

Sabit getirili menkul kıymetler piyasasında önümüzdeki dönemde de fiyatlamalar açısından enflasyon görünümü ve TCMB'nin faiz patikası temel belirleyici olmaya devam etmekle birlikte, ABD ile ilişkilerdeki iyileşmeye de bağlı olarak risk primindeki (ve Eurobond faizlerindeki) gerileme, bir noktada DİBS piyasasına olumlu yansiyabilir. %3,23 ile beklentilerin üzerinde gelen Eylül enflasyon verisi sonrasında TCMB'nin Ekim'de faiz indirimlerine ara verme ihtimalinin arttığı değerlendiriyoruz. Öngördüğümüz enflasyon patikasına göre (TÜFE enflasyonu seneyi %32'ye yakın kapatacak gibi duruyor), TCMB Aralık ayında (100-150 bazpuanlık bir adımla) faiz indirim sürecine geri dönebilir. Bu durumda politika faizi sene sonunda %39,0-39,5 gibi bir seviyede olabilir. Bu daha önceki beklentilerimize göre daha yavaş bir faiz indirim sürecine işaret ediyor, ki piyasa beklentilerinin de bu yönde gelişmesi muhtemel. Bu durum, tahvil faizlerinde gerileme potansiyelini sınırlasa da, küresel ve jeopolitik gelişmeler (özellikle ABD ile ilişkilerdeki iyileşme sinyalleri), Türkiye'nin risk priminde gözlenen düşüş ve Eurobond faizlerindeki gerileme, daha yavaş faiz indirim süreci olasılığına rağmen, DİBS faizlerinde aşağı yönlü bir eğilimi destekleyebilir.

Son gelişmeler ışığında, son aylarda diğer kıymetlere kıyasla yüksek getiri sağlamasının yanı sıra enflasyona karşı koruma sunan yapıyla öne çıkan **TLREF'e endeksli tahvillerin portföylerimizdeki ağırlığını artırdık.** Bu enstrümanların, hem reel getiriyi koruma hem de mevcut yüksek faiz seviyelerinden faydalanma potansiyeli sayesinde önümüzdeki dönemde de cazibesini korumasını bekliyoruz.

Eylül ayında kısa vadeli tahviller ile TLREF'e endeksli tahviller öne çıkarken, uzun vadeli tahvillerde anlamlı bir değişim görülmedi. Özellikle kısa vadeli ve TLREF'e endeksli tahvillerin sunduğu yüksek getirilerde, **mevduatta %17,5'e ulaşan stopaj oranına karşın tahvillerdeki %0 stopaj avantajının da belirleyici rol oynadığını söyleyebiliriz.** 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 cazibenin devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca, **TRT120826T16** kısa vadeli sabit kuponlu tahviller arasında öne çıkarken, **TRT100730T13** orta vadeli yeni bir enstrüman olarak yatırımcılara hem istikrarlı getiri hem de faiz indirimlerinden kaynaklanabilecek fiyat artışı potansiyeli sunmaktadır. 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. itlendirirken, yüksek likidite ve cazip değerlemelere sahip kıymetlere ağırlık vermeyi sürdürüyoruz.

Uzun vadeli tarafta, Eylül ayında ihraç edilen **TRT050935T13** tahvilini ön plana çıkarıyoruz. **Benzer vadeli kıymetlere kıyasla bileşik faizinin piyasa dengesinin bir miktar üzerinde seyrettiğini düşünüyor, bu nedenle piyasa dengesine gelmesi adına yaşanabilecek hafif gevşemenin yatırımcılara önemli bir sermaye kazancı fırsatı sunabileceğini değerlendiriyoruz.** TLREF tarafında ise daha önce önerdiğimiz **TRT040729T14** tahvili, son dönemde endeksli tahviller içinde en güçlü getiriyi sağlayarak portföylerimizdeki yerini korumaktadır. Bunun yanında, **TRT160627T13** ve **TRT190826T19** TLREF'e endeksli tahvilleri de cazip getirilerinin devam etmesini beklediğimiz diğer alternatifler arasında yer almaktadır.

Genel olarak, faiz indirim sürecine ilişkin beklentiler temkinli bir görünüm sergilese de, TLREF'e endeksli tahvillerin sunduğu enflasyona karşı defansif yapı ve son aylardaki güçlü performanslarının önümüzdeki dönemde de yatırımcı portföylerinde ön planda kalmasını bekliyoruz.

➤ **Hazine, Ekim ayında 6 adet tahvil ihracı planlamaktadır.**

- **06/10:** 8 ay vadeli (17/06/2026) **Hazine Bonosu** (yeniden ihraç),
- **07/10:** 2 yıl vadeli (06/10/2027) ve 6 ayda bir kupon ödemeli **TLREFK'ye Endeksli Kira Sertifikası** (doğrudan satış),
- **07/10:** 5 yıl vadeli (02/10/2030) ve 6 ayda bir kupon ödemeli **Sabit Kuponlu Devlet Tahvili** (ilk ihraç),
- **13/10:** 5 yıl vadeli (11/09/2030) ve 6 ayda bir kupon ödemeli **TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili** (yeniden ihraç),
- **14/10:** 2 yıl vadeli (13/10/2027) ve 6 ayda bir kupon ödemeli **Sabit Kuponlu Devlet Tahvili** (ilk ihraç),
- **14/10:** 10 yıl vadeli (05/09/2035) ve 6 ayda bir kupon ödemeli **Sabit Kuponlu Devlet Tahvili** (yeniden ihraç).

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

En Aktif Tahvillere İlişkin Özet Bilgiler

03.10.2025

Sabit Kuponlu Tahviller

ISIN	Kupon Oranı	Bileşik Faiz			Kirli Fiyat			Tahvil Getirisi		
		29.08.2025	30.09.2025	Değişim	29.08.2025	30.09.2025	*Değişim	3 Aylık	6 Aylık	Yılbaşıdan beri
TRT120826T16	36,00%	39,97%	40,76%	0,79	100,999	103,570	2,55%	10,52%	26,6%	28,5%
TRT100227T13	32,60%	38,99%	39,74%	0,75	98,205	100,181	2,29%	9,74%	23,2%	-
TRT050527T33	41,00%	39,21%	39,67%	0,46	118,416	121,445	2,56%	10,50%	-	-
TRT140727T14	37,80%	38,96%	39,68%	0,72	106,974	109,337	2,21%	-	-	-
TRT081128T15	31,10%	36,14%	37,27%	1,13	104,561	105,714	1,10%	7,51%	17,7%	20,6%
TRT120929T12	30,00%	35,66%	36,63%	0,97	106,984	93,051	0,98%	7,35%	20,8%	16,4%
TRT100730T13	34,10%	35,68%	36,48%	0,80	106,552	107,834	1,20%	-	-	-
TRT051033T12	26,20%	30,56%	30,76%	0,20	102,317	104,246	1,89%	6,95%	23,6%	19,0%
TRT270934T18	27,70%	31,04%	31,32%	0,28	106,706	108,541	1,72%	7,41%	21,6%	16,9%
TRT050935T13	30,10%	-	31,53%	-	-	103,181	-	-	-	-

*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.

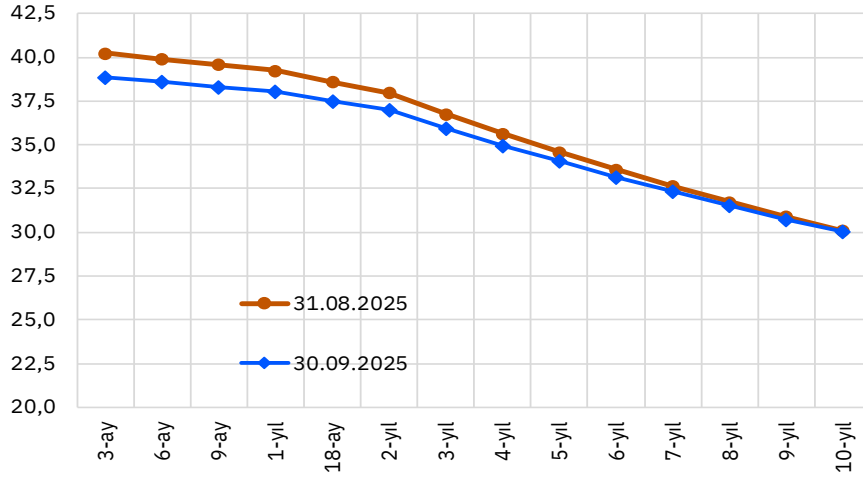
TLREF'e Endeksli Tahviller

ISIN	Kupon Oranı 29 Ağustos-30 Eylül	Bileşik Faiz			Kirli Fiyat			Tahvil Getirisi		
		29.08.2025	30.09.2025	Değişim	29.08.2025	30.09.2025	*Değişim	3 Aylık	6 Aylık	Yılbaşıdan beri
TRT190826T19	%48,9-%48,9	46,96%	47,46%	0,50	102,860	105,890	2,95%	11,89%	28,2%	38,5%
TRT160627T13	%50,6-%50,6	53,99%	46,15%	-7,84	109,980	101,940	3,27%	12,35%	30,0%	38,8%
TRT040729T14	%46,1-%46,1	53,15%	51,65%	-1,50	103,400	109,400	5,81%	15,30%	-	-

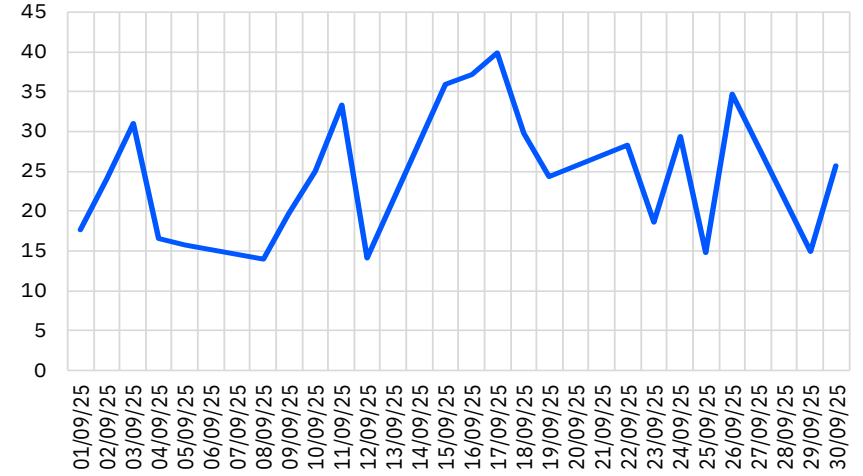
*Kupon ödeme tarihlerinde kirli fiyat teknik olarak düşer; bu hareket, piyasa kaynaklı bir değer kaybı değil, kuponun tahvil fiyatından ayrışmasıdır. Gerçek fiyat değişimini izleyebilmek adına, dönemsel değişim hesaplamasında kupondan arındırılmış adjusted fiyatlar kullanılmıştır.

*TRT160627T13 tahvili ilgili dönem içinde kupon ödemesi yaptığı için faizinde önemli bir gerileme görülmüştür.

Verim Eğrisi



DİBS Piyasası Toplam İşlem Hacmi - Eylül (Milyar TL)



Değerlendirme

Eylül ayında, tahvil piyasasının verim eğrisinde belirgin bir aşağı yönlü hareket dikkat çekti. Özellikle kısa vadeli kıymetlerde, ağustos sonuna kıyasla 100-150 baz puanlık bir gerileme kaydedildi. Üç aydan bir yıla kadar olan vadelerdeki bu düşüş, piyasada para politikasına ilişkin beklentilerin daha da güçlendiğini gösterdi. Merkez Bankası'nın önümüzdeki dönemde faiz indirim sürecine girebileceğine dair artan öngörüler, yatırımcıları kısa vadeli enstrümanlara yönlendirerek getirilerdeki gerilemeyi hızlandırdı.

Orta vadeli kıymetlerde de düşüş eğilimi gözlemlense de, bu hareket kısa vadeye kıyasla daha sınırlı oldu. İki yıldan 5 yıla kadar olan vadelerde getirilerin kademeli olarak aşağı gelmesi, enflasyon beklentilerindeki kısmi iyileşmenin fiyatlara yansımaya başladığını ortaya koyarken; aynı zamanda bütçe disiplini, borçlanma ihtiyacı ve küresel finansal koşullar gibi faktörlerin uzun vadeli riskleri sınırlı da olsa canlı tuttuğunu işaret ediyor. İşlem hacmi tarafında ise 11 Eylül'de faiz indirimi ile gelen yüksek hacmin daha sonra dalgalı fakat genel olarak güçlü şekilde devam ettiği görülmektedir. Ayın ilk günlerinde 20-30 milyar TL bandında seyreden günlük hacimler, ortalara doğru 40 milyar TL seviyelerine kadar yükselerek aylık zirvesini gördü. Bu dönemde artan hacimler, yatırımcıların pozisyon yenileme ve fırsat alımlarıyla bağlantılı olarak değerlendirilebilir. Ayın son haftasında ise zaman zaman geri çekilmeler yaşansa da, işlem hacminin yeniden toparlanarak 25 milyar TL seviyelerine yaklaşması, piyasanın canlılığını koruduğunu ortaya koydu. Uzun vadeli verimlerde ise anlamlı bir değişim meydana gelmedi.

Genel olarak bakıldığında, eylül ayında verim eğrisi kısa vadeli kıymetlerde düşüş sergilerken, orta vadede daha sınırlı bir geri çekilme kaydedildi. İşlem hacminde görülen dalgalı fakat yüksek seviyeler ise piyasanın yön arayışının sürdüğüne, ancak yatırımcı ilgisinin korunduğuna işaret ediyor. Ekim ayında yüksek gelen enflasyon verisi ve beraberinde gelecek Merkez Bankası'nın politika adımları, tahvil faizlerinde önceki aylarda beklenen düşüşleri sınırlayıp verim eğrisini yukarı çekebilir.

Düşük Riskli /Temkinli Portföy

Grup	Oran	ISIN	Tür	İtfa Tarihi	Basit Getiri	Bileşik Getiri*	Kupon Oranı
A	40%	TRB170626T13	Hazine Bonosu	17.Haz.26	36,00%	42,35%	İskontolu
		TRT180226T16	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	18.Şub.26	35,28%	39,24%	37,0%
		TRT120826T16	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	12.Ağu.26	36,87%	40,27%	36,0%
B	35%	TRT080426T16	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	8.Nis.26	42,34%	49,54%	46,6%
		TRT190826T19	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	19.Ağu.26	40,18%	46,65%	48,9%
		TRT160627T13	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	16.Haz.27	39,88%	46,25%	50,6%
		TRT010328T12	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	1.Mar.28	42,50%	49,77%	49,7%
		TRT040729T14	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	4.Tem.29	46,21%	51,55%	46,1%
C	15%	TRT140727T14	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	14.Tem.27	35,95%	39,18%	37,8%
D	10%	TRT100730T13	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	10.Tem.30	33,22%	35,98%	34,1%

*Hazine Bonosu için Bileşik Getiri sütununda mevduat eşleniği gösterilmiştir.
02.10.2025 Perşembe 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 getiriyi hedeflemektedir. Portföyün temelini, kısa vadeli yapısıyla risksiz getiri sağlayan A grubundaki iskontolu hazine bonosu (**TRB170626T13**) ve ilgili kısa vadeli tahviller oluşturmaktadır. Bu araçlar, mevduata göre daha avantajlı bir seçenek sunarken, portföyün istikrarını destekler. A grubunun portföydeki ağırlığı %40 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 ağırlığının artırılmasıyla, portföyün defansif karakteri güçlendirilmiş ve kısa-orta vadeli getiri potansiyeli korunmuştur. D grubunda yer alan tahvil (**TRT100730T13**), portföyün uzun vadeli bileşenini temsil eder. 10 Temmuz 2030 vadeli bu sabit kuponlu tahvil, 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. Bu nedenle portföye %10 oranında eklenmesi önerilmektedir. 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. Yatırımcılar, TLREF ağırlığı sayesinde faiz artışlarına karşı korunurken, sabit kuponlu tahvillerden elde edilen istikrarlı gelirle portföy performansını optimize edebilir.

Getiri Odaklı Dengeli Portföy

Grup	Oran	ISIN	Tür	İtfa Tarihi	Basit Getiri	Bileşik Getiri*	Kupon Oranı
A	25%	TRB170626T13	Hazine Bonosu	17.Haz.26	36,00%	42,35%	İskontolu
		TRT180226T16	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	18.Şub.26	35,28%	39,24%	37,0%
		TRT120826T16	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	12.Ağu.26	36,87%	40,27%	36,0%
B	30%	TRT080426T16	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	8.Nis.26	42,34%	49,54%	46,6%
		TRT190826T19	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	19.Ağu.26	40,18%	46,65%	48,9%
		TRT160627T13	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	16.Haz.27	39,88%	46,25%	50,6%
		TRT010328T12	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	1.Mar.28	42,50%	49,77%	49,7%
		TRT040729T14	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	4.Tem.29	46,21%	51,55%	46,1%
C	15%	TRT140727T14	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	14.Tem.27	35,95%	39,18%	37,8%
D	15%	TRT100730T13	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	10.Tem.30	33,22%	35,98%	34,1%
E	15%	TRT051033T12	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	5.Eki.33	28,55%	30,59%	26,20%
		TRT270934T18	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	27.Eyl.34	28,99%	31,09%	27,7%
		TRT050935T13	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	5.Eyl.35	29,04%	31,15%	30,1%

*Hazine Bonosu için Bileşik Getiri sütununda mevduat eşleniği gösterilmiştir.
02.10.2025 Perşembe kapanış verileridir.

Portföy Değerlendirme ve Tavsiye

Bu portföy, yüksek getiriye korurken riski stratejik şekilde yönetmeye odaklanmıştır. Kısa vadeli sabit kuponlu tahviller/hazine bonosu ve ilgili TLREF'e endeksli tahvilleri öne çıkararak, uzun vadeli kıymetlere kıyasla daha düşük volatilitéyle istikrarlı gelir sağlama özelliği taşır. TLREF'e endeksli tahvillerin ağırlığının artırılmasıyla, 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 sınırlı (%15) tutulmuş, böylece **durasyon** riski kontrol altına alınmıştır. 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. Yüksek gelen enflasyon verisi ve bununla paralel faiz indiriminde olası sabit bırakma ya da düşük indirim senaryosuna istinaden bu tahvillerde ağırlığımızı artırdık.

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 **TRT100730T13** tahvili, portföye kontrollü bir şekilde uzun vadeli pozisyon ekleyerek getiri potansiyelini artırır. 5 yıl vadeli bu sabit kuponlu kıymet, faiz düşüşü senaryolarında fiyat kazancı sağlayabilme kapasitesine sahip olup, portföyün getiriye artırma stratejisi ile uyumlu bir tamamlayıcı araç olarak değerlendirilmektedir. Yatırımcılar, uzun vadeli tahvil payını %15 bandında tutarak, büyüme fırsatlarını korurken defansif TLREF ağırlığı ile 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.

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.**

Stratejik Atak Portföy

Grup	Oran	ISIN	Tür	İtfa Tarihi	Basit Getiri	Bileşik Getiri*	Kupon Oranı
A	35%	TRT051033T12	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	5.Eki.33	28,55%	30,59%	26,20%
		TRT270934T18	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	27.Eyl.34	28,99%	31,09%	27,7%
		TRT050935T13	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	5.Eyl.35	29,04%	31,15%	30,1%
B	15%	TRT100730T13	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	10.Tem.30	33,22%	35,98%	34,1%
C	15%	TRB170626T13	Hazine Bonosu	17.Haz.26	36,00%	42,35%	İskontolu
		TRT180226T16	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	18.Şub.26	35,28%	39,24%	37,0%
		TRT120826T16	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	12.Ağu.26	36,87%	40,27%	36,0%
D	10%	TRT140727T14	Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	14.Tem.27	35,95%	39,18%	37,8%
E	25%	TRT080426T16	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	8.Nis.26	42,34%	49,54%	46,6%
		TRT190826T19	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	19.Ağu.26	40,18%	46,65%	48,9%
		TRT160627T13	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	16.Haz.27	39,88%	46,25%	50,6%
		TRT010328T12	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	1.Mar.28	42,50%	49,77%	49,7%
		TRT040729T14	TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	4.Tem.29	46,21%	51,55%	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.
02.10.2025 Perşembe kapanış verileridir.

Bu portföy, faiz hareketlerine karşı proaktif tepki verebilen ve farklı risk profillerini yönetebilen yapıdadır. Uzun vadeli sabit kuponlu tahviller (%35 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 **volatilite** ve **düşüş riski** görece daha yüksektir. Portföyün B grubunda yer alan TRT100730T13 tahvili (%15), uzun vadeli pozisyon dağılımını artırırken daha dengeli bir fiyat duyarlılığı profili sunar. Bu 5 yıllık likiditesi yüksek olan sabit kuponlu kıymet, 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. Yüksek gelen enflasyon verisi ve bununla paralel faiz indiriminde olası sabit bırakma ya da düşük indirim senaryosuna istinaden bu tahvillerde ağırlığımızı artırdık. 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 volatilite ve risk sunar. Faiz indirimlerinden kısmi kazanç sağlama potansiyeline sahiptirler. Sermaye koruması odaklı C grubu tahviller ise portföyün güvenli limanı olarak 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)	Eki.25	Kas.25	Ara.25
Ödemeler	373,2	229,9	122,7
İç Borç Servisi	263,6	95,0	108,2
Anapara	126,4	0,0	0,5
Faiz	137,2	95,0	107,7
Dış Borç Servisi	109,5	134,9	14,5
Anapara	84,5	112,5	7,2
Faiz	25,0	22,4	7,3
Finansman	373,2	229,9	122,7
Borçlanma Dışı Kaynaklar	83,1	112,3	-8,1
Borçlanma	290,1	117,6	130,8
Dış Borçlanma	0,0	0,0	0,0
İç Borçlanma	290,1	117,6	130,8
İç Borç Çevirme Rasyosu	110,1%	123,8%	120,9%
Net İç Borçlanma	163,7	117,6	130,3

İç Borç Ödemeleri (Milyon TL)

Eki.25	Piyasa	Kamu	Toplam
1.10.2025	111.794	22.578	134.372
8.10.2025	33.567	1.267	34.834
15.10.2025	54.228	1.190	55.418
22.10.2025	35.617	3.390	39.007
TOPLAM	235.206	28.425	263.631
Kas.25	Piyasa	Kamu	Toplam
5.11.2025	30.159	3.239	33.398
12.11.2025	35.269	1.761	37.030
19.11.2025	22.937	1.354	24.291
21.11.2025	283	0	283
TOPLAM	88.648	6.354	95.002
Ara.25	Piyasa	Kamu	Toplam
3.12.2025	8.973	223	9.196
10.12.2025	61.701	5.864	67.565
12.12.2025	598	0	598
17.12.2025	20.964	1.426	22.390
26.12.2025	0	4.631	4.631
31.12.2025	3.671	168	3.839
TOPLAM	95.907	12.312	108.219

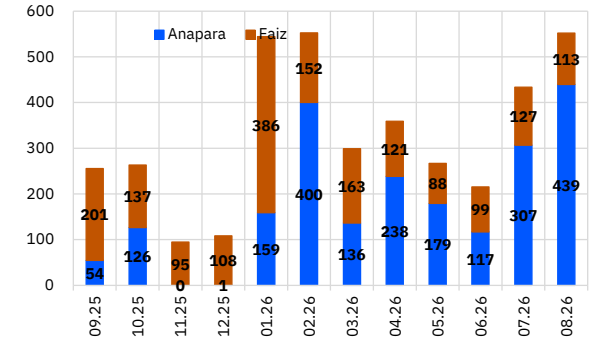
Değerlendirme

Hazine'nin Ekim-Aralık 2025 dönemi projeksiyonları, iç borçlanma baskısının Ekim'de de devam edip Kasım ve Aralık ayında iç borç servisi ile de paralel şekilde azaldığını ve dış borç servisinin Ekim ve Kasım'da yüksek seyredip Aralık ayında azalacağını ortaya koyuyor. Faiz ödemelerindeki ise önümüzdeki aylarda iç ve borç yükünde görece azalma görülüyor. Dış borç ödemesinin anapara kısmında ise Kasım ayında önemli bir artıştan sonra yılın son ayında düşük seyredeceği tahmin ediliyor. Bu durum, borç maliyetlerinin kontrol altında tutulması gerektiğini hatırlatırken, borçlanma dışı kaynakların planlanan pozitif seyri, Hazine'nin alternatif finansman stratejilerini uygulamaya alabileceğini gösteriyor. Planlanan net iç borçlanma tutarlarının yüksekliği, özellikle ekim ayında piyasa likiditesi üzerinde baskı oluşturabilir. Bununla birlikte, Kasım ayında faiz yükünün kısmen hafiflemesi, borçlanma temposunda geçici bir rahatlama sağlayabilir. Hazine'nin bu projeksiyonları gerçekleştirebilmesi için piyasa koşullarını yakından takip etmesi ve esnek bir borçlanma stratejisi benimsemesi kritik önem taşıyor.

Hazine'nin Gerçekleşen Finansman Tablosu (Ocak-Eylül)

(Milyar TL)	01.25	02.25	03.25	04.25	05.25	06.25	07.25	08.25	09.25	Ocak-Eylül
Ödemeler	260,8	235,7	274,1	289,8	192,7	325,1	366,7	366,9	288,2	2.599,9
İç Borç Servisi	220,8	117,7	128,5	268,8	162,9	265,6	314,7	336,8	255,8	2.071,5
Anapara	102,3	0,0	14,8	57,0	85,1	25,0	234,1	185,1	54,3	757,6
Faiz	112,9	111,5	113,7	211,8	77,7	240,7	80,6	151,7	201,5	1.302,1
Dış Borç Servisi	40,0	118,0	145,6	21,0	29,8	59,4	52,0	30,1	32,5	528,5
Anapara	5,1	103,8	119,6	1,6	6,5	51,5	6,5	10,2	6,6	311,3
Faiz	34,9	14,3	26,0	19,4	23,4	7,9	45,5	20,0	25,9	217,1
Finansman	260,8	235,7	274,1	289,8	192,7	325,1	366,7	366,9	288,2	2.599,9
Borçlanma Dışı Kaynaklar	-60,5	-71,5	63,1	-25,6	-88,4	-27,0	-197,9	-107,5	-47,6	-562,9
Borçlanma	321,3	307,2	211,0	315,4	281,1	352,1	564,6	474,4	335,8	3.162,9
Dış Borçlanma	10,3	92,9	5,5	2,5	77,6	99,4	70,1	0,0	82,4	440,7
İç Borçlanma	311,0	214,3	215,0	312,9	203,5	252,7	494,5	474,4	253,4	2.731,6
Net İç Borçlanma	208,7	214,3	200,2	255,9	118,4	227,7	260,4	289,3	199,1	1.974,0
Net Dış Borçlanma	5,2	-10,8	-114,1	0,9	71,1	47,9	63,6	-10,2	75,8	129,4
İç Borç Çevirme Rasyosu	140,8%	182,1%	167,4%	116,4%	125,0%	95,1%	157,1%	140,9%	99,1%	131,9%

İç Borç Geri Ödemeleri (Milyar TL)



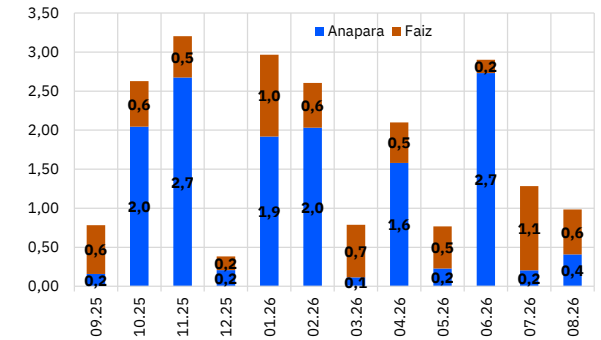
Eylül 2025 Hazine Gerçekleşmeleri: Ödemeler ve Borçlanma Dinamikleri

Eylül 2025'te Hazine'nin toplam ödemeleri 288,2 milyar TL olurken Ocak-Eylül döneminde toplam ödemeler yaklaşık 2.6 trilyon TL olarak gerçekleşti. Eylülde ödemelerin büyük kısmını iç borç servisi oluşturdu; anapara 54 milyar TL, faiz 201 milyar TL olarak gerçekleşti. Bu tablo, borç yükünün iç kaynaklarda yoğunlaştığını ve dış borç faiz yükünün de son aylarda dış borç anapara ödemesine göre yüksek seyrettiğini gösteriyor.

Finansman tarafında Eylül'de brüt borçlanma 335,8 milyar TL, net iç borçlanma 199,1 milyar TL oldu. 2 milyar \$ dış borçlanma yapıldı. Borçlanma dışı kaynaklarda 47,6 milyar TL açık oluştu. İç borç çevirme oranı %99,1 ile geçmiş aylara kıyasla daha düşük bir seviyede gerçekleşti.

Ocak-Eylül döneminde net iç borçlanma yaklaşık 2 trilyon TL, brüt borçlanma yaklaşık 3,2 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.

Dış Borç Geri Ödemeleri (Milyar USD)



HAZİNE’NİN EYLÜL 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	9 Ay		8.09.2025	17.06.2026	TRB170626T13	45.025	25.955	41.050	67.005	57,60%	40,51%
TLREFK’ye Endeksli Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	2 Yıl	2	8.09.2025	8.09.2027	TRD080927T34				80.074		
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden ihraç	2 Yıl	2	9.09.2025	14.07.2027	TRT140727T14	86.022	42.217	25.020	67.237	49,10%	41,12%
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden ihraç	5 Yıl	2	9.09.2025	10.07.2030	TRT100730T13	55.088	7.366	5.000	12.366	13,40%	37,63%
TÜFE’ye Endeksli Devlet Tahvili	İlk ihraç	5 Yıl	2	16.09.2025	11.09.2030	TRT110930T10	6.479	1.350	15.000	16.350	20,80%	6,21%
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	İlk ihraç	10 Yıl	2	16.09.2025	5.09.2035	TRT050935T13	30.330	6.397	4.000	10.397	21,10%	32,09%
TOPLAM										253.429		

Eylül Ayı Devlet İç Borçlanma Programı Değerlendirmesi

Eylül ayında, Hazine’nin iç borçlanma faaliyetleri Ağustos’taki yoğun tempoya kıyasla daha ılımlı bir seyir izledi. İç piyasadan gerçekleştirilen ihale ve doğrudan satışlar aracılığıyla toplam **253,4 milyar TL’lik** borçlanma sağlandı. Bu tutar, Hazine’nin eylül ayı için planladığı 346 milyar TL’lik iç borçlanma hedefinin bir miktar altında gerçekleşti.

Ay boyunca **net iç borçlanma 199 milyar TL** seviyesinde gerçekleşirken, iç borçlanmanın yanında dış piyasalardan da borçlanma yapıldı. Hazine, ABD doları cinsinden 10 yıl vadeli bir tahvil ihracıyla 2 milyar dolar tutarında dış borçlanma sağladı. Ödeme tarafında ise yaklaşık 6,6 milyar TL dış borç anapara ödemesi ve 26 milyar TL’ye yakın faiz ödemesi gerçekleştirildi.

İç borç çevirme rasyosu, Ağustos ayında %140,9 seviyesindeyken, **Eylül’de %99,1** olarak gerçekleşti. Ocak–Eylül dönemine bakıldığında ise iç borç çevirme rasyosunun %131,9 seviyesine gerilediği görülüyor. Bu tablo, Hazine’nin yılın ilk yarısındaki yüksek borçlanma temposunun ardından çevirme kapasitesini daha makul bir seviyede sürdürdüğünü gösteriyor.

Eylül ayında gerçekleştirilen ihraçların kompozisyonuna bakıldığında; Hazine Bonosu, TLREFK’ye Endeksli Kira Sertifikası ve Sabit Kuponlu Devlet Tahvilleri öne çıktı. En güçlü talep, TLREFK’ye endeksli kira sertifikasına, 2 yıl vadeli TRT140727T14 kıymetine ve TRB170626T13 vadeli Hazine Bonosu’na geldi. Bu tablo, yatırımcıların kısa–orta vadeli kıymetlere yönelik iştahının devam ettiğini gösteriyor. Bütçe tarafında ise Ağustos ayında 91 milyar TL’nin üzerinde fazla verilmesi, Eylül’de iç borçlanma ihtiyacını azaltan önemli bir unsur olarak öne çıktı. Haziran ve Temmuz ayındaki bütçe daralmasının ardından oluşan bu fazla, Hazine’nin borçlanma stratejisinde esneklik sağladı.

Sonuç olarak, Eylül ayı borçlanma performansı, planlanan seviyelerin altında gerçekleşse de Hazine’nin piyasadaki likiditeyi etkin şekilde yönetmeye devam ettiğini gösteriyor. İç borç çevirme oranlarının hâlen görece yüksek seviyelerde seyretmesi, kısa vadede nakit dengesi üzerinde baskı yaratabilecek riskler barındırsa da, borçlanma stratejisinin çeşitlendirilmiş enstrüman yapısı ve yatırımcı tabanına erişim imkânları sayesinde istikrarlı görünümünü koruduğu söylenebilir.

Ekim - 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	8 Ay		6.10.2025	17.06.2026							
TLREFK'ye Endeksli Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	2 Yıl	2	7.10.2025	6.10.2027							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	İlk İhraç	5 Yıl	2	7.10.2025	2.10.2030							
TÜFE'ye Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	5 Yıl	2	13.10.2025	11.09.2030							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	İlk İhraç	2 Yıl	2	14.10.2025	13.10.2027							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	10 Yıl	2	14.10.2025	5.09.2035							

Kasım - 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	7 Ay		10.11.2025	17.06.2026							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	2 Yıl	2	11.11.2025	13.10.2027							
Kira Sertifikası	Doğrudan Satış	5 Yıl	2	11.11.2025	6.11.2030							
TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	İlk İhraç	4 Yıl	2	17.11.2025	14.11.2029							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	10 Yıl	2	18.11.2025	5.09.2035							

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		
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden ihraç	2 Yıl	2	9.12.2025	13.10.2027							
Sabit Kuponlu Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	5 Yıl	2	9.12.2025	2.10.2030							
TLREF'e Endeksli Devlet Tahvili	Yeniden İhraç	4 Yıl	2	15.12.2025	14.11.2029							
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							

Getiri Eğrisi Nedir?

Getiri eğrisi, farklı vadelerdeki tahvil faizlerinin (getirilerinin) bir grafikte gösterilmesiyle oluşur. Yatay eksen vade (kısa → uzun), dikey eksen faiz (getiri) yer alır. Eğri, yatırımcılara piyasanın geleceğe dair beklentileri hakkında ipuçları verir.

Başlıca Türleri:

- **Normal (yukarı eğimli) eğri:** Uzun vadeli faizler kısa vadeli faizlerden yüksektir. Yatırımcılar uzun vadeye yatırım yapmak için daha yüksek getiri talep eder. Genellikle büyüme ve enflasyon beklentilerinin olduğu dönemlerde görülür.
- **Ters (aşağı eğimli) eğri:** Kısa vadeli faizler uzun vadeli faizlerden yüksektir. Bu durum genellikle ekonomik yavaşlama veya resesyon beklentisine işaret eder.
- **Yatay eğri:** Kısa ve uzun vadeli faizler birbirine yakındır. Belirsizlik dönemlerinde ya da faiz beklentilerinin dengede olduğu zamanlarda ortaya çıkar.

Neden Önemli?

Getiri eğrisi sadece faiz seviyelerini değil, aynı zamanda piyasanın geleceğe dair öngörülerini de yansıtır:

- **Yatırımcı için:** Farklı vadelerdeki risk-getiri dengesini görmeye yardımcı olur.
- **Ekonomi için:** Merkez bankası politikaları, enflasyon ve büyüme beklentilerinin sinyalini verir.
- **Risk yönetimi için:** Eğrinin şekli, portföy stratejilerinin (kısa/uzun vadeli tahvil tercihi) belirlenmesinde kritik rol oynar.

Basit Örnek:

- 2 yıl vadeli devlet tahvili faizi: %35
- 10 yıl vadeli devlet tahvili faizi: %40

Bu durumda eğri yukarı eğimli ve normaldir. Eğer 2 yıl vadeli faiz %35 iken 10 yıl vadeli faiz %30 olsaydı, eğri ters olurdu.

Not: Getiri eğrisi tek bir günün fotoğrafı gibidir; zaman içinde şekli değişebilir. Bu değişim yatırımcıya hem faiz beklentileri hem de ekonomik görünüm hakkında önemli sinyaller verir.



YASAL UYARI

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.