



---

BAU Finansal Araştırma ve Uygulama Merkezi  
2026 1. eyrek Eurobond Piyasası  
Mehmet Faruk Bekir<sup>1</sup>, Nisan 2026

GİRİŐ:

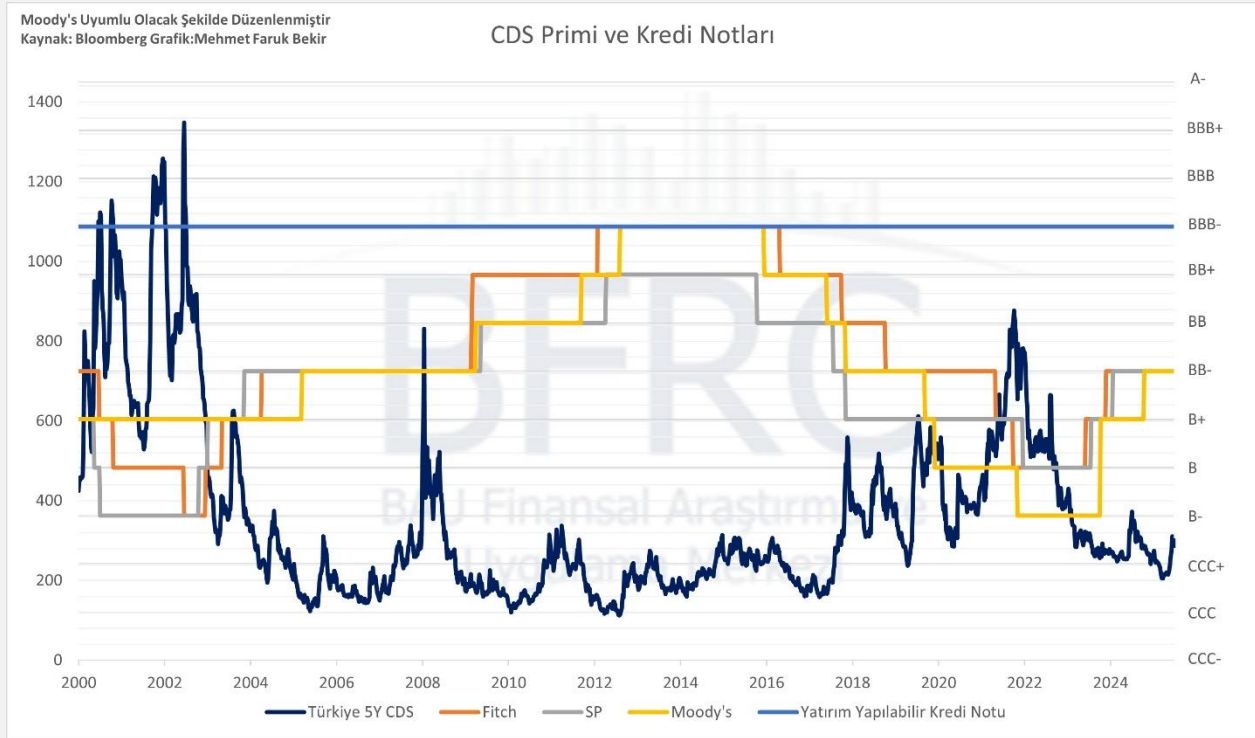
---

Bu raporda, 2026 yılının ilk çeyreğinde ihraç edilmiŐ Hazine ve Maliye Bakanlığı, banka ve Şirket tahvillerinin getirileri, risk primleri ve piyasadaki G-spread geliŐmeleri grafiklerle analiz edilmiştir.

---

<sup>1</sup> Bahçeşehir Üniversitesi 3.Sınıf ğrencisidir.

## Risk Primi ve Kredi Notları



Grafikte görüldüğü üzere, Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi 2016'dan 2022'ye kadar yükseliş trendindeyken ortodoks politikalara geri dönüşle birlikte (2023) düşüş trendine girmiş ve 200-300 bandına kadar gerilemiştir. Bu durum uygulanan politikalara olan güvenin arttığını ve tahvil ihraççıları için borçlanma maliyetlerinin azaldığına işaret etmektedir.

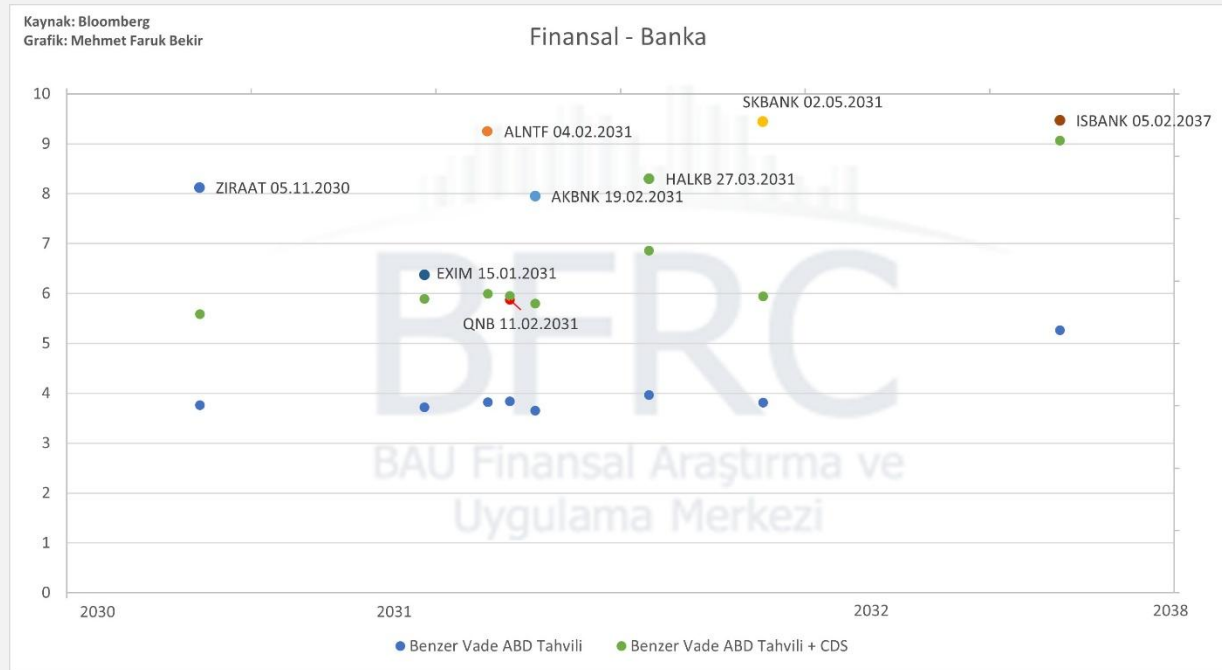
CDS ve kredi notu ilişkisini geçmiş veriye bakarak değerlendirdiğimizde, düşük ve istikrarlı CDS seviyelerinin kredi notu artışları ile ilişkili olduğu gözlenmektedir.

## 2026'nın İlk Çeyreğinde Gerçekleşen Eurobond İhraçları

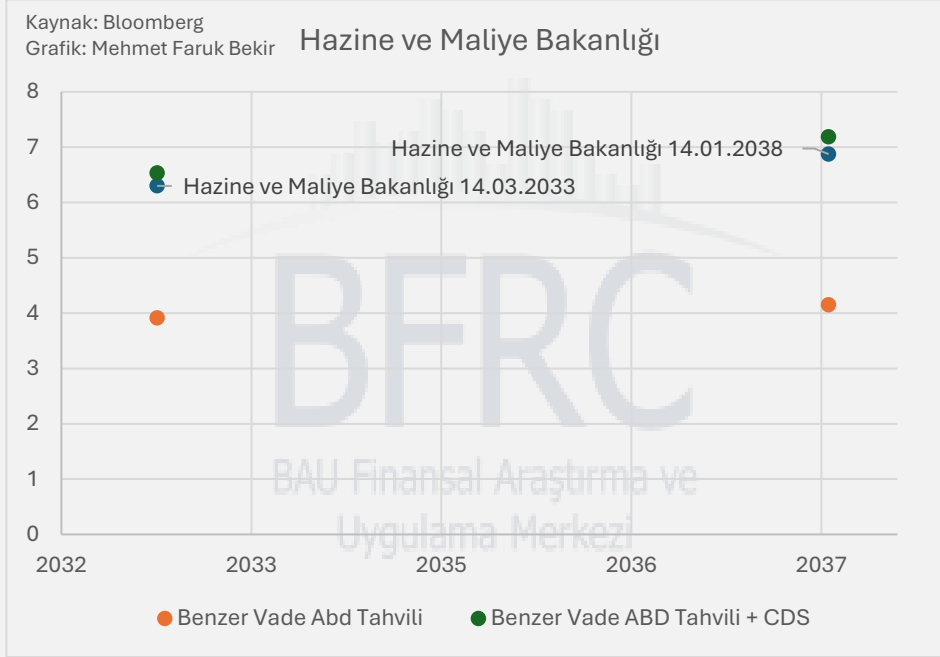
Bloomberg Terminal'den alınan verilere göre 2026'nın ilk çeyreğinde toplam 14 adet 100 milyon dolar üzeri değere sahip Eurobond ihraç edilmiştir. İhraç edilen Eurobondların toplam değeri 8,64 milyar dolar kadardır. En yüksek değere sahip olan ihraç 2 milyar dolar değerinde Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın ihraç ettiği 2033 vadeli ihraçtır. Yılın ilk çeyreğinde ihraç edilen 14 adet Eurobondtan 8 tanesi özel sektöre geriye kalan 6 tanesi ise kamu ve kamu iktisadi teşebbüslerine aittir.

Eurobond fiyatlamalarını analiz etmek için en yaygın ve pratik yöntem, ihraç tarihindeki aynı para birimine ait, benzer vade yapısına sahip risksiz faiz oranının temel alınmasıdır. Bu temel üzerine, yatırımcının karşı karşıya olduğu riskleri yansıtan ülke risk primi ve şirket risk primi gibi ek unsurlar ilave edilerek nihai getiri hesaplanmaktadır. Bu yaklaşım, Eurobond'ların piyasa fiyatlarının belirlenmesinde risk bileşenlerinin etkisini ayrı ayrı değerlendirebilmek adına yaygın olarak tercih edilmektedir. Bunun için USD cinsi Eurobondlarda ABD Hazine tahvilleri kullanılabilir.

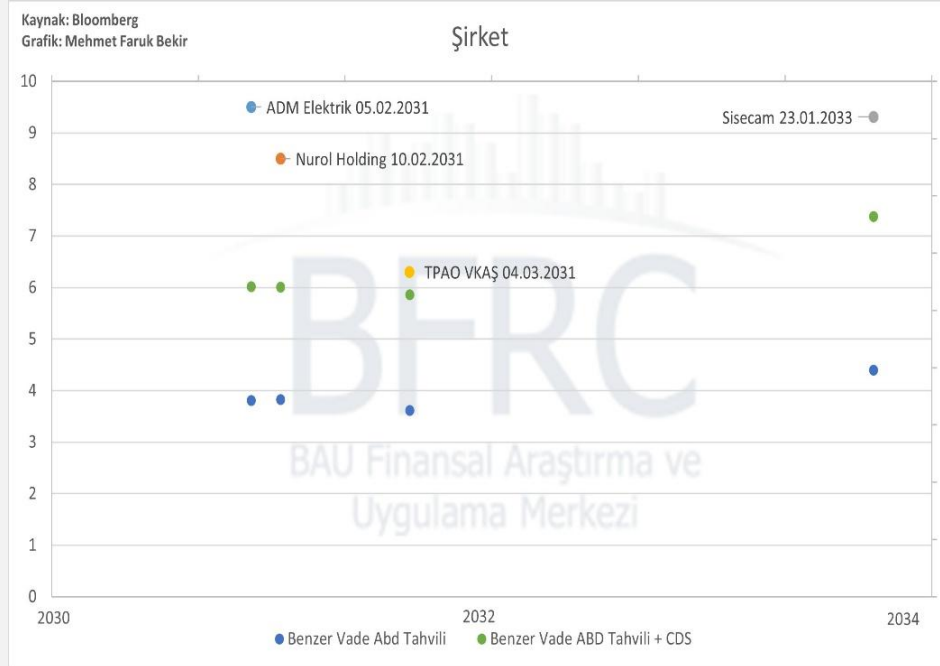
Bu yazıda ise Hazine ve Maliye Bakanlığı ve seçili firmaların, USD cinsi Eurobond ihraçları ele alınmış, bu kapsamda 14 ihraç analiz edilmiştir. Analizde, yukarıda bahsedildiği üzere, ihraçların fiyatlandığı güne ait benzer vadedeki ABD tahvilleri baz alınmış, bilgi olması için aynı vadeli Hazine ve Maliye Bakanlığı tahvillerinin CDS primi eklenerek gösterilmiştir.



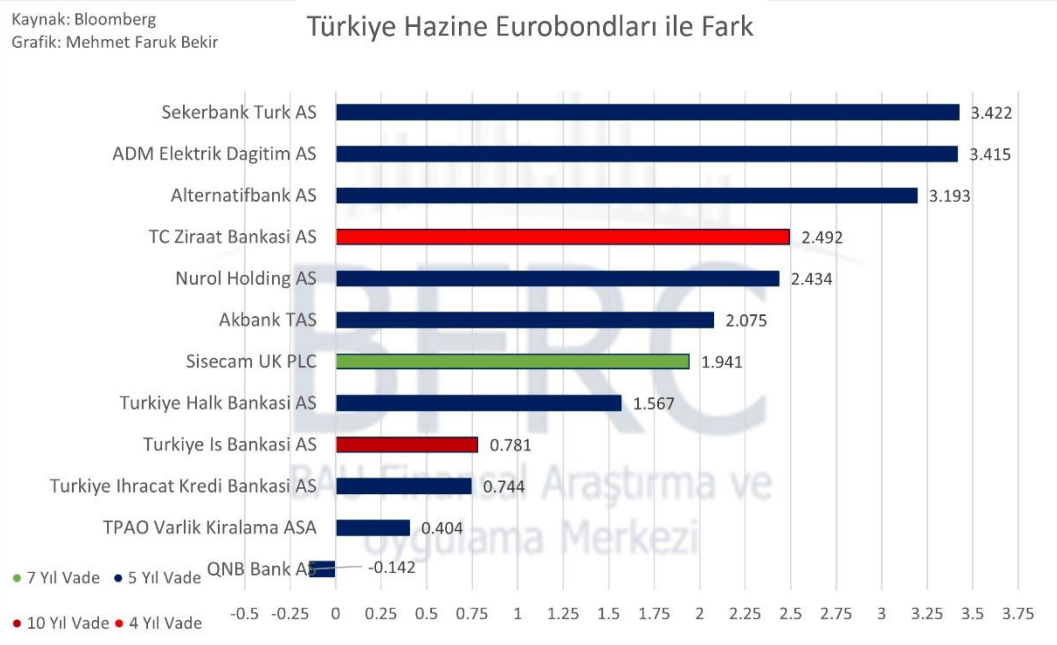
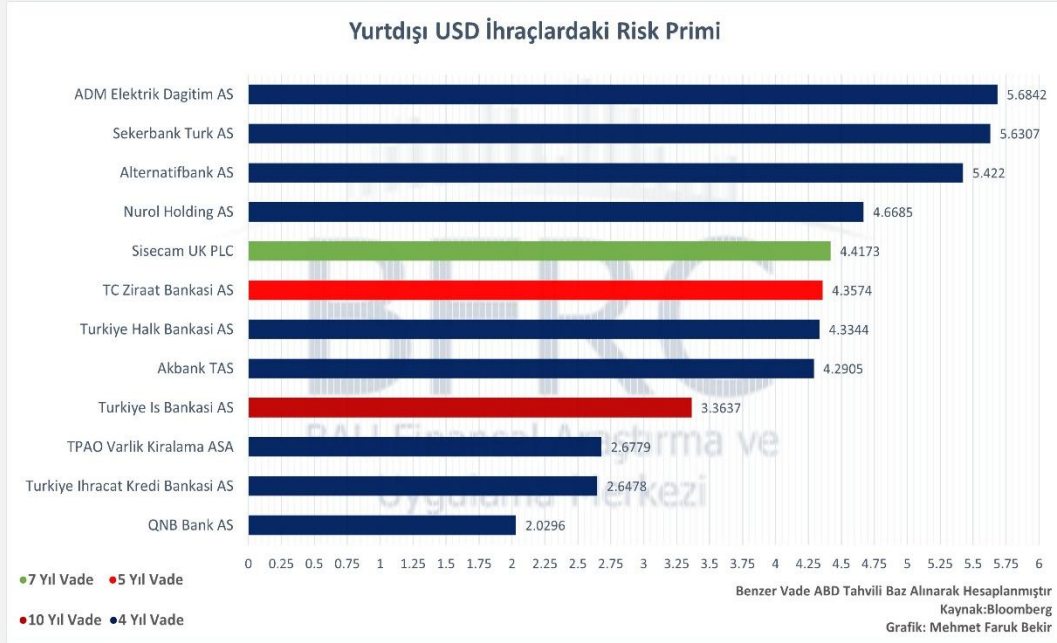
Finansal kuruluşlar ve bankaların getiri oranları incelendiğinde görece yüksek bir kurumsal risk primleri olduğu görülmektedir. Hazine ve Maliye Bakanlığı riskine en yakın 2 kurum EXIM ve QNB olarak dikkat çekmektedir. Benzer vade ABD Tahvili + CDS makası en yüksek olan iki tahvil ise ALNTF ve SKBANK bu durum ise bu kuruluşların risk primlerinin görece yüksek olduğuna işaret etmektedir.



Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın yeni ihraçlarına baktığımızda ise elde edilen bulgular Hazine tahvillerinin getirilerinin ABD Tahvili + CDS'in gerisinde olduğunu gösteriyor. Bu durum Hazine'nin piyasa koşullarının ima ettiğinden daha uygun maliyetle borçlandığını göstermektedir.



Hazine'ye en yakın borçlanma maliyetine sahip şirket TPAO Varlık Kiralama. Bu şirket 1 milyar dolar değerindeki kira sertifikası ile ilk çeyreğin Hazine'den sonra en büyük ihracını gerçekleştirmiştir. Risk primi en yüksek şirket ise ADM Elektrik. Bu şirketin borçlanma maliyeti yakın vadeli Nuro Holding'e kıyasla yaklaşık 100 baz puan daha yüksek seviyede gerçekleşmektedir.



Yukarıdaki grafikte, farklı ihraçların Türkiye'nin USD cinsi tahvilleri ile olan getiri farkı gösterilmiştir. Burada özellikle QNB Bank ihracının Hazine'nin borçlanma maliyetine yakın bir seviyede olması göze çarpmaktadır. Bunun yanı sıra reel sektördeki diğer ihraçların faizleri risk algısına bağlı olarak görece yüksek fark ile gerçekleşmiş olduğu gözlemlenmektedir.

## Çıkarımlar

---

**lke Riskindeki İyileşme Kalıcılaşıyor:** 2022 yılını takip eden süreçte Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi, genel bir düşüş eğilimi sergileyerek 200-300 baz puan aralığına kadar gerilemiştir. şubat ayı sonunda bölgesel gerilimlerin etkisiyle risk priminde yukarı yönlü bir hareketlilik görülse de, bu durumun yerini tekrar yatay bir seyre bırakması dikkat çekicidir. Piyasa algısının kriz odaklı bir fiyatlamadan, normalleşme sürecinin takip edildiği bir aşamaya geçtiği değerlendirilebilir. Bu erevede Eurobondlar, risk-getiri dengesi açısından portföylerde daha dengeli bir seçenek olarak değerlendirilme potansiyeli taşımaktadır.

**Hazine Tahvilleri "Referans" Noktası:** Hazine Maliye Bakanlığı Eurobondları adil değerine yakın işlem görüyor. Bu istikrar, banka ve şirketlerin de yurtdişından daha rahat borçlanabilmesi için sağlam bir zemin oluşturuyor.

**Kurumlar Arasında Ciddi Farklar Var:** Farklı sektör ve sermaye yapılarına sahip kurumların ihraçları, piyasa tarafından farklı risk primleri ile fiyatlanmaktadır. QNB Bank ve TPAO gibi kurumların ihraçları, Hazine ve Maliye Bakanlığı getiri eğrisiyle yüksek korelasyon göstererek dar bir marjla işlem görmektedir. Öte yandan, şekerbank ve ADM Elektrik gibi kurumların ihraçlarında piyasa katılımcılarının görece daha geniş bir risk primi talep ettiği gözlemlenmektedir.

**Yatırımcı İçin Fırsat Alanları:** Makas (spread) analizine göre, bazı kurumsal tahviller Hazine ve Maliye Bakanlığı'ndan %3 ile %5 arasında daha fazla getiri sunuyor. Bu da risk almayı seven yatırımcılar için hala ek getiri fırsatlarının devam ettiğini göstermektedir.

## Kaynakça

- 
- Bloomberg
- 

*Bu alışma sürecindeki desteklerinden dolayı **Efe Gülkan**'a katkıları için teşekkür ederim.*