

Borcu Borç ile Ödemenin Maliyeti ve Akıbeti

Osmanlı İmparatorluğu'ndan Türkiye Cumhuriyeti'ne dış borçlanmanın 172 yıllık muhasebesi (1854–2026): yıllara göre dış borç stoku, ödenen faiz ve yeniden finansman döngüsünün stratejik değerlendirmesi.

Muhatap

Sayın Recep Tayyip Erdoğan, Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı ve Türkiye Varlık Fonu Yönetim Kurulu Başkanı; TVF Yönetim Kurulu

Hazırlayan

Value Masters Academy (VMA), Araştırma Bölümü

Rapor türü

Bağımsız araştırma raporu — stratejik değerlendirme

Tarih

12 Eylül 2026

Veri kesimi

TCMB Dış Borç İstatistikleri, 2026 II. Çeyrek (Ağustos 2026)

Gizli ve Özel — Sadece Muhatap İçin

Rakamlar aksi belirtilmedikçe milyar ABD doları, dönem sonu stok

Bu rapor kamuya açık resmî istatistikler (TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Dünya Bankası Uluslararası Borç İstatistikleri) ile akademik iktisat tarihi literatürüne dayanılarak hazırlanmıştır. Yatırım, hukuk veya mali danışmanlık niteliği taşımaz; karar desteği amaçlı bağımsız bir analizdir. "≈" ile işaretli değerler yaklaşıktır ve karar öncesi doğrulanmalıdır.

539,0 mlr \$

Brüt dış borç stoku, 2026 2Ç

25,0 mlr \$

2025 dış faiz ödemesi — Cumhuriyet tarihinin en yükseği

274,6 mlr \$

Kümülatif dış faiz, 2003–2025

%31,8

Dış borç / GSYH, 2026 2Ç beklentisi

100 yıl

1854 ilk kredi → 1954 son Osmanlı taksiti

İçindekiler

- 1 Yönetici özeti
- 2 Kapsam, yöntem ve veri kaynakları
- 3 Osmanlı dış borçlanması: ilk krediden moratoryuma (1854–1881)
- 4 Düyun-u Umumiye: malî egemenliğin kaybı ve maliyeti (1881–1923)
- 5 Lozan'dan son taksite: Osmanlı borcunun tasfiyesi (1923–1954)
- 6 Cumhuriyet dönemi: yıllara göre stok ve faiz (1950–2002)
- 7 Güncel dönem: stok, faiz ve borç servisi (2002–2026)
- 8 Borcu borçla ödemenin matematiği
- 9 Akıbet: kırılma noktaları ve günümüz için dersler
- 10 Stratejik seçenekler ve Türkiye Varlık Fonu'nun rolü

Ana tez. Maliyet üreten şey borçlanmanın kendisi değil, faiz yükünü yeni borçla karşılama alışkanlığıdır. 1875 ile 2001 kırılmaları arasındaki 126 yıllık mesafe, aynı mekanizmanın iki farklı para rejiminde nasıl işlediğini gösterir.

Bölüm 1

Yönetici özeti

Türkiye'nin dış borç tarihi, 1854'te Kırım Savaşı'nı finanse etmek için Londra'dan alınan 3 milyon sterlinlik ilk krediyle başlar ve 25 Mayıs 1954'te Cumhuriyet'in Osmanlı borçlarının son taksitini ödemesiyle tam bir yüzyıllık ilk döngüsünü kapatır. Bu raporun temel bulgusu, o döngünün kapanmasından itibaren ikinci ve daha büyük bir döngünün açılmış olduğudur: 1954'te sıfırlanan tarihî borç, 1980'de 16 milyar dolar, 2002'de 130 milyar dolar ve 2026 ortasında 539 milyar dolar brüt dış borç stokuna ulaşmıştır.

Stok büyüklüğü tek başına yanıltıcıdır. Hazine ve Maliye Bakanı'nın da vurguladığı gibi dış borcun millî gelire oranı %31,8 ile gelişmekte olan ülkeler ortalamasının belirgin biçimde altındadır; kamu borcu/GSYH oranı %23 civarındadır. Türkiye bir "borç krizi" ile değil, bir **faiz maliyeti** ve **çevirme bağımlılığı** sorunuyla karşı karşıyadır. Sorunun ölçüsü şudur:

- 2025'te ödenen 25 milyar dolarlık dış faiz, 2002'deki 6 milyar doların dört katından fazladır; aynı dönemde stok 4,3 kat artmıştır. Faiz, stoktan daha hızlı büyümüştür.
- 2003–2025 arasında ödenen kümülatif dış faiz (274,6 milyar dolar), 2002'deki toplam stokun (130 milyar dolar) iki katından fazladır. Türkiye, 2002'de sahip olduğu borcun tamamını iki kez faiz olarak ödemiş, stok küçülmek yerine büyümüştür.
- 2025'te vadesi gelen dış yükümlülüklerin toplamı 221 milyar dolardır. Cari açıkla birlikte yıllık yeniden finansman ihtiyacı 250 milyar doları aşar; GSYH'nin yaklaşık %17'si her yıl yeniden borçlanılarak çevrilmektedir.
- Kamu dış borcu 2026 2Ç'de 197,9 milyar dolar ile stokun %37'sidir; borç servisi maliyeti büyük ölçüde özel sektöre kaymıştır (2025 dış faizinin 16,6 milyar doları özel sektör).

Tarihin verdiği ders

Osmanlı deneyimi, borcun kendisinin değil, faizi yeni borçla ödeme alışkanlığının nasıl egemenlik kaybına dönüştüğünü gösterir. 1854–1875 arasında alınan yaklaşık 200 milyon liralık nominal kredinin eline geçen net tutar 127 milyon lira civarındaydı; ihraç iskontosu ve komisyonlar, üstlenilen borcun yaklaşık üçte birini daha kâğıt üzerindeyken buharlaştırdı. 1875'te faiz yükü devlet gelirlerinin yarısını aşınca moratoryum ilan edildi; altı yıl sonra kurulan Düyun-u Umumiye İdaresi, kırk iki yıl boyunca tuz, tütün, ipek, damga ve balık gelirlerini doğrudan alacaklılar adına tahsil etti.

Tespit

Borcu borçla ödemenin maliyeti faizdir; akıbeti ise, faiz gelirden hızlı büyüdüğünde, önce vade kısalması, sonra kur riski, en sonunda egemenlik alanında daralmadır. Türkiye bugün bu zincirin ilk halkasında (yüksek faiz maliyeti) durmaktadır; ikinci halka (kısa vade ve döviz ağırlığı: stokun %32'si kısa vadeli, %78'i yabancı para) görünür hâldedir; üçüncü halka tarihî bir uyarı olarak masada durmalıdır.

Bölüm 2

Kapsam, yöntem ve veri kaynakları

2.1 Kapsam

Rapor üç dönemi kapsar: (i) Osmanlı dış borçlanması 1854–1923; (ii) Cumhuriyet'in devraldığı Osmanlı borcunun tasfiyesi 1923–1954; (iii) Cumhuriyet'in kendi dış borçlanması 1950–2026. "Dış borç", yurt dışı yerleşiklerden temin edilen kredi, tahvil, mevduat ve ticari kredi yükümlülüklerinin tamamını (kamu, TCMB ve özel sektör) ifade eder; bu tanım TCMB'nin "brüt dış borç stoku" tanımıyla uyumludur. Kamu borcunun toplam içindeki payı ayrıca gösterilmiştir.

2.2 Veri kaynakları ve güvenilirlik sınıfları

Dönem	Birincil kaynak	Güvenilirlik	Not
1854–1881	Blaisdell (1929), Kıray (1993), Pamuk (2007), Osmanlı Bankası arşivleri	Orta	Nominal/net kredi tutarları literatürde $\pm\%10$ farkla verilir; altın lira cinsinden
1881–1923	Düyun-u Umumiye yıllık raporları, Muharrem Kararnamesi metni	Orta–yüksek	İdare kayıtları ayrıntılıdır; savaş dönemi (1914–18) verileri eksiktir
1923–1954	Lozan Antlaşması, 1928 ve 1933 Paris anlaşmaları, Maliye Bakanlığı	Yüksek	Taksit takvimi resmîdir
1950–2001	Dünya Bankası IDS, Hazine, DPT yıllıkları	Yüksek (stok) / orta (faiz)	1980 öncesi faiz ödemeleri tahminîdir
2002–2026	TCMB Dış Borç İstatistikleri, Hazine Kamu Borç Yönetimi Raporları, IDS	Yüksek	2026 verisi II. çeyrek; 2025 yıl sonu stoku 2026 1Ç düzeltmesinden türetilmiştir

2.3 Yöntem

Osmanlı dönemi tutarları Osmanlı altın lirası (1 lira $\approx$ 0,91 sterlin $\approx$ 7,2 gr altın) cinsinden verilmiş, karşılaştırma için sterlin karşılıkları eklenmiştir; bugünkü dolar karşılığı hesabı altın eşdeğeri üzerinden yalnızca gösterge amaçlı yapılmıştır. Cumhuriyet dönemi tutarları cari ABD doları cinsindendir. "Faiz" kalemi, ilgili yıl içinde yurt dışı alacaklılara fiilen ödenen faizi ifade eder; anapara ayrı gösterilir. Tüm oranlar dönem sonu stok / yıllık GSYH esasıyla hesaplanmıştır.

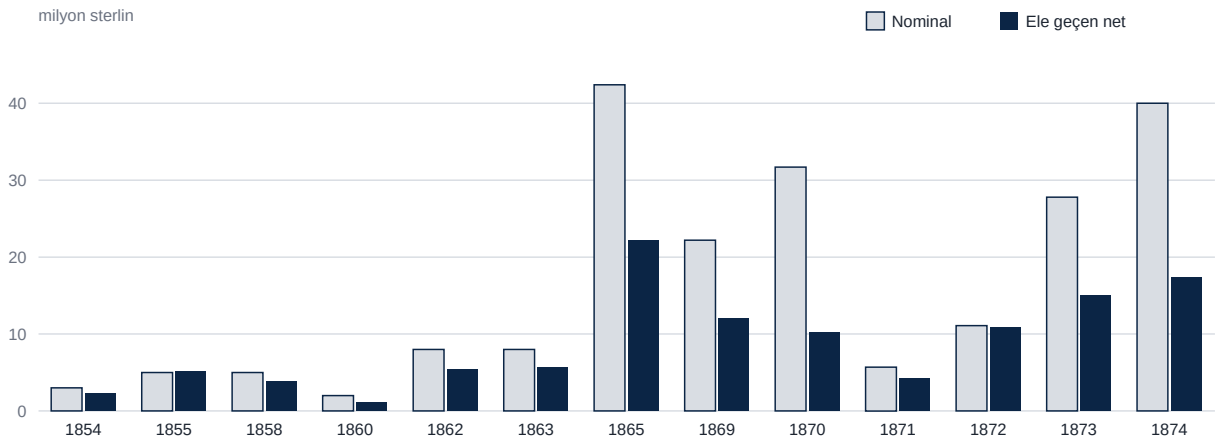
Şeffaflık notu

Kaynaklar arasında tanım farkları vardır. Bir siyasi parti raporunda 2025 yıl sonu stoku 565 milyar dolar olarak verilmişken TCMB'nin 2026 1Ç ve 2Ç açıklamaları (518,5 → 539,0) bunun 520 milyar dolar civarında olduğuna işaret eder; bu raporda TCMB serisi esas alınmıştır. Faiz ödemeleri için 2021–2025 verileri Hazine/TCMB ödemeler dengesi kalemleriyle tutarlıdır.

Bölüm 3

Osmanlı dış borçlanması: ilk krediden moratoryuma (1854–1881)

Osmanlı Devleti 1850'lere kadar dış borçlanmadan kaçınmıştı; Sultan Abdülmecid'in 1852'de onayladığı bir Fransız kredisi Bâb-ı Âli'nin direnciyle iptal edilmişti. Kırım Savaşı (1853–56) bu çekingenliği ortadan kaldırdı. 24 Ağustos 1854'te Londra'da Palmer & Co. ve Paris'te Goldschmidt aracılığıyla 3 milyon sterlinlik ilk tahvil, Mısır vergisi teminatıyla %6 kupon ve %80 ihraç fiyatıyla satıldı. Bu ilk işlemin yapısı sonraki yirmi yılın kaderini özetler: **nominal 3 milyon, ele geçen 2,3 milyon, ödenecek faiz nominal üzerinden.**



Şekil 1. Osmanlı dış kredileri 1854–1874: nominal tutar ve ele geçen net tutar, milyon sterlin. 1865 değeri aynı yıl yapılan iki ihracın toplamıdır. Kaynak: Blaisdell (1929), Kıray (1993), Pamuk (2007); VMA derlemesi.

3.1 Yıllara göre Osmanlı dış kredileri, 1854–1875

Yıl	Kredi / ihraç	Nominal (mn £)	İhraç fiyatı	Net ele geçen (mn £)	Kupon	Temir amaç
1854	Palmer–Goldschmidt	3,0	80	2,3	%6	Mısır ' Kırım
1855	Rothschild (İngiliz–Fransız garantili)	5,0	102,6	5,1	%4	Mısır ' İzmir/ gümri
1858	Dent, Palmer	5,0	76	3,8	%6	İstant gümri kaime
1860	Mirès (Paris)	2,0	53,75	1,1	%6	Başar skand
1862	Osmanlı Bankası	8,0	68	5,4	%6	Tütün damg imhas
1863	Osmanlı Bankası	8,0	71	5,7	%6	Genel
1865	Genel Borç (Düyun-u Umumiye tahvili)	36,4	50	18,2	%5	İç bor konso
1865	Osmanlı Bankası	6,0	66	4,0	%6	Bütçe
1869	Comptoir d'Escompte	22,2	54	12,0	%6	Bütçe
1870	Rumeli Demiryolları (Hirsch)	31,7	32,1	10,2	%3	Demir lotaryı
1871	Osmanlı Bankası	5,7	73	4,2	%6	Mısır ' Kırım
1872	Hazine bonoları konsolidasyonu	11,1	98,5	10,9	%9	Kısa v borç ç
1873	Osmanlı Bankası / Crédit Mobilier	27,8	54	15,0	%6	Bütçe
1874	Genel Borç	40,0	43,5	17,4	%5	Faiz ç için b

Yıl	Kredi / ihraç	Nominal (mn £)	İhraç fiyatı	Net ele geçen (mn £)	Kupon	Temir amaç
Toplam 1854–1874 (yaklaşık)		≈ 212	ort. ≈ 60	≈ 116	ort. %5,6	Nomi %45'i üzeri kayıp

Kaynak: Blaisdell, *European Financial Control in the Ottoman Empire* (1929); Kıray, *Osmanlı'da Ekonomik Yapı ve Dış Borçlar* (1993); Pamuk (2007). Sterlin cinsinden; farklı kaynaklarda net tutarlar $\pm$ %10 değişir.

3.2 Maliyet analizi: nominal %5,6, efektif %10'un üzeri

Kredilerin ağırlıklı ortalama ihraç fiyatı nominalin %60'ı civarındaydı. Bu, %6 kuponlu bir tahvilin ele geçen para üzerinden efektif faizinin %10'a yaklaşması demektir; amortisman ve komisyonlar eklendiğinde efektif maliyet %11–12'ye ulaşıyordu. 1874'e gelindiğinde yıllık borç servisi (faiz + amortisman) yaklaşık 14 milyon sterlin ile devlet gelirlerinin (22–25 milyon sterlin) %55–60'ına ulaşmıştı. 1874 kredisinin açıkça "faiz ödemek için" alınması, borcu borçla ödeme mekanizmasının resmen kurumsallaştığı andır.

3.3 6 Ekim 1875: Ramazan Kararnamesi

Sadrazam Mahmud Nedim Paşa'nın kararnamesiyle Osmanlı Devleti, beş yıl süreyle faiz ve amortisman ödemelerinin yarısını nakit, yarısını %5 faizli yeni tahville ödeyeceğini ilan etti. Bir yıl içinde nakit ödemeler de durdu; 1876'da fiilî temerrüt gerçekleşti. Balkan isyanları, 1877–78 Osmanlı–Rus Savaşı ve Berlin Antlaşması'yla toprak kayıpları, borcun teminatı olan gelir kaynaklarını da daralttı.

Kırılma noktasının anatomisi

1875 moratoryumu bir "ödeme isteksizliği" değil, matematiksel bir sonuçtu. Borç servisi / gelir oranı %50'yi aştığında, faizi yeni borçla ödemek stoku her yıl yaklaşık %8–10 büyütür; ihraç iskontosu nedeniyle her 100 birim faiz için 160–180 birim yeni nominal borç yaratılır. Bu geometrik büyüme, piyasa erişimi kapanır kapanmaz temerrüde dönüşür.

Düyun-u Umumiye: malî egemenliğin kaybı ve maliyeti (1881–1923)

4.1 Muharrem Kararnamesi (20 Aralık 1881)

Alacaklı temsilcileriyle (İngiltere, Fransa, Almanya, Avusturya–Macaristan, İtalya, Hollanda ve Osmanlı Bankası ile Galata bankerleri) yürütülen müzakereler sonucunda toplam 239 milyon Osmanlı altın lirası nominal borç ve 53 milyon lira birikmiş faiz, **106,4 milyon lira** konsolide borca indirildi; faiz oranları %1–4'e çekildi. Karşılığında Düyun-u Umumiye-i Osmaniye İdaresi kuruldu ve şu gelirler doğrudan idareye devredildi: tuz tekeli, tütün tekeli (Reji), ipek öşrü, balık avı resmi, damga resmi ve alkollü içki resmi ("altı dolaylı vergi") ile Doğu Rumeli vergisi, Kıbrıs gelir fazlası ve gümrük artışları.

Kalem	Tutar (mn altın lira)	Açıklama
1881 öncesi nominal borç	239,0	1854–1874 kredileri + 1875 yeni tahvilleri
Birikmiş ödenmemiş faiz	53,0	1875–1881
Muharrem Kararnamesi konsolide borç	106,4	%55'in üzerinde nominal indirim (haircut)
İdareye devredilen yıllık gelir (1882)	≈ 2,5	1912'de ≈ 3,5 mn liraya ulaştı
1882–1914 arasında idare tarafından tahsil edilen toplam	≈ 95	Faiz + amortisman + idare masrafı
1886–1914 yeni borçlanma (Düyun-u Umumiye kefaletiyle)	≈ 160	Bağdat Demiryolu, Hicaz, donanma, 1908–14 açıkları
1914 dış borç stoku (savaş öncesi)	≈ 160	Yeni krediler eski borçtan büyük

Kaynak: Blaisdell (1929); Düyun-u Umumiye yıllık raporları; Pamuk (2007). Nominal altın lira.

4.2 İdarenin büyüklüğü

Düyun-u Umumiye, 1912'de 5.000'i aşan personeli ile Osmanlı Maliye Nezareti'nden daha büyük bir teşkilata sahipti; ipek üretimini, tuz üretimini ve tütün ekimini doğrudan yönetiyor, kendi tahsildar ve kolluk kadrosunu istihdam ediyordu. İdare, alacaklıların gözünde "güvenilir" olduğundan Osmanlı Devleti'nin 1886'dan sonra yeniden borçlanabilmesini sağladı; ancak bu krediler de idarenin kefaleti ve teminatıyla alındı. Sonuç paradoksaldır:

1881'de 106 milyon liraya indirilen borç, 1914'te yeniden 160 milyon liranın üzerine çıktı. Haircut, davranışı değiştirmede için döngüyü yalnızca yeniden başlattı.

4.3 Egemenlik maliyeti: rakamla ifade edilemeyen kalem

- **Vergi egemenliği.** Devlet gelirlerinin %20–30'u otuz iki yıl boyunca yabancı bir idare tarafından tahsil edildi.
- **Sanayi politikası.** Reji tekeli, yerli tütün sanayisini ve köylü üreticiyi alacaklı çıkarı lehine düzenledi; Reji kolcuları ile köylüler arasındaki çatışmalarda yaklaşık 20.000 kişinin öldüğü tahmin edilir.
- **Gümrük politikası.** Gümrük oranlarının artırılması (%8 → %11 → %15) alacaklıların onayına bağlandı; ticaret politikası fiilen dışa devredildi.
- **Dış politika.** Bağdat Demiryolu ve donanma kredileri, Almanya ve İngiltere'ye siyasî bağımlılığın finansal aracı oldu.

Yatırım bankası perspektifi

Düyun-u Umumiye, modern terimlerle bir "gelir teminatlı yeniden yapılandırma ve emanet hesabı (escrow)" düzenlemesiydi. Alacaklı açısından mükemmel bir yapıydı: %55 haircut'a rağmen 1882–1914 arasında toplam tahsilat, konsolide borcun neredeyse tamamını karşıladı. Borçlu açısından ise tahsilatın maliyeti kâğıt üzerindeki faizin çok üstündeydi: devlet, kendi vergi tabanının en likit kısmını otuz yıl kiralamış oldu.

Bölüm 5

Lozan'dan son taksite: Cumhuriyet'in Osmanlı borcunu tasfiyesi (1923–1954)

5.1 Lozan Antlaşması (24 Temmuz 1923), Madde 46–57

Lozan'da Türk heyeti, Osmanlı borcunun Osmanlı topraklarından ayrılan devletler arasında gelir esasına göre paylaştırılmasını sağladı; bu, İsmet Paşa'nın en zorlu müzakere başlıklarından biriydi. 1912 (Balkan Savaşı) öncesi ve sonrası borçlar ayrı ayrı paylaştırıldı.

Devlet	Pay (%)	Nominal (mn altın lira)	Not
Türkiye Cumhuriyeti	62–67	≈ 84,6 anapara; faizle ≈ 107	1912 öncesi borcun %62'si, sonrasının %67'si
Yunanistan	≈ 10	≈ 12	
Suriye–Lübnan (Fransız mandası)	≈ 8	≈ 11	
Irak (İngiliz mandası)	≈ 5	≈ 7	
Filistin, Bulgaristan, Yugoslavya, Arnavutluk, Hicaz, İtalya, Necd, Yemen vd.	≈ 10	≈ 13	Yugoslavya ve Bulgaristan payları ayrıca ödendi
Toplam paylaştırılan	100	≈ 130	1914 stoku + savaş dönemi kısmî birikimler

Kaynak: Lozan Antlaşması, Kısım II; 1925 Paris Borç Konferansı tutanakları; Maliye Bakanlığı Osmanlı Borçları Tasfiye Dosyası. Farklı kaynaklar pay ve tutarlarda küçük sapmalar gösterir.

5.2 1928 Paris Anlaşması ve 1933 yeniden yapılandırması

13 Haziran 1928'de Paris'te alacaklılarla varılan anlaşmayla Türkiye'nin payı yıllık 2 milyon altın lira taksitle ödenecek şekilde düzenlendi. 1929 Büyük Buhranı ve altın standardının çöküşü ödemeleri sürdürülemez hâle getirdi; Türkiye 1930'da ödemeleri askıya aldı. 22 Nisan 1933 Paris Anlaşması ile borç **8 milyon altın liradan 962 milyon Fransız frangına** dönüştürüldü (nominal ve faiz oranı düşürüldü), vade 1952'ye uzatıldı. Fransız frangının 1936 ve 1938 devalüasyonları borcun reel yükünü daha da hafifletti; 1944'te kalan borç 8 milyon Türk lirasına indirildi.

5.3 Yıllara göre Cumhuriyet'in Osmanlı borcu ödemeleri

Dönem	Ödeme rejimi	Yıllık ortalama	Dönem toplamı	Not
1923–1928	Müzakere; ödeme yok	—	—	Faiz birikimi tartışmalı
1929–1930	1928 anlaşması, altın lira	≈ 2,0 mn altın lira	≈ 3,5 mn altın lira	1930'da askıya alındı
1933–1939	1933 anlaşması, Fransız frangı	≈ 45 mn FF	≈ 300 mn FF	Frank devalüasyonlarıyla reel yük azaldı
1940–1944	Savaş; kısmî ödeme	değişken	≈ 150 mn FF	Kalan 8 mn TL'ye indirildi
1945–1954	Türk lirası taksitleri	≈ 0,8 mn TL	≈ 8 mn TL	25 Mayıs 1954: son taksit

Sonuç

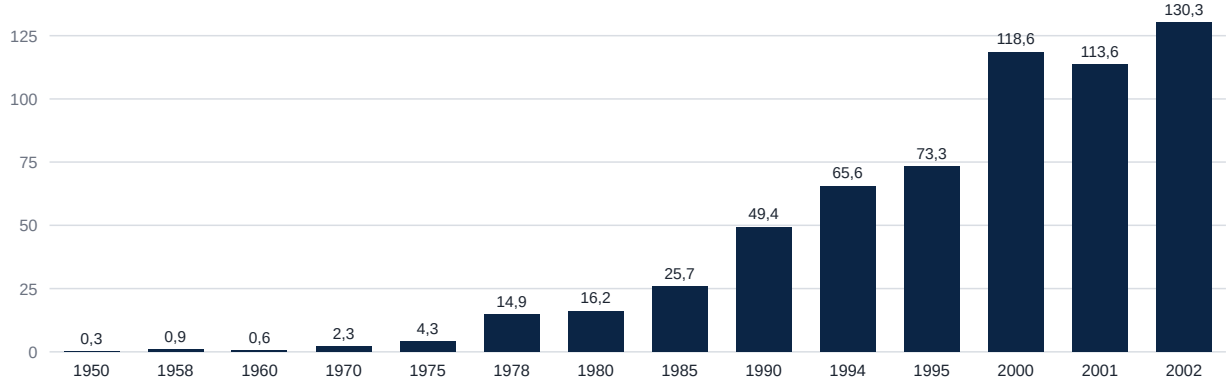
Cumhuriyet, Lozan'da üstlendiği yaklaşık 107 milyon altın liralık nominal borcu, para birimi dönüşümleri ve alacaklıların kabul ettiği indirimler sayesinde bugünkü değeriyle nominalin küçük bir kesrini ödeyerek kapatmıştır. Bu başarı iki unsura dayanır: (i) 1923–1933 arasında yeni dış borç alınmaması, yani "borcu borçla ödeme" refleksinin bilinçli olarak reddedilmesi; (ii) küresel para düzensizliğinin (altın standardının çöküşü, frank devalüasyonu) borçlu lehine kullanılması. Cumhuriyet'in ilk otuz yılı, dış borç tarihindeki tek "net indirgeme" dönemidir.

Bölüm 6

Cumhuriyet dönemi dış borçlanması: yıllara göre stok ve faiz (1950–2002)

Osmanlı borcunun son taksitinden yalnızca dört yıl sonra, 1958'de Türkiye Cumhuriyeti kendi dış borçları için ilk erteleme ve istikrar programını imzaladı (OECD/IMF konsorsiyumu, 4 Ağustos 1958 devalüasyonu). 1950'lerin Marshall yardımı ve ithal ikameci sanayileşmenin döviz açığı, 1970'lerin petrol şokları ve Döviz Çevrilebilir Mevduat (DÇM) uygulaması, 1980'lerin dışa açılma programı ve 1990'ların kamu açıklarının iç borçla finansmanı, dış borç stokunu kademeli olarak büyütülmüştür.

milyar \$, dönem sonu brüt dış borç stoku



Şekil 2. Brüt dış borç stoku, 1950–2002, milyar dolar. Kaynak: Dünya Bankası IDS; Hazine ve Maliye Bakanlığı; TCMB. 1950–1970 değerleri IDS ve DPT verilerinden derlenmiştir.

Yıl	Brüt dış borç stoku (mlr \$)	Kamu payı (%)	Dış faiz ödemesi (mlr \$)	Dış borç / GSYH
1950	0,28	≈ 95	0,01	
1958	0,90	≈ 95	0,03	≈
1960	0,56	≈ 95	0,02	
1970	2,3	≈ 90	0,08	≈
1975	4,3	≈ 80	0,2	≈
1978	14,9	≈ 70	0,7	≈
1980	16,2	≈ 75	1,1	
1985	25,7	≈ 80	2,1	
1990	49,4	≈ 70	3,3	
1994	65,6	≈ 65	3,9	
1995	73,3	≈ 60	4,3	
2000	118,6	≈ 50	6,3	
2001	113,6	≈ 55	7,1	

Yıl	Brüt dış borç stoku (mlr \$)	Kamu payı (%)	Dış faiz ödemesi (mlr \$)	Dış borç / GSYH
2002	130,3	≈ 55	6,0	

Kaynak: Dünya Bankası IDS (DT.DOD.DECT.CD, DT.INT.DECT.CD), Hazine Kamu Borç Yönetimi Raporları. 1980 öncesi faiz değerleri tahminidir. Kamu payı TCMB/Hazine tanımıyla merkezî yönetim + KİT + yerel yönetim + TCMB'dir.

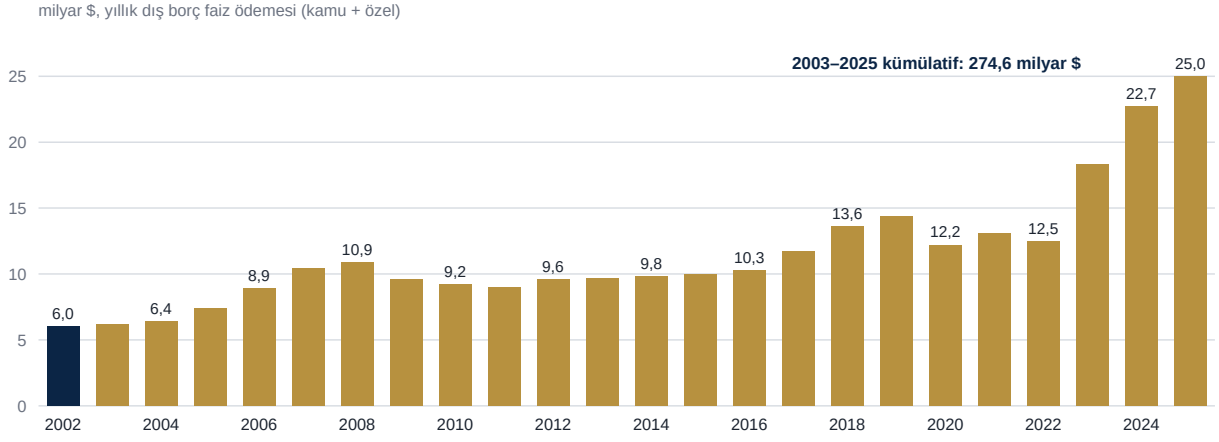
6.1 Üç erteleme, üç ders

1. **1958.** İthal ikamesi + sabit kur + ticari kısa vadeli borç → döviz kıtlığı. Ders: dış borç, ihracat kapasitesi büyümeden büyütülemez.
2. **1978–80.** DÇM ile bankalar aracılığıyla üstlenilen kısa vadeli döviz borcu, kur sabit tutulunca Hazine'ye devrildi. Ders: özel sektörün döviz borcu kriz anında kamulaşır; bugünkü 318 milyar dolarlık özel sektör dış borcu için en önemli tarihsel uyarı budur.
3. **2001.** İç borcun faiz yükü vergi gelirlerini aştı (2001'de toplanan 100 lira verginin 103 lirası faize gitti). Ders: borcu borçla ödemenin sürdürülebilirlik sınırı, faiz/vergi oranı %100'e yaklaştığında piyasa tarafından zorla kapatılır.

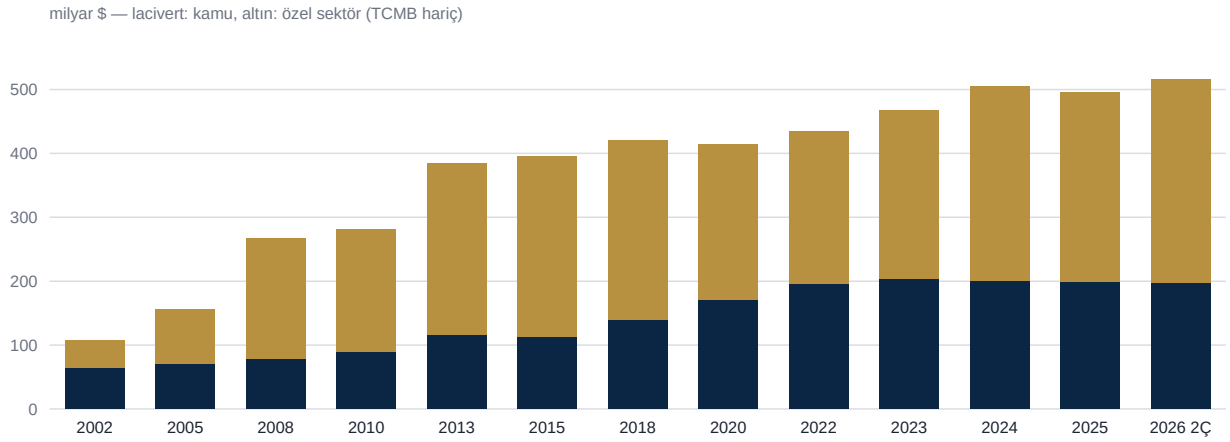
Bölüm 7

Güncel dönem: stok, faiz ve borç servisi (2002–2026)

2002 sonrası dönem, dış borç stokunun 130 milyar dolardan 539 milyar dolara çıktığı, ancak GSYH'nin daha hızlı büyümesi sayesinde dış borç/GSYH oranının %56'dan %32'ye gerilediği çift yönlü bir dönemdir. Dönemin belirleyici özelliği, borçlanmanın **kamudan özel sektöre** ve **uzun vadeden kısa vadeye** kaymasıdır.



Şekil 3. Yıllık dış borç faiz ödemesi (kamu + özel), 2002–2025, milyar dolar. Lacivert: 2002; altın: 2003 ve sonrası.
Kaynak: Dünya Bankası IDS; Hazine/TCMB ödemeler dengesi (yatırım geliri, faiz); 2021–2025 için CHP TBMM Grubu Ekonomi Raporu (Şubat 2026) ile çapraz kontrol. 2003–2025 kümülatif 274,6 milyar dolar (121 kamu + TCMB, 154 özel sektör).



Şekil 4. Brüt dış borç stokunun kamu / özel sektör dağılımı, 2002–2026 2Ç, milyar dolar (TCMB yükümlülükleri hariç). Kaynak: TCMB Dış Borç İstatistikleri; Hazine ve Maliye Bakanlığı.

Yıl	Brüt dış borç (mlr \$)	Kamu (mlr \$)	Özel (mlr \$)	Kısa vade payı (%)	Dış faiz öde
2002	130,3	64,5	43,1	12,7	
2005	170,8	70,4	84,8	22,4	
2008	281,1	78,3	188,3	18,7	
2010	292,5	89,1	191,3	26,5	
2013	389,5	115,9	267,7	33,7	
2015	398,0	113,3	282,3	25,5	
2018	427,2	140,6	280,4	27,5	
2020	436,3	171,4	243,6	31,7	
2021	441,4	183,2	237,0	27,6	
2022	459,0	195,8	238,0	33,5	
2023	499,9	203,9	263,6	34,0	
2024	≈ 532	≈ 200	≈ 305	≈ 32	
2025	≈ 520,5	≈ 198,8	≈ 296,8	≈ 32	
2026 1Ç	518,5	192,2	302,1	32,1	
2026 2Ç	539,0	197,9	318,0	31,7	

Kaynak: TCMB Türkiye Dış Borç İstatistikleri (2026 2Ç); Hazine ve Maliye Bakanlığı; Dünya Bankası IDS. Kamu + özel + TCMB toplamı stoku verir (TCMB 2026 2Ç: 23,1 mlr \$). "≈" ile işaretli değerler tahminîdir. 2026 2Ç kısa vadeli: 170,7; uzun vadeli: 368,2 mlr \$.

7.1 2026 II. çeyrek yapısal profil

%48,9	%28,8
ABD doları cinsinden	Euro cinsinden
%12,2	%46,2
Türk lirası cinsinden	Krediler (enstrüman)

%19,5

Borç senetleri

Stokun %78'i yabancı para cinsindendir; kurdaki her %10'luk değer kaybı TL cinsinden borç yükünü yaklaşık %7,8 artırır. Kamu dış borcu bir çeyrekte %3,3 artarak 197,9 milyar dolara, özel sektör borcu %4,2 artarak 318 milyar dolara yükselmiştir; TCMB'nin dış yükümlülükleri (ağırlıklı yurt dışı yerleşik mevduatları) 23,1 milyar dolara gerilemiştir.

7.2 Borç servisi: yıllık 221 milyar dolarlık çevirme ihtiyacı

TCMB'nin kalan vadeye göre kısa vadeli dış borç verisine göre 2025 yılı içinde vadesi gelen dış yükümlülüklerin toplamı 221,3 milyar dolardır: 141,3 milyar doları özel sektör, 34,8 milyar doları TCMB, 6,4 milyar doları genel hükümet (Eurobond itfaları), kalanı bankalar ve KİT'ler. Cari açık eklendiğinde yıllık dış finansman ihtiyacı 250 milyar doları aşmaktadır. Bu tutar 2026 2Ç stokunun %41'idir: Türkiye her yıl toplam dış borcunun beşte ikisini yeniden borçlanarak çevirmektedir.

Kritik gözlem

Stok 2017–2025 arasında %20 arttı; dış faiz %90 arttı. Faizin stoktan dört kat hızlı büyümesi iki nedene bağlıdır: küresel faizlerin yükselmesi ve Türkiye'nin risk primi / kredi notu maliyetinin (CDS 2022'de 700 baz puanı aştı) ülke marjına yansımaları. Borcu borçla çevirmenin maliyeti son üç yılda yapısal olarak yeniden fiyatlanmıştır.

Bölüm 8

Borcu borç ile ödemenin matematiği: yeniden finansman döngüsünün anatomisi

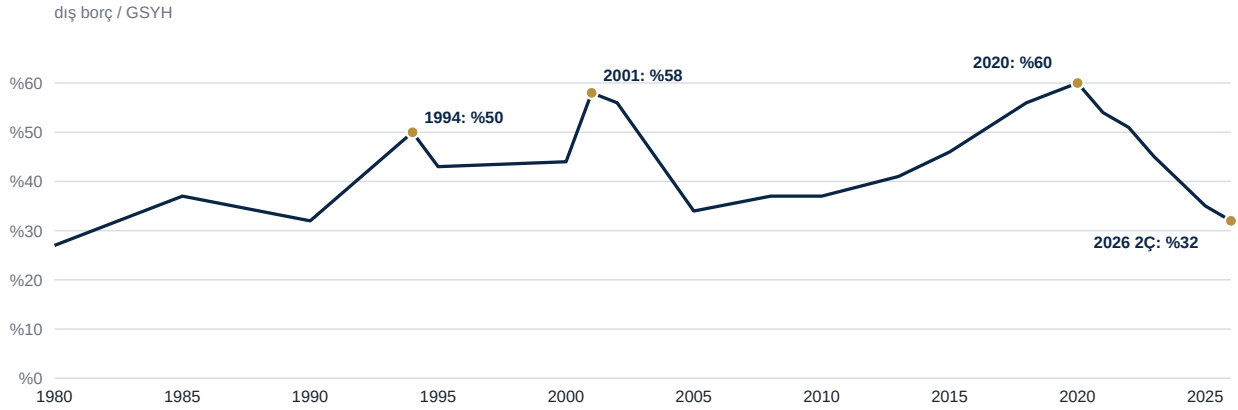
"Borcu borçla ödemek", yani vadesi gelen anapara ve faizi yeni borçlanmayla karşılamak, kendi başına kusurlu bir uygulama değildir; her devlet ve her büyük şirket borcunu çevirir. Sorun üç koşulun aynı anda gerçekleşmesiyle başlar: (i) faiz oranı (r) nominal büyüme hızından (g) yüksek; (ii) faiz dışı denge $r-g$ farkını

kapatmaya yetmiyor; (iii) yeni borçlanmanın vadesi eskisinden kısa. Osmanlı 1870'lerde ve Türkiye 1990'larda bu üç koşulu aynı anda yaşamıştır.

8.1 Temel denklem

$$\Delta(\text{Borç} / \text{GSYH}) = (r - g) \times (\text{Borç} / \text{GSYH}) - \text{Faiz Dışı Fazla} / \text{GSYH}$$

r = dış borcun efektif dolar faizi; g = dolar cinsinden nominal GSYH büyümesi. $r > g$ olduğunda, faiz dışı fazla üretilmezse borç oranı otomatik olarak büyür. Türkiye'de 2018–2023 döneminde $r \approx \%4,5\text{--}6$, dolar cinsi $g \approx \%1\text{--}3$ (kur kayıpları nedeniyle) idi; oranın $\%41$ 'den $\%60$ 'a çıkması bu denklemin doğrudan sonucudur. 2024–2026'da dolar cinsi GSYH büyümesi (reel değerlendirme ile) r 'nin üzerine çıkınca oran $\%60$ 'tan $\%32$ 'ye geriledi.



Şekil 5. Dış borç / GSYH, 1980–2026. Kaynak: Dünya Bankası, TCMB, Hazine; VMA hesaplaması. 2026 değeri Hazine ve Maliye Bakanlığı 2Ç beklentisidir.

8.2 Dört dönemin sayısallaştırılması

Parametre	1854–1874 Osmanlı	1990–2001 Türkiye	2018–2023 Türkiye	2024–2026 Türkiye
Efektif borçlanma maliyeti (r)	%10–12 (altın)	%8–10 (\$) / %90+ (TL iç)	%5–7 (\$)	%6–8 (\$)
Gelir büyümesi (g, aynı para)	%2–3	%3–4 (\$)	%0–2 (\$)	%8–12 (\$, reel değerlenme)
r – g	+8–9 puan	+5 puan	+4–5 puan	–2 ila –4 puan
Faiz / devlet geliri	%55–60 (1874)	%77–103 (2000–01, toplam faiz/vergi)	%9–11 (bütçe)	%11–15 (bütçe)
Ortalama vade	Kısalıyor (1872 bonolar %9)	Kısalıyor (iç borç < 1 yıl)	Kısalıyor (kısa vade payı %34)	Yatay (%32)
Sonuç	1875 moratoryum	2001 kriz + IMF	2021–23 kur şoku	Kırılgan istikrar

8.3 Faizin faizi: 2002'den bugüne alternatif senaryo

2003–2025 döneminde ödenen 274,6 milyar dolarlık dış faizin, aynı dönemde ödenmeyip anapara azaltımında kullanıldığı varsayımsal senaryoda 2002 stoku olan 130,3 milyar doların tamamı 2013'e kadar kapatılabilir, 2025'e kadar da 144 milyar dolarlık net alacaklı pozisyonu oluşturulabilirdi. Bu hesap gerçekçi değildir (faiz, borç almanın bedelidir), ancak **ölçeği** gösterir: Türkiye, 23 yılda faiz olarak, Türkiye Varlık Fonu'nun portföy değerinin (yaklaşık 320 milyar dolar, 2024) neredeyse tamamı kadar tutarı yurt dışına transfer etmiştir.

Daha gerçekçi ölçüt **fırsat maliyetidir**: 2023–2025'te ödenen 66 milyar dolarlık dış faiz, aynı üç yılda Türkiye'ye gelen net doğrudan yabancı yatırımın (yaklaşık 30 milyar dolar) iki katından fazladır. Ülke, sermaye çekmek için ödediğinden fazlasını sermayeyi tutmak için ödemektedir.

8.4 Vade kısalması: sessiz kırılgan sinyali

Tarihsel olarak her kırılganlığın öncüsü stok büyüklüğü değil vade yapısı olmuştur. Osmanlı'da 1872 Hazine bonoları (%9 faiz, kısa vade), Türkiye'de 1977–78 DÇM'ler ve 1994 ile 2000–01 öncesi kısa vadeli sermaye girişleri kırılganlığa işaret etmiştir. 2026 2Ç'de kısa vadeli dış borç 170,7 milyar dolar (stokun %31,7'si); kalan vadeye göre 12 ay içinde vadesi gelen yükümlülük ise 220 milyar doların üzerindedir. TCMB brüt rezervlerinin (2026 ortası ≈ 180 milyar dolar; swap hariç net rezerv daha düşük) bu tutarı tam karşılamadığı

dikkate alındığında, çevirme kapasitesi tamamen piyasa erişiminin sürekliliğine bağlıdır. 1875'te de 2001'de de tam olarak kapanan şey bu erişimdi.

Bölüm 9

Akıbet: tarihsel kırılma noktaları ve günümüz için dersler

9.1 Beş kırılma, tek mekanizma

Kırılma	Tetikleyici	Ön sinyal	Akıbet	Maliyet
1875 Osmanlı moratoryumu	Faiz/gelir > %55; kuraklık ve Balkan isyanları	1872–74 kısa vadeli bonolar, %9 faiz	1881 Düyun-u Umumiye; 42 yıl malî vesayet	Vergi egemenliğinin %25–30'u; %55 haircut'a rağmen 1914'te borç yeniden büyüdü
1958 Türkiye erteleme	Döviz kısıtlığı; sabit kur; ticari borç	Kısa vadeli ithalat kredileri birikimi	%69 devalüasyon; OECD konsorsiyumu; 27 Mayıs'a giden süreç	400 mn \$ erteleme; siyasi istikrarsızlık
1978–80 DÇM krizi	Özel bankaların döviz borcu kamulaştı; petrol şoku	DÇM stoku 1977'de 2,3 mlr \$	24 Ocak; 12 Eylül; %33 devalüasyon	"70 sente muhtaç" dönemi; 3 yıl büyüme kaybı
2001 Şubat krizi	Faiz/vergi %103; bankacılık sistemi çöktü	1999–2000 kısa vadeli sermaye girişi; kur çapası	IMF 19. Stand-by; 47 mlr \$ banka kurtarma	GSYH %5,7 daraldı; 21 banka Fon'a devredildi
2018–23 Kur şoku	$r > g$; negatif reel faiz; rezerv erimesi	2013–18 özel sektör döviz borcu; kısa vade payı %34	TL 3,8 → 30 /\$; KKM ile 3,5 trilyon TL kamu maliyeti	Dış faiz 12,5 → 25 mlr \$; CDS 700 bp; kredi notu B–

9.2 Ortak örüntü

1. **Dış borç, üretken sermaye yerine cari harcamayı veya kur savunmasını finanse ettiğinde** $r - g$ pozitifleşir. Osmanlı'da 1854–74 kredilerinin %60'ından fazlası bütçe açığı ve önceki faize gitti; demiryolu gibi üretken yatırıma giden pay %15'i geçmedi.
2. **Vade kısalması temerrütten ortalama üç yıl önce görünür olur.** Bu, günümüz için en değerli erken uyarı göstergesidir.
3. **Özel sektörün döviz borcu kriz anında kamu borcuna dönüşür** (1978 DÇM, 2001 bankalar, 2021–23 KKM). Bugünkü 318 milyar dolarlık özel sektör dış borcu, kamu bilançosunun "koşullu yükümlülüğü" olarak okunmalıdır.
4. **Haircut, davranış değişmeden döngüyü kırmaz.** 1881'de %55 indirilen borç 1914'te eski seviyesini aştı. 2001 sonrası Türkiye de 2008'e kadar disiplinli kaldı, sonra döngüye geri döndü.

Bugünkü konumun dürüst tespiti

Türkiye 2026 ortasında stok/GSYH açısından son 15 yılın en iyi, faiz maliyeti açısından tarihinin en kötü noktasındadır. İki gösterge aynı anda doğrudur ve aralarındaki gerilim, politikanın önümüzdeki 24 ayda hangi yöne evrileceğini belirleyecektir. Rezerv birikimi ve reel değerlenme oranı düşürmüştü; ancak faiz maliyeti, ülke risk priminin kalıcı olarak düşmesi (kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye dönmesi) sağlanmadan normalleşmeyecektir.

Bölüm 10

Stratejik seçenekler ve Türkiye Varlık Fonu'nun rolü

Bu bölüm, tarihsel analizin politika yapıcı için türettiği seçenekleri sıralar. Value Masters Academy bir politika kurumu değildir; seçenekler yatırım bankası disipliniyle "bilanço yönetimi" perspektifinden sunulmuştur ve nihai değerlendirme karar vericiye aittir.

10.1 Dört kaldıraç

Kaldıraç	Mekanizma	Tarihsel emsal	Etkinin ölçeği	Risk
1. Risk primi düşürme	Kredi notunun BB+ → BBB- seviyesine çıkması, yeni borçlanma marjını 150–250 bp düşürür	2005–2012 Türkiye; 2013 yatırım yapılabilir not	221 mlr \$ yıllık çevirme üzerinden 3–5 mlr \$/yıl faiz tasarrufu	Program disiplininden sapma hâlinde kazanım hızla kaybolur
2. Vade uzatma ve para birimi yönetimi	Kısa vade payını %32'den %25'e çekmek; TL cinsi dış borç payını %12'den %20'ye çıkarmak	2004–2007 Hazine vade uzatma programı	12 ay içinde vadesi gelen tutarı 40–50 mlr \$ azaltır	Uzun vade kısa vadeden pahalıdır; geçiş maliyeti vardır
3. Varlık tarafından borç azaltma (TVF)	TVF portföyündeki (≈ 320 mlr \$) getirisi düşük varlıkların kısmî halka arzı / stratejik ortaklığıyla elde edilen döviz gelirinin doğrudan dış borç itfasında kullanılması	Türkiye'de ilk kez; emsal: Singapur Temasek, Malezya Khazanah borç–varlık takasları	Her 10 mlr \$ itfa ≈ 0,6–0,8 mlr \$/yıl faiz tasarrufu; %7 ağırlıklı maliyetle 10 yılda 6–8 mlr \$	Varlık satış fiyatlaması; siyasi algı; stratejik varlıkların kontrolü
4. Faiz dışı fazla ve cari denge	Cari açığın %1 GSYH altına indirilmesi, yıllık dış finansman ihtiyacını 30–35 mlr \$ azaltır	2001–2004 %6,5 faiz dışı fazla programı	Çevirme bağımlılığının yapısal olarak kırılması	Büyüme kaybı; siyasi maliyet

10.2 Türkiye Varlık Fonu için özel değerlendirme

TVF, kamu bilançosunun varlık tarafını temsil eden tek konsolide kurumdur. Dış borç yönetimi ise bilançonun yükümlülük tarafıdır ve Hazine'ye aittir. Tarihsel analiz, bu iki tarafın ayrı yönetilmesinin, Osmanlı'da olduğu gibi, alacaklılara "gelir teminatı" verilmesine yol açtığını gösterir: Düyun-u Umumiye, özünde devletin varlıklarının (tek el gelirlerinin) alacaklılar tarafından yönetilmesi idi. Bugün TVF'nin varlığı bu tarihî kırılmanın panzehiri olabilir: **varlıklar alacaklıya teminat olarak değil, borçluya kaldıraç olarak kullanılmalıdır.**

1. **Borç-varlık takas programı.** TVF portföyündeki getirisi ülke borçlanma maliyetinin altında kalan varlıkların (bazı kamu bankası azınlık payları, gayrimenkul, düşük getirili iştirakler) kademeli monetizasyonu ile elde edilecek döviz, doğrudan Eurobond geri alımında kullanılabilir. 2025'te 8,4 milyar dolar olan kamu + TCMB dış faizinin %20–25'i bu yolla beş yıl içinde ortadan kaldırılabilir.
2. **Konsolide kamu bilançosu raporlaması.** TVF varlıkları ile Hazine dış borcunun tek bir "net kamu pozisyonu" olarak raporlanması, derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'yi brüt değil net borç üzerinden değerlendirmesini sağlar; bu, not artışının en ucuz yoludur.
3. **Koşullu yükümlülük izleme.** 318 milyar dolarlık özel sektör dış borcu, 1978 ve 2001 emsalleri ışığında TVF/Hazine tarafından ortak bir stres testine tabi tutulmalı; kur şoku senaryosunda kamulaşma riski taşıyan kesim (özellikle garantili döviz gelirli enerji ve altyapı KÖİ projeleri) ayrıca fiyatlandırılmalıdır.
4. **Yerli tasarruf kanalı.** Dış borcun TL cinsi payının artırılması, yabancı yerleşiklere TL varlık sunmakla mümkündür; TVF iştiraklerinin TL cinsi uzun vadeli tahvil ihraçları hem vade uzatır hem kur riskini düşürür.

Sonuç

Osmanlı'nın 1854'te başlayan ve Cumhuriyet'in 1954'te kapattığı birinci döngü, borcun kendisinden değil, faizi yeni borçla ödemenin alışkanlığına dönüşmesinden dolayı egemenlik kaybıyla sonuçlandı. İkinci döngü 1958'de başladı ve bugün 539 milyar dolar, yıllık 25 milyar dolar faiz seviyesindedir. Cumhuriyet'in birinci döngüyü kapatırken kullandığı iki ilke, *yeni borç almadan borç azaltmak ve küresel koşulları borçlu lehine kullanmak*, bugün de geçerlidir. Farkı yaratacak olan, varlık tarafının (TVF) yükümlülük tarafıyla aynı stratejik masada yönetilmesidir. Bu, Türkiye'nin tarihinde ilk kez sahip olduğu bir imkândır.

Konsolide veri tabloları

A.1 Osmanlı ve Cumhuriyet dönemleri: özet kıyaslama

Gösterge	Osmanlı 1874 (zirve)	Osmanlı 1914
Dış borç stoku	≈ 200 mn altın lira (≈ 182 mn £)	≈ 160 mn altın lira
Bugünkü altın eşdeğeri (gösterge)*	≈ 160 mlr \$	≈ 128 mlr \$
Dış borç / millî gelir	≈ %90–100	≈ %60
Yıllık dış faiz + amortisman	≈ 14 mn £	≈ 8 mn £
Faiz / devlet geliri	%55–60	%25–30 %103 (tc
Kamu payı	%100	%100
Yabancı para payı	%100	%100

* Altın eşdeğeri: 1 Osmanlı altın lirası = 7,216 gr saf altın; 2026 ortası altın fiyatı ≈ 3.500 \$/ons esas alınmıştır. Yalnızca ölçek karşılaştırması içindir; satın alma gücü veya GSYH oranı karşılaştırması olarak okunmamalıdır.

A.2 Dış faiz ödemeleri: yıllık seri, 1980–2025 (milyar ABD doları)

Yıl	Faiz	Yıl	Faiz	Yıl	Faiz	Yıl	Faiz
1980	1,1	1992	3,2	2004	6,4	2016	10,3
1981	1,4	1993	3,6	2005	7,4	2017	11,7
1982	1,5	1994	3,9	2006	8,9	2018	13,6
1983	1,6	1995	4,3	2007	10,4	2019	14,4
1984	1,9	1996	4,2	2008	10,9	2020	12,2
1985	2,1	1997	4,4	2009	9,6	2021	13,1
1986	2,3	1998	4,8	2010	9,2	2022	12,5
1987	2,6	1999	5,5	2011	9,0	2023	18,3
1988	2,8	2000	6,3	2012	9,6	2024	22,7
1989	3,0	2001	7,1	2013	9,7	2025	25,0
1990	3,3	2002	6,0	2014	9,8		
1991	3,4	2003	6,2	2015	10,0		
1980–2002 toplam ≈ 80		2003–2025 toplam 274,6		1980–2025 toplam ≈ 355 mlr \$ — 2026 tahmin: 26–28 mlr \$			

Kaynak: Dünya Bankası IDS (toplam dış borç faiz ödemeleri, kamu + özel); 2021–2025 için Hazine/TCMB ödemeler dengesi ve CHP TBMM Grubu Ekonomi Raporu (Şubat 2026). 1980–2020 değerleri yuvarlanmıştır; ±%5 sapma olabilir. Bütçe toplam faizi (iç + dış) ayrı bir kalemdir ve 2023'te 28,4 mlr \$, 2024'te ≈ 1,25 trilyon TL'dir.

Ek B

Kaynaklar ve notlar

Resmî istatistik

- TCMB, *Türkiye Dış Borç İstatistikleri Gelişmeleri, 2026 Yılı II. Çeyrek* (Ağustos 2026) ve I. Çeyrek (Haziran 2026).
- TCMB, *Kalan Vadeye Göre Kısa Vadeli Dış Borç İstatistikleri*, Aralık 2024 ve 2025 dönemleri.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı, *Kamu Borç Yönetimi Raporları; 2025 ve 2026 Yılı Hazine Finansman Programları*; Orta Vadeli Program 2024–2026 ve 2026–2028.

- Dünya Bankası, *International Debt Statistics* (DT.DOD.DECT.CD; DT.INT.DECT.CD; DT.TDS.DECT.CD serileri), Türkiye.
- Hazine ve Maliye Bakanı'nın 2026 2Ç dış borç verileri üzerine değerlendirmesi (Ağustos 2026).
- CHP TBMM Grubu Haftalık Ekonomi Raporu (Şubat 2026): 2021–2025 dış faiz ödemeleri ve kamu/özel ayrımı için; siyasi kaynak olduğu not edilerek resmî ödemeler dengesi verileriyle çapraz kontrol edilmiştir.

İktisat tarihi literatürü

- Donald C. Blaisdell, *European Financial Control in the Ottoman Empire*, Columbia University Press, 1929.
- Emine Kıray, *Osmanlı'da Ekonomik Yapı ve Dış Borçlar*, İletişim, 1993.
- Şevket Pamuk, *Osmanlı-Türkiye İktisadî Tarihi 1500–1914*, İletişim, 2007; *Türkiye'nin 200 Yıllık İktisadi Tarihi*, İş Bankası Kültür, 2014.
- Christopher Clay, *Gold for the Sultan: Western Bankers and Ottoman Finance 1856–1881*, I.B. Tauris, 2000.
- Murat Birdal, *The Political Economy of Ottoman Public Debt*, I.B. Tauris, 2010.
- Biltekin Özdemir, *Osmanlı Devleti Dış Borçları*, Ankara Ticaret Odası, 2009.
- Lozan Barış Antlaşması (1923), Kısım II, Madde 46–57; 1928 ve 1933 Paris Anlaşmaları metinleri.
- Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, *Türkiye Ekonomisi*, Remzi, çeşitli baskılar (1958, 1978, 1994, 2001 krizleri).

Metodolojik notlar ve sınırlamalar

1. Osmanlı dönemi kredi tutarları farklı kaynaklarda nominal, net ve konsolide bazda verildiğinden bu raporda üç değer ayrı ayrı gösterilmiş, toplamlar "≈" ile işaretlenmiştir.
2. 1980 öncesi Cumhuriyet dönemi dış faiz ödemeleri, stok ve ortalama faiz oranlarından türetilmiş tahminlerdir.
3. 2024 ve 2025 yıl sonu stok değerleri TCMB'nin çeyreklik değişim açıklamalarından türetilmiş, "≈" ile işaretlenmiştir; kesin değerler TCMB'nin revize yıllık serisinden teyit edilmelidir.
4. "Dış faiz" kalemi, bütçedeki toplam faiz giderinden (iç + dış) farklıdır; iki seri birbiriyle karıştırılmamalıdır.
5. Bölüm 10'daki seçenekler yatırım bankası bilanço yönetimi disipliniyle hazırlanmış analitik çerçevelerdir; hukukî, vergisel ve siyasi uygulanabilirlik değerlendirmesi kapsam dışındadır.

Bu belge muhatabına özel olarak hazırlanmıştır; izinsiz çoğaltılamaz ve dağıtılamaz. Rapordaki görüşler yalnızca yazarlarına aittir. Kamu Varlıkları Serisi, Rapor No. 1 / 5. 12 Eylül 2026.