3 ayda bir kupon ödemeli TLREF-Endeksli Tahvil (yeniden ihraç), 4 yıl vadeli (11/04/2029) ve 6 ayda bir kupon ödemeli TÜFE-Endeksli Tahvil (yeniden ihraç), 1 yıl vadeli (20/05/2026) ve 6 ayda bir kupon ödemeli Altın Tahvili (doğrudan satış) ve 1 yıl vadeli (20/05/2026) ve 6 ayda bir kupon ödemeli Altına Dayalı Kira Sertifikası (doğrudan satış) ihale edilecek.

Grafik 2: Dış Borç Geri Ödemeleri (Milyar USD)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Tablo 2: Hazine Finansman Programı (Milyar TL)

(Milyar TL)	May.25	Haz.25	Tem.25
Ödemeler	190,0	309,9	374,1
İç Borç Servisi	160,7	255,3	317,3
Anapara	83,1	25,0	238,3
Faiz	77,6	230,3	79,0
Dış Borç Servisi	29,2	54,6	56,8
Anapara	5,8	46,9	7,7
Faiz	23,4	7,7	49,1
Finansman	190,0	309,9	374,1
Borçlanma Dışı Kaynaklar	2,5	43,1	24,7
Borçlanma	187,5	266,8	349,4
Dış Borçlanma	0,0	0,0	0,0
İç Borçlanma	187,5	266,8	349,4
İç borç Çevirme Rasyosu	116,7%	104,5%	110,1%
Net İç Borçlanma	104,4	241,8	111,1

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

HAZINE'NİN İHALE PROGRAMI

Nisan:

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	7.04.2025	10.02.2027	TRT100227T13	28.817	17.083	45.500	62.583	59,30%	47,36%
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	2	8.04.2025	12.09.2029	TRT120929T12	29.446	13.562	11.000	24.562	46,10%	39,81%
TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	İlk İhraç	1 Yıl	4	8.04.2025	8.04.2026	TRT080426T16	97.926	48.196	30.000	78.196	49,20%	57,65%
Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	2 Yıl	2	8.04.2025	7.04.2027	TRD070427T14	-	-	-	22.060	-	-
Hazine Bonosu	Yeniden İhraç	3 Ay	-	14.04.2025	23.07.2025	TRB230725T15	15.622	4.888	2.500	7.388	31,30%	49,64%
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	9 Yıl	2	14.04.2025	27.09.2034	TRT270934T18	10.364	5.435	1.500	6.935	52,40%	34,53%
ABD Doları Cinsi Devlet Tahvili	Doğrudan Satış	1 Yıl	2	15.04.2025	15.04.2026	TRT150426F13	-	-	-	56.150	-	-
ABD Doları Cinsi Devlet Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	1 Yıl	2	15.04.2025	15.04.2026	TRD150426F11	-	-	-	8.115	-	-
TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili	İlk İhraç	4 Yıl	2	15.04.2025	11.04.2029	TRT110429T18	11.799	6.878	40.000	46.878	58,30%	4,92%
TOPLAM										312.867		

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							
Değişken Faizli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	7 Yıl	2	6.05.2025	10.03.2032							
TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	4	13.05.2025	7.03.2029							
TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	2	13.05.2025	11.04.2029							
Altın Tahvili	Doğrudan Satış	1 Yıl	2	20.05.2025	20.05.2026							
Altına Dayalı Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	1 Yıl	2	20.05.2025	20.05.2026							

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		
TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	İlk İhraç	4 Yıl	4	10.06.2025	6.06.2029							
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							
Hazine Bonosu	İlk İhraç	9 Ay	-	16.06.2025	11.03.2026							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	2 Yıl	2	17.06.2025	5.05.2027							
TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili	İlk İhraç	4 Yıl	2	17.06.2025	13.06.2029							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	9 Yıl	2	17.06.2025	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							
TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	4	7.07.2025	6.06.2029							
Hazine Bonosu	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							
TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	2	14.07.2025	13.06.2029							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	9 Yıl	2	14.07.2025	27.09.2034							

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.