

Borç Alan Belli, Peki Borç Veren Kim?

Türkiye'nin borç havuzunun alacaklıları, Borsa İstanbul'da dönen varlık ve sahipleri, ülkedeki küresel sermaye stoku ve dünya ligindeki yeri — borcu borçla ödeme sarmalından kimin yararlandığı, Türkiye'nin zaafının kime fırsat olduğu; muadil borçlu ülkelerle tarafsız karşılaştırma.

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

Seri notu

Rapor No. 1 (borç servisi), No. 2 (satılan varlıklar), No. 3 (yer altı zenginlikleri) ve No. 4 (belediyeler) serisinin beşinci halkasıdır.

Tarih

Eylül 2026

Gizli ve Özel — Sadece Muhatap İçin

"≈" ile işaretli değerler yaklaşıktır ve karar öncesi doğrulanmalıdır

Bu belge Value Masters Academy tarafından bağımsız bir analitik çalışma olarak hazırlanmıştır. Kamuya açık kaynaklara (TCMB Dış Borç İstatistikleri 2026 II. Çeyrek ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu Haziran 2026, HMB Kamu Borç Yönetimi Raporları, MKK ve Borsa İstanbul verileri, UNCTAD Dünya Yatırım Raporu 2026, BIS, IMF ve Dünya Bankası veri tabanları, derecelendirme kuruluşları) dayanır. Rapor, kaynak akışlarını ve alacaklı yapısını ölçer; ülkelerin yönetim sistemleri yalnızca isimlendirilir, değerlendirilmez. "≈" ile işaretli rakamlar yaklaşık değerlerdir ve karar öncesi doğrulanmalıdır. Yatırım tavsiyesi değildir.

539 mr \$ Brüt dış borç stoku, 2026 Ç2 — kamu 198, TCMB 23, özel 318 mr \$; %49 dolar, %29 euro	≈ 24 mr \$ Önümüzdeki 12 ayda yurt dışına ödenecek dış borç faizi (kredi 13,6 + tahvil 10,8); anapara ile 109 mr \$	806,7 mr \$ Yurt dışına toplam yükümlülük (UYP, Haziran 2026): doğrudan yatırım 231,5 · portföy 154,8 · diğer 413,4; net pozisyon -402,6 mr \$	%0,35 Türkiye'nin küresel doğrudan yatırım stokundaki payı (199,9 / 57.800 mr \$, 2025); GSYH payı ≈ %1,3 — 17. ekonomi, ≈ 40. sermaye adresi
---	---	--	---

İçindekiler

Ö On Yedinci Ekonomi, Kırkıncı Sermaye Adresi, Birinci Sınıf Faiz Ödeyicisi

1 Çerçeve: Alacaklı Analizi Neden Gerekli

2 Dış Borcun Alacaklıları: 539 Milyar Dolar Kimin Elinde

3 İç Borcun Alacaklıları: 2 Trilyon Liralık Faiz Kime Gidiyor

4 Borsa İstanbul: Ne Dönüyor, Kim Alıyor

5 Türkiye'deki Küresel Sermaye: Stok, Akım ve Dünya Ligi

6 Sarmaldan Yararlananlar: Kazanç Defteri

7 Muadil Ülkelerle Karşılaştırma: Aynı Havuz, Farklı Fiyat

8 Sonuç ve TVF Yönetim Kurulu'na Öneriler

Ek Kaynaklar, Doğrulama Notları ve Sınırlamalar

Yönetici özeti

On Yedinci Ekonomi, Kırkıncı Sermaye Adresi, Birinci Sınıf Faiz Ödeyicisi

Rapor No. 1, Türkiye'nin borcunu her dönemde ödemiş bir devlet olduğunu gösterdi. Bu rapor madalyonun öteki yüzüne bakar: **bu güvenilirlik kime kazandırıyor?** Bir borçlunun hiç temerrüde düşmemesi, alacaklı için en değerli varlıktır; Türkiye'nin yüksek faiz ve düşük not kombinasyonu, bu varlığı dünyanın en kârlı sabit getirili işlemlerinden birine dönüştürmüştür.

Beş bulgu öne çıkmaktadır:

- **Borç veren, ağırlıklı yabancı ticari bankalar ve tahvil fonlarıdır; resmî alacaklılar küçüktür.** 539 mr \$'lık dış borcun 134 mr \$'ı yabancı ticari bankalara, 102 mr \$'ı tahvil sahiplerine, 30 mr \$'ı Türk bankalarının yurt dışı şubelerine, 168 mr \$'ı kısa vadeli özel alacaklılara (mevduat, ticari kredi) aittir. IMF (SDR 7,4), Dünya Bankası (13,9) ve diğer uluslararası kuruluşlar (22,2) toplamda yalnızca 43,5 mr \$'dır: Türkiye, IMF'siz ama piyasalı bir borçludur — bu, kreditorün resmî değil ticari olduğu, faizin de ona göre olduğu anlamına gelir.
- **Borsada dönen varlık ağırlıklı yerli, kazanç ağırlıklı yurt dışıdır.** Borsa İstanbul'da pay senetlerinin toplam değeri 23,1 tn ₺ ($\approx$ 500 mr \$); yabancı payı %33 (3,15 tn ₺), fiilî dolaşım yalnızca %27. Yabancı, 2013'te dolaşımdaki payların %65'ini tutuyordu; bugün %33. Yabancı yatırımcının asıl işlemi hisse değil, **carry trade**'dir: %40'ı aşan lira faizinden swap ve DİBS üzerinden kazanç. Bu işlem borsada görünmez, TCMB'nin 23 mr \$'lık kısa vadeli mevduat yükümlülüğünde ve bankaların 67 mr \$'lık yurt dışı mevduatında görünür.
- **Türkiye'deki küresel sermaye stoku küçüktür ve küçülmektedir.** Doğrudan yatırım stoku 2024'te 221, 2025'te 199,9 mr \$; küresel akımlardaki pay 2010'da %0,9 iken 2025'te %0,4 (Polonya %0,7, Brezilya %2). Türkiye dünyanın 17. ekonomisidir; sermaye çekmede $\approx$ 40. sıradadır. Yıllık girişin (13,1 mr \$) üçte biri e-ticaret ve perakendedir; sanayiye gelen sermaye, çıkan faizin yarısından azdır.
- **Sarmaldan yararlananlar üç halkadır:** (i) dış alacaklılar — yılda $\approx$ 24 mr \$ faiz; (ii) yurt içi bankacılık sistemi — 2025'te Hazine'nin ödediği 2,05 tn ₺ ($\approx$ 53 mr \$) faizin büyük bölümü iç borç stokunun $\approx$ %75'ini tutan bankalara, bankaların $\approx$ dörtte biri yabancı sermayeli; (iii) carry yatırımcısı ve döviz mevduatçısı — KKM'nin 2022–2024'te kamuya maliyeti $\approx$ 850 mr ₺, TCMB'nin 2023 zararı 818 mr ₺. Türkiye'nin zaafı — yüksek enflasyon, düşük not, kur oynaklığı — bu üç halka için prim, ülke için maliyettir.
- **Muadilleriyle karşılaştırıldığında Türkiye "notu düşük, ödemesi yüksek" kutusundadır.** Brezilya, Meksika, Endonezya, Polonya, Güney Afrika ve Mısır ile aynı borç havuzunda yer alan Türkiye, faiz/vergi geliri oranında (%19–22) Polonya'nın (%6)

üç katı, Meksika ve Endonezya'nın (%14–15) bir buçuk katı; doğrudan yatırım stokunda ise hepsinin gerisindedir.

Raporun tezi

Türkiye'nin sorunu borcunun büyüklüğü değildir — dış borç/GSYH $\approx$ %38, muadillerinin ortasındadır. Sorun, **borcun fiyatıdır**: hiç temerrüde düşmemiş bir borçlunun, temerrüt riski fiyatlanan bir faiz ödemesi. Aradaki fark — "güvenilirlik primi" — alacaklıya gider. Bu primi geri almanın yolu borç ödememek değil, borcun fiyatını belirleyen üç şeyi değiştirmektir: not (kurumsal öngörülebilirlik), vade (yerli para uzun vadeli piyasa) ve alacaklı yapısı (ticari bankadan kalkınma finansmanına ve doğrudan yatırıma kayış). Bu üçü, TVF'nin ve Hazine'nin doğrudan kontrolündedir.

Bölüm 1

Çerçeve: Alacaklı Analizi Neden Gerekli

Bir ülkenin borcu iki tarafı olan bir sözleşmedir. Serinin ilk dört raporu borçlu tarafını ölçtü. Alacaklı tarafını ölçmek, üç sorunun cevabını verir: borç kime ödeniyor; ödemenin fiyatını kim belirliyor; borçlunun zaafı kimin kazancına dönüşüyor. Bu sorular siyasi değil, bilanço sorularıdır ve TVF'nin varlık yönetimi için doğrudan operasyoneldir: TVF'nin portföyündeki bankalar (Ziraat, Halk, Vakıf), Borsa İstanbul'un kendisi ve Türk Telekom, aynı zamanda bu alacaklı yapısının içindeki aktörlerdir.

Yöntem ve tanımlar

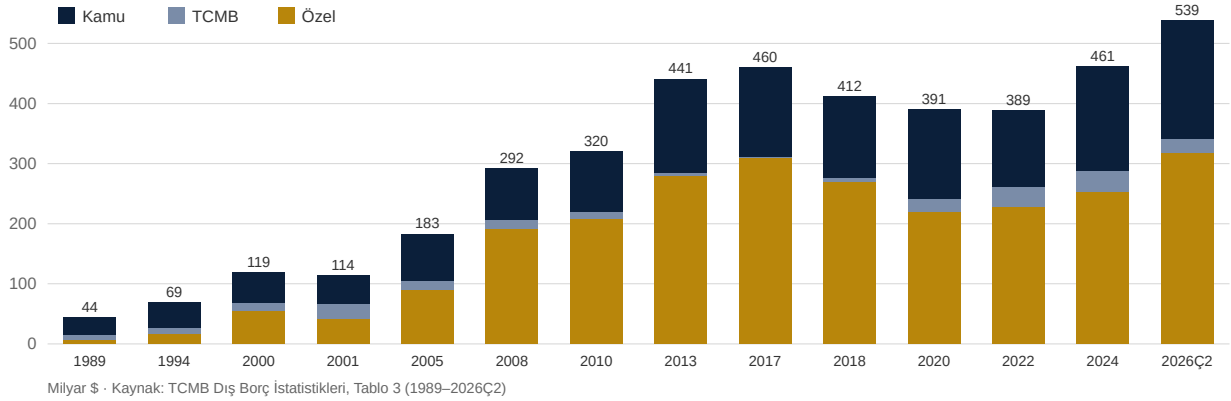
- **Dış borç**: TCMB Dış Borç İstatistikleri, 2026 II. Çeyrek (brüt 539,0 mr \$); alacaklı dağılımı Tablo 4–7; ödeme projeksiyonları Tablo 10.
- **Toplam yükümlülük**: TCMB Uluslararası Yatırım Pozisyonu, Haziran 2026 (yükümlülük 806,7; varlık 404,0; net –402,6 mr \$). Dış borç, UYP'nin borç yaratan alt kümesidir; doğrudan yatırım ve hisse senedi UYP'de vardır, dış borçta yoktur.
- **İç borç**: HMB merkezî yönetim borç stoku (Nisan 2025: 10,75 tn ₺, %54,5 döviz cinsi); alacaklı dağılımı HMB/TBB.
- **Borsa**: MKK 3 Temmuz 2026 pay piyasası verileri; UYP "hisse senetleri" yükümlülüğü (49,7 mr \$).
- **Küresel sermaye**: UNCTAD Dünya Yatırım Raporu 2026 (stok, pay); Cumhurbaşkanlığı Yatırım Ofisi 2025 akım verileri.

- **Muadil grubu:** Türkiye ile aynı "borç havuzunda" — yani aynı yatırımcı sınıfı (gelişen piyasa sabit getirili fonları, JP Morgan EMBI/GBI-EM endeksleri) tarafından aynı sepette fiyatlanan — altı ülke: Brezilya, Meksika, Endonezya, Polonya, Güney Afrika, Mısır. Seçim ölçütü: ekonomik büyüklük (10.–40. sıra arası), piyasa erişimli borçlanma, EMBI ağırlığı. Yönetim sistemleri yalnızca adlandırılır.

"Yararlanan" sözcüğü bu raporda değer yargısı taşımaz: alacaklı, sözleşmeyle üzerinde anlaşılmış getiriyi alır. Raporun sorusu, o getirinin Türkiye'nin gerçek riskine göre yüksek olup olmadığı ve farkın kimde kaldığıdır.

Bölüm 2

Dış Borcun Alacaklıları: 539 Milyar Dolar Kimin Elinde



Kaynak: TCMB Dış Borç İstatistikleri 2026 II. Çeyrek, Tablo 4, 5, 8 ve 10; BIS konsolide bankacılık istatistikleri (alacaklı ülke sıralaması ≈); banka ve fon isimleri sendikasyon duyuruları ve Eurobond ihraç kitapçıklarından derlenmiştir, pay tutarları açıklanmaz.

Dış borç 1989'da 44 mr \$ idi; 2008'de 291, 2013'te 441, 2026 Ç2'de 539 mr \$.

Kompozisyon 2001'den sonra tersine dönmüştür: 2001'de borcun %41'i kamuda, %37'si özeldydi; bugün %37'si kamuda, %59'u özeldedir. Kamunun borcu 2018'den beri 136'dan 198 mr \$'a çıkmış; bunun 93 mr \$'ı merkezî yönetim, 78 mr \$'ı kamu bankalarıdır — yani TVF'nin sahibi olduğu üç bankanın dış borcu, Hazine'nin dış borcunun %84'üdür.

Alacaklı sınıfı (2026 Ç2)	mr \$	Pay	Kim oldukları	Fiyatlama mantığı
Yabancı ticari bankalar (uzun vade)	134,1	%25	Sendikasyon ve proje kredileri: BBVA, BNP, ING, HSBC, Standard Chartered, Citi, JPMorgan, MUFG, Emirates NBD, QNB, Commerzbank, UniCredit; BIS verisine göre en büyük alacaklı ülkeler İspanya, İngiltere, ABD, Fransa, Almanya, Katar, BAE, Hollanda	SOFR/Euribor + 200–450 bp; 1–5 yıl; 2025'te sendikasyon marjı düşmüş ancak hâlâ yatırım yapılabilir ülkelerin 2–3 katı
Tahvil (borç senedi) sahipleri	105,2	%20	Kamu Eurobond 73,6 (Hazine 61,9 + kamu bankaları 6,4 + diğer); özel 31,6. Sahipler: ABD ve İngiltere merkezli varlık yöneticileri (BlackRock, PIMCO, Fidelity, Franklin Templeton, Ashmore, Vanguard), Körfez fonları, Avrupa sigortacıları	ABD Hazine + 250–400 bp; 5–30 yıl; sabit dolar/euro kupon — en pahalı ve en uzun vadeli kalem
Kısa vadeli özel alacaklılar	167,8	%31	Bankaların yurt dışı mevduatı (66,9), yurt dışı bankalardan kısa kredi, ticari krediler (63,6 — ithalatçı-ihracatçı vadesi), TCMB'deki yabancı mevduat/swap (23,1: Katar, BAE, Çin, Güney Kore, Suudi Arabistan)	Kısa vade; yenilenmesi güven endeksli; carry trade'in taşıyıcısı
Türk bankalarının yurt dışı şubeleri ve diğer	30,5	%6	Türk bankalarının Londra, Frankfurt, Bahreyn şubeleri üzerinden yurt dışından toplanan fon; "yabancı" görünen ama yerli sistemin uzantısı	Bankalar arası
Resmî alacaklılar	58,5	%11	Uluslararası kuruluşlar 43,5: IMF (SDR tahsisatı 7,4 — kredi değil), Dünya Bankası 13,9, diğer (EBRD, EIB, AIIB, IsDB, KfW) 22,2; hükümet kuruluşları 15,0 (resmî kalkınma bankaları 11,9)	En ucuz kalem: Libor/Euribor + 50–150 bp, 10–30 yıl; Türkiye bu kaynağı toplamın onda biri kadar kullanır
Bankacılık dışı finans + finansal olmayan kuruluşlar	42,8	%8	Leasing/factoring kreditorleri, tedarikçi kredileri, yurt dışı ortak kredileri (doğrudan yatırım borcu 20,4 ayrıca)	Ticari
Toplam brüt dış borç	539,0	%100	%49 USD · %29 EUR · %12 TL · %10 diğer	12 ayda ödenecek: anapara 85 + faiz 24 = ≈ 109 mr \$

Okuma

Ticari borçlu, resmî değil. Türkiye dış borcunun %89'unu piyasadan, %11'ini resmî kaynaklardan sağlar (Endonezya ve Mısır'da resmî pay %30+). Bu tercih Türkiye'yi IMF şartlılığından uzak tutmuş, borcun fiyatını ise nota ve CDS'e bırakmıştır. **Yabancı bankanın rolü büyüyor:** uzun vadeli alacağı 2025 Ç1'de 92, 2026 Ç2'de 134 mr \$ — beş çeyrekte %46 artış; dezenflasyon programı ağırlıkla yabancı banka kredisiyle, yatırım yapılabilir ülkelerin iki-üç katı marjla finanse edilmektedir.

Bölüm 3

İç Borcun Alacaklıları: 2 Trilyon Liralık Faiz Kime Gidiyor

Merkezî yönetim borç stoku Nisan 2025'te 10,75 tn ₺'dir; bunun 4,9 tn ₺'si lira, 5,9 tn ₺'si döviz cinsidir (%54,5). 2025'te bütçeden ödenen faiz 2,05 tn ₺ ($\approx$ 53 mr \$), 2026 bütçesinde 2,74 tn ₺ ($\approx$ 59 mr \$); her 5 lira verginin 1 lirası. Bu faizin alacaklısı kimdir?

Alacaklı	İç borç stokundaki pay ($\approx$)	Kim	Faizden aldığı (2025, $\approx$)
Bankalar	%70–75	Kamu bankaları (Ziraat, Halk, Vakıf — TVF sahipliğinde) $\approx$ %40 ; yerli özel (İş, Akbank, Yapı Kredi) $\approx$ %35; yabancı sermayeli (Garanti BBVA, QNB, DenizBank/Emirates NBD, ING, HSBC, Kuveyt Türk/KFH, Albaraka) $\approx$ %25	$\approx$ 1,4–1,5 tn ₺; bankaların DİBS faiz geliri, mevduat faizi olarak tasarrufçuya, kalanı kâr olarak ortaklara — yabancı sermayeli bankalar üzerinden $\approx$ 350 mr ₺'si yurt dışı ortaklara temettü tabanı
Banka dışı yerleşikler	%15–18	Emeklilik fonları (BES, OKS), yatırım fonları, sigorta şirketleri, hanehalkı (doğrudan DİBS)	$\approx$ 300–350 mr ₺; büyük bölümü hanehalkı tasarrufuna döner — sarmalın "içeride kalan" bölümü
Yurt dışı yerleşikler	%7–10	Gelişen piyasa yerel para fonları (GBI-EM endeksi), hedge fonları; 2023 sonunda %2 iken carry trade ile 2025'te $\approx$ %8–10'a çıktı; coğrafi dağılım TCMB UYP'de: İngiltere, ABD, Lüksemburg, İrlanda	$\approx$ 150–200 mr ₺ + swap kazancı; lira faizi %40+ iken dolar bazında yıllık %15–25 getiri — dünyanın en yüksek carry getirilerinden biri
TCMB	%1–3	Açık piyasa işlemleri portföyü	Kamu içi transfer

Kaynak: HMB borç stoku istatistikleri (Nisan 2025); TBB 2023–2024 (iç borç stokunun %79 bankalar, %15 banka dışı, %2 yurt dışı — 2023); TCMB UYP yurt dışı yerleşik DİBS coğrafi dağılımı; BDDK banka sahiplik yapısı. Paylar ≈, 2025–2026 için güncellenmelidir.

Üç sonuç

Birincisi, faizin çoğu içeride kalır ama eşit dağılmaz. Bütçe faizinin ≈ %85'i yerleşiklere ödenir; bunun yarından fazlası bankacılık sistemine gider ve oradan mevduat faizi, kâr ve temettü olarak dağılır. Yabancı sermayeli bankaların bankacılık aktiflerindeki ≈ dörtte birlik payı, Hazine faizinin dörtte birinin nihai olarak yurt dışı hissedarın kâr tabanına girdiği anlamına gelir. Garanti BBVA tek başına BBVA grubunun kârının ≈ üçte birini üretmektedir.

İkincisi, kamu bankaları hem alacaklı hem borçludur. TVF sahipliğindeki üç kamu bankası, Hazine kâğıtlarının en büyük tutucusu ve aynı zamanda 78 mr \$ dış borçla kamunun en büyük dış borçlusudur. Faiz, Hazine'den kamu bankasına, kamu bankasından yabancı bankaya akar; TVF bu zincirin ortasındadır.

Üçüncüsü, sarmalın en pahalı kalemi bilançoda görünmeyen kalemdir. Kur Korumalı Mevduat (2022–2024) kamuya ≈ 850 mr ₺'ye mal olmuş; TCMB 2023'te 818 mr ₺ zarar açıklamıştır. Bu maliyet bütçe faizi değildir, ama işlevi aynıdır: döviz tutan tasarrufçuya ve bankaya kur riskini kamunun üstlendiği bir garanti ödemesi. Rapor No. 2'deki KÖİ garantileriyle aynı yapıdadır — bütçe dışı, ama kamunun.

Bölüm 4

Borsa İstanbul: Ne Dönüyor, Kim Alıyor

Piyasa	Dönen varlık	Büyüklik	Salı
Pay Piyasası	655 şirketin hissesi; en büyük ağırlıklar bankalar, holdingler, savunma (Aselsan), havayolu (THY), perakende (BİM), enerji (Tüpraş), çelik (Ereğli), telekom (Turkcell, Türk Telekom)	23,06 tn ₺ (≈ 500 mr \$); halka açık 9,45 tn ₺; fiilî dolaşım %27	Yerli (6,42 6,8 n yatırı ağırlı birey yaba (3,15 2013 %65, Yaba sakla Citi, JPM, BNY, Deut nihai sahip ABD, İngilt fonla Körfe fonla ADQ ve Ti köke dışı t
Borçlanma Araçları	DİBS, özel sektör tahvili, kira sertifikası; repo	İç borç 10,75 tn ₺ (Nis 2025)	Bank %70- dışı (carr, emel fonla
VIOP (türev)	BIST 30 endeks vadeli, dolar/TL vadeli, altın vadeli, pay vadeli ve opsiyonları	Günlük hacim ≈ 100–150 mr ₺ (≈)	Yerli kurulu birey yaba bank dolar riskir burası tezgâ swap yöne

Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası	Altın (kilo bar, standart/standart dışı), gümüş, platin; ithal altının tamamı buradan geçer	Türkiye altın ithalatı $\approx$ 20–30 mr \$/yıl; 2024'te $\approx$ 500 t ($\approx$)	Rafir kuyu bank yurt i üretim (Rap 3: $\approx$; ithalâ onda
Swap / tezgâh üstü (borsa dışı)	TL–döviz swapları; carry trade'in asıl aracı	Yabancı swap pozisyonu $\approx$ 30–40 mr \$ ($\approx$, 2025 zirvesi)	Lond New bank hedg TCM mr \$' mevr yükü ve bank 67 m dışı mevr kana bilan

Kaynak: MKK Pay Piyasası Verileri (3 Temmuz 2026); Borsa İstanbul; TCMB UYP (hisse senedi yükümlülüğü 49,7 mr \$, Haziran 2026); Ekonomim (Ekim 2024, yabancı takas oranı tarihî dip %16,7); TCMB Dış Borç Tablo 1 (banka mevduatı, TCMB mevduatı). Swap pozisyonu ve VİOP hacmi $\approx$.

Okuma

"Borsada dönen emtia" hisse değil, faizdir. Yabancı yatırımcının Borsa İstanbul'daki portföyü $\approx$ 50–70 mr \$; bu, aynı yatırımcının Türkiye'ye açtığı 134 mr \$ banka kredisi ve tuttuğu 105 mr \$ tahvilin yanında küçüktür. Yabancı, Türkiye'de *ortak* değil, *alacaklıdır*: 2013'te %65 olan dolaşımdaki pay sahipliği %33'e inmiş; aynı dönemde alacak stoku 441'den 539 mr \$'a çıkmıştır. Bu kayma, Türkiye'nin risk-getiri profilinin "büyümeye ortak ol" kutusundan "faizi al, çık" kutusuna taşındığının en net kanıtıdır. **Yerli birey, borsanın taşıyıcısı olmuştur**: 6,8 mn yatırımcı, 6,4 tn ₺ portföy; ancak fiilî dolaşımın %27'de kalması, borsada dönen değer in dörtte üçünün hâkim ortaklarda kilitli olduğunu, yani piyasanın derinliğinin görünenin üçte biri olduğunu gösterir. **Altın**, borsanın en büyük fiziksel emtiasıdır ve neredeyse tamamı ithaldir: Rapor No. 3'ün ölçtüğü yerli üretim, ithalatın onda biridir; Türkiye altını hem yer altından çıkarıp ihraç eden, hem de yurt dışından ithal eden tek büyük ülkedir.

Bölüm 5

Türkiye'deki Küresel Sermaye: Stok, Akım ve Dünya Ligi

Gösterge	Türkiye	Dünya / muadil	Yorum
Doğrudan yatırım stoku (UNCTAD, 2025)	199,9 mr \$	Dünya 57.800 mr \$; Brezilya ≈ 1.100; Meksika ≈ 700; Polonya ≈ 350; Endonezya ≈ 300; G. Afrika ≈ 130; Mısır ≈ 160	2024: 221 → 2025: 199,9; stok küçülüyor (kur ve çıkışlar)
Küresel stoktaki pay	%0,35	GSYH payı ≈ %1,3 (17. ekonomi)	Ekonomi büyüklüğünün dörtte biri kadar sermaye adresi; ≈ 40. sıra
Küresel yıllık akımdaki pay	%0,4 (2025)	2010: %0,9; Polonya %0,7; Brezilya %2	On beş yılda yarıya inmiş
Yıllık giriş (2025)	13,1 mr \$	Kaynak: Hollanda 2,9 (büyük ölçüde transit), Lüksemburg 1,2, Kazakistan 1,1, Almanya, ABD, Fransa, BAE, İsviçre, İngiltere, İrlanda	Sektör: toptan-perakende/e-ticaret %32; imalat payı küçük
UYP doğrudan yatırım yükümlülüğü (piyasa değeriyle, Haz 2026)	231,5 mr \$	Portföy 154,8; diğer (krediler, mevduat) 413,4	Yükümlülüğün yalnızca %29'u "ortaklık", %71'i "alacak"
Türkiye'nin yurt dışındaki doğrudan yatırımı	81,2 mr \$	Net doğrudan yatırım pozisyonu ≈ -150 mr \$	Türk sermayesi de dışarı çıkıyor; UNCTAD 2025'te çıkış stokunda artış kaydetti
Yabancı sermayeli bankaların aktif payı	≈ %25	Polonya ≈ %45 (repolonizasyon sonrası), Meksika ≈ %70, Brezilya ≈ %20, Endonezya ≈ %35	BBVA, QNB, Emirates NBD, ING, HSBC, KFH, Albaraka, ICBC, MUFG, Bank of China, Citi
En büyük tekil yabancı yatırımlar	—	Akkuyu (Rosatom, ≈ 20–25 mr \$ — Rapor No. 2'de 25,8 mr \$ kamu yükümlülüğü), SOCAR (STAR + Petkim ≈ 19 mr \$), BBVA (Garanti), QNB (Finansbank), Diageo (Mey), BAT (Tekel), Eldorado/Centerra (altın), Trendyol (Alibaba), Getir/Turkcell'e Körfez fonları	Rapor No. 2 ve 3'teki varlık devirleri stokun önemli bölümüdür: sermaye "kurmaya" değil "satın almaya" gelmiştir

Kaynak: UNCTAD Dünya Yatırım Raporu 2026 (Bloomberg HT derlemesi, Temmuz 2026);
Cumhurbaşkanlığı Yatırım ve Finans Ofisi 2025 UDY verisi; TCMB UYP Haziran 2026;

BDDK; şirket açıklamaları. Muadil ülke stokları $\approx$.

Dünya ligi: Türkiye hangi kümede

Türkiye nominal GSYH'de dünyanın 17. ekonomisidir ($\approx 1,4$ tn \$). Aynı tabloda doğrudan yatırım stokunda $\approx 40.$, küresel yatırım akımı payında $\approx 45.$, kredi notunda (BB-/Ba3) yatırım yapılabilir eşiğin üç kademe altında, CDS'te (≈ 250 bp) gelişen piyasaların üst yarısındadır. Bu dört sıralamanın birlikte okunması tek bir sonuç verir: **Türkiye, sermayenin ortak olmak için değil borç vermek için geldiği bir ekonomidir.** Sermaye stoku ekonominin dörtte biri ölçeğindeyken, borç stoku ekonominin %38'idir; alacak, ortaklığın 2,7 katıdır. Muadillerinde bu oran Brezilya'da 0,7, Meksika'da 0,9, Polonya'da 1,2'dir.

Bölüm 6

Sarmaldan Yararlananlar: Kazanç Defteri

Türkiye'nin borcu borçla ödeme döngüsünden yıllık bazda kimin ne kazandığı, kamuya açık akımlarla (2025–2026) ölçülmüştür; hiçbir kalem hukuka aykırılık iddiası değildir.

Yararlanan	Kanal	Yıllık kazanç (≈) Türkiye'nin zaafı → fırsat	
Yabancı ticari bankalar	Sendikasyon, proje ve şirket kredileri (134 mr \$ uzun + kısa vadeli)	≈ 13–14 mr \$ faiz/yıl	Düşük not → yüksek marj; Türk bankaları yatırım yapılabilir olsaydı marj yarıya inerdi
Eurobond fonları	Kamu ve özel dolar/euro tahvili (105 mr \$)	≈ 10–11 mr \$ kupon/yıl	Hiç temerrüt yok + CDS 250 bp: "güvenilir riskli" — en iyi risk-getiri kutusu
Carry trade yatırımcısı	Swap + DİBS; lira faizi %40+ iken dolar cinsi kazanç	≈ 5–8 mr \$ (2025)	Yüksek enflasyon + öngörülebilir kur = sübvansiyonlu getiri; risk TCMB rezervinde
Yurt içi bankacılık sistemi	DİBS faizi, KKM, mevduat-kredi makası	Bütçe faizinin ≈ %50'si ≈ 1 tn ₺; sektör net kârı 2025 ≈ 0,9 tn ₺ (≈)	Hazine en büyük ve en güvenli müşteri; kamu bankaları TVF'ye temettü — döngü kısmen kamuya döner
Yabancı sermayeli bankaların ortakları	Türkiye bankacılığındaki ≈ %25 pay üzerinden kâr ve temettü	≈ 3–4 mr \$ kâr/yıl	BBVA'nın grup kârının üçte biri Garanti'den; Türkiye, İspanyol bankacılığının en kârlı pazarı
Körfez ve Asya resmî mevduatçıları	TCMB swap/mevduat (23 mr \$)	Faiz + siyasi karşılık	Rezerv açığı → ikili anlaşmalarla doldurulur; fiyatı yalnız faiz değildir
KÖİ yüklenicileri (Rapor No. 2)	Döviz endeksli talep garantileri	2026: 249 mr ₺ ≈ 5,3 mr \$	Bütçe dışı yarı-borç; kur arttıkça ödeme artar
Maden ruhsatı sahipleri (Rapor No. 3)	Rezerv üzerinden düşük devlet hakkı, devir kazançları	Brütün ≈ %90'ı işletmecide	Fiyat rüzgârına kamu katılmaz
Kent rantı sahipleri (Rapor No. 4)	Belediye borcuyla yapılan altyapının değer artışı	İstanbul metrosu: ≈ 20–30 mr \$ tek seferlik	Değer kazanımı aracı yok
Toplam, yurt dışına giden (yıllık, ≈)	Dış faiz + kupon + carry + banka temettüsü + yabancı ruhsat sahipleri	≈ 35–40 mr \$ ≈ GSYH'nin %2,5–3'ü	Türkiye'nin yıllık doğrudan yatırım girişinin (13 mr \$) ≈ üç katı

Kaynak: TCMB Dış Borç Tablo 10 (12 aylık faiz projeksiyonu: kredi 13,6 + tahvil 10,8 mr \$); HMB 2025 bütçe gerçekleşmesi (faiz 2,05 tn ₺); BDDK sektör kârı; BBVA yıllık raporu (Garanti katkısı); Rapor No. 2, 3, 4 bulguları. Carry kazancı ve yabancı banka kârı ≈.

Sarmalın aritmetiđi

Türkiye her yıl ≈ 13 mr \$ doğrudan yatırım alır, $\approx 35\text{--}40$ mr \$ faiz, kupon, carry getirisi ve temettü öder; fark yeni borçla, aynı alacaklıdan, aynı fiyatla kapanır. Alacaklı tarafından bakıldığında bu döngü bir **yıllık gelir hakkıdır**: Türkiye'nin ödeme disiplini alacaklının en değerli varlığıdır ve fiyatı Türkiye'ye değil alacaklıya ödenir.

Bölüm 7

Muadil Ülkelerle Karşılaştırma: Aynı Havuz, Farklı Fiyat

Altı ülke, Türkiye ile aynı yatırımcı sepetinde (gelişen piyasa sabit getirili fonları) fiyatlanır. Yönetim sistemleri yalnızca adlandırılmıştır.

Ölçüt	Türkiye	Brezilya	Meksika	Endonezya	Polonya	Ortalama
Yönetim sistemi	Cumhurbaşkanlığı hükümet sistemi (2018)	Federal başkanlık cumhuriyeti	Federal başkanlık cumhuriyeti	Başkanlık cumhuriyeti	Parlamenter cumhuriyet, AB üyesi	Parlamenter cumhuriyet
GSYH sırası (nominal, ≈)	17	10	13	16	21	31
Dış borç / GSYH	≈ %38	≈ %33	≈ %33	≈ %30	≈ %50	≈ %35
Kamu borcu / GSYH	≈ %25	≈ %78	≈ %52	≈ %40	≈ %55	≈ %50
Faiz gideri / vergi geliri	≈ %19–22	≈ %20	≈ %15	≈ %14	≈ %6	≈ %15
Kredi notu (uzun vade, YP)	BB– / Ba3 / BB–	BB / Ba1 / BB	BBB / Baa2 / BBB–	BBB / Baa2 / BBB	A– / A2 / A–	Baa1 / Baa2 / Baa3
5 yıl CDS (bp, ≈)	≈ 250	≈ 150	≈ 110	≈ 75	≈ 70	≈ 150
Resmî alacaklı payı (dış borçta)	%11	≈ %10	≈ %10	≈ %30	≈ %15	≈ %15
Yurt dışı yerleşiklerin yerel para tahvil payı	≈ %8	≈ %10	≈ %15	≈ %14	≈ %12	≈ %12
Doğrudan yatırım stoku / GSYH	≈ %14	≈ %50	≈ %38	≈ %22	≈ %40	≈ %35
Küresel DYY akım payı (2025)	%0,4	%2,0	≈ %2,2	≈ %1,4	%0,7	≈ %1,5
Hiç temerrüt / yeniden yapılandırma (1923'ten beri)	Yok	1983–94 yapılandırma	1982 moratoryum, Brady	1998 IMF, yapılandırma	1981 moratoryum, 1994 Brady	1981 moratoryum, 1994 Brady

Kaynak: IMF WEO (Nisan 2026); Dünya Bankası International Debt Statistics; S&P, Moody's, Fitch (2026); CDS Bloomberg (≈); UNCTAD WIR 2026; ülke merkez bankaları. Tüm oranlar ≈ ve 2025–2026 verisiyle güncellenmelidir.

Okuma

Türkiye, sepetin en iyi ödeme siciline ve en kötü fiyatına sahiptir. Temerrüt geçmiş olmaması tek ülke ve en düşük kamu borcu ($\approx$ %25); buna karşılık notu Meksika ve Endonezya'nın üç kademe altında, CDS'i Polonya'nın üç buçuk katı. Alacaklı, sicili değil kurumsal öngörülebilirliği ve enflasyonu fiyatlar.

Polonya farkı kurumsaldır, mali değil. Dış borcu/GSYH'si Türkiye'den yüksek, kamu borcu iki katı; ama faiz/vergi oranı üçte biri, notu yatırım yapılabilir eşiğin üç kademe üstünde. Fark, AB çapası ve enflasyon hedeflemesinin sürekliliğidir.

Endonezya ve Meksika aynı büyüklükte, yarı fiyata borçlanır. Faiz/vergi oranları %14–15, CDS'leri Türkiye'nin yarısından az. Endonezya dış borcunun %30'unu çok taraflı kaynaktan sağlar; Türkiye bu kanalı %11'de tutar.

Mısır, sarmalın son halkasıdır: faiz vergi gelirinin yarısını aşmış, IMF ve Körfez'e bağımlı. Türkiye'nin oranı 2026'da %19–23; Mısır'a giden yol %30'un geçildiği yerden başlar.

Bölüm 8

Sonuç ve TVF Yönetim Kurulu'na Öneriler

8.1 Bilanço: Türkiye'nin büyüklüğünden kim yararlanıyor

Kalem	Tutar	Yorum
Dünya ekonomisindeki sıra / küresel sermaye stokundaki sıra	17 / $\approx$ 40	Ekonomi büyüklüğü, sermaye adresine dönüşmüyor
Yurt dışına yükümlülük / bunun alacak biçiminde olan kısmı	806,7 / 568 mr \$	%71 alacak, %29 ortaklık; muadillerinde ortaklık payı yarıya yakın
Yıllık dış faiz + kupon (12 ay projeksiyonu)	$\approx$ 24 mr \$	Yıllık doğrudan yatırım girişinin (13 mr \$) neredeyse iki katı
Yurt dışına toplam yıllık transfer (faiz, carry, temettü, ruhsat)	$\approx$ 35–40 mr \$	GSYH'nin %2,5–3'ü; Rapor No. 1'in yüz yıllık faiz akışının bugünkü hızı
"Güvenilirlik primi" — sicil ile fiyat arasındaki fark	$\approx$ 150–180 bp	Türkiye CDS $\approx$ 250 bp; temerrüt sicili ve borç oranı Meksika–Endonezya kutusuna ($\approx$ 75–110 bp) işaret eder. 539 mr \$ üzerinde 150 bp = $\approx$ 8 mr \$/yıl fazla ödenen faiz
Muadil fiyatlamayla yıllık tasarruf potansiyeli	$\approx$ 8–10 mr \$	Yalnızca notun iki kademe yükselmesiyle; borç ödememeden, yeniden yapılandırmadan

8.2 Öneriler

Öneri	İçerik	Emsal
1. Alacaklı yapısını kaydırmak: ticariden çok taraflıya	Dış borçta resmî ve çok taraflı kaynak payını %11'den %20–25'e çıkarmak: Dünya Bankası, AIIB, EIB, IsDB ve yeşil dönüşüm fonları; kamu bankalarının sendikasyonlarının bir bölümünü kalkınma bankası çerçeve kredileriyle ikame. Ortalama maliyet 150–250 bp düşer.	Endonezya (%30), Brezilya BNDES çerçeveleri
2. Alacaklıyı ortağa dönüştürmek	TVF portföyünde (bankalar, Türk Telekom, Borsa İstanbul, THY) yabancı yatırımcıya azınlık pay satışını, aynı yatırımcının Türkiye'ye açtığı kredi kadar ölçüde önceliklendirmek; Körfez mevduat ve swaplarını TVF varlıklarında uzun vadeli sermaye ortaklığına çevirmek. Alacak/ortaklık oranını 2,7'den 1,5'e indirmek.	Polonya (Pekao), Kore (KT modeli — Rapor No. 2)
3. Carry trade'i vergilendirmek, DYY'yi teşvik etmek	Bir yıldan kısa vadeli portföy ve swap kazancına stopaj (Tobin tipi), gelirin uzun vadeli TL tahvil piyasasının derinleştirilmesine tahsisi; Endeksa/UNCTAD kriterlerine göre imalat ve teknoloji DYY'sine vergi kredisi.	Brezilya IOF, Şili encaje (1990'lar), Kore makro-ihtiyati vergi
4. Kamu bankalarının dış borcunu TVF çatısında yönetmek	Ziraat, Halk ve Vakıf'ın 78 mr \$ dış borcunu tek bir program altında, TVF garantili ve çok taraflı katılımlı çerçeveye yeniden fiyatlamak; TVF'yi Hazine ile alacaklı arasında bir "kamu kalkınma finansmanı" katmanı yapmak.	Kazakistan Samruk-Kazyna, Malezya Khazanah
5. Güvenilirlik primini geri almak: not stratejisi	Notun iki kademe yükselmesini (BB+ → BBB–) açık hedef yapan, TCMB bağımsızlığı, mali kural, KÖİ ve KKM benzeri bütçe dışı yükümlülüklerin tek sicilde şeffaflığı üzerine kurulu üç yıllık program; hedefin Hazine, TCMB ve TVF tarafından ortak takibi.	Endonezya 2017, Meksika 2000'ler, Polonya 2007
6. Alacaklı sicilini kamuya açmak	Dış borcun alacaklı ülke ve kurum bazında yıllık yayımı (BIS verisiyle uyumlu); Eurobond sahiplik dağılımı; yabancı sermayeli bankaların Hazine faizi ve temettü akışının raporlanması. Bu raporun "≈" işaretleri, sicilin yokluğunun ölçüsüdür.	Rapor No. 2, 3 ve 4'teki sicil önerileriyle tek çatı

Kapanış

Türkiye dünyanın on yedinci ekonomisidir; bu büyüklükten en çok yararlanan, ona ortak olan değil, ona borç verendir. Hiç temerrüde düşmemiş bir borçlunun, temerrüt riski fiyatlanan bir faiz ödemesi, alacaklının yıllık geliridir ve bu gelir Türkiye'nin yıllık doğrudan yatırım girişinin üç katıdır. Serinin beş raporunun ortak sonucu budur: kamu değeri üretir, borçlanır, değer artışına katılmaz; alacaklı ise üretmez, borç verir, primi alır. Fark yapısalıdır ve yapısal araçlarla — alacaklı yapısı, vade, not, ortaklık — kapatılabilir. TVF, bu araçların dördünün de sahibi olan tek kurumdur.

Value Masters Academy · Eylül 2026

Bölüm Ek

Kaynaklar, Doğrulama Notları ve Sınırlamalar

A. Birincil kaynaklar

- TCMB, Dış Borç İstatistikleri 2026 II. Çeyrek (Tablo 1–11); TCMB, Uluslararası Yatırım Pozisyonu Haziran 2026 ve Ağustos 2025 (yurt dışı yerleşik DİBS coğrafi dağılımı).
- HMB, Merkezi Yönetim Borç Stoku (Nisan 2025); Kamu Borç Yönetimi Raporları 2024, 2025, Ocak 2026; 2025 bütçe gerçekleşmesi ve 2026 Bütçe Kanunu.
- MKK Pay Piyasası Verileri (3 Temmuz 2026); Borsa İstanbul piyasa verileri; SPK yerli/yabancı oranları; İş Yatırım günlük yabancı oranları.
- UNCTAD Dünya Yatırım Raporu 2026 (stok, akım, pay); Cumhurbaşkanlığı Yatırım ve Finans Ofisi, 2025 UDY verileri (13,1 mr \$; ülke ve sektör dağılımı).
- BIS konsolide bankacılık istatistikleri (alacaklı ülke); BDDK sahiplik ve sektör verileri; BBVA, QNB, Emirates NBD yıllık raporları.
- IMF WEO Nisan 2026; Dünya Bankası International Debt Statistics; S&P, Moody's, Fitch ülke notları; JP Morgan EMBI/GBI-EM endeks ağırlıkları.

B. Karar öncesi doğrulanması gereken rakamlar (≈)

- İç borç stokunun alacaklı dağılımı 2025–2026 (kamu/özel/yabancı banka, banka dışı, yurt dışı): HMB aylık istatistikleri ve TCMB UYP; 2023 TBB dağılımı çapa alınmıştır.
- Yabancı swap pozisyonu ve carry kazancı: TCMB haftalık menkul kıymet istatistikleri ve bankaların yurt dışı swap verisi.

- Yabancı sermayeli bankaların Hazine faiz geliri ve temettü akışı: BDDK ve KAP; BBVA'nın Garanti katkısı BBVA raporlarından.
- Muadil ülke oranları (faiz/vergi, CDS, DYY stoku/GSYH, resmî alacaklı payı): IMF/Dünya Bankası 2026 verisiyle güncellenmeli.
- BIS alacaklı ülke sıralaması ve tutarları: BIS Q1 2026 konsolide veri.
- KKM toplam maliyeti ve TCMB 2023–2025 zarar/kâr: TCMB bilançoları ve HMB açıklamaları.

C. Sınırlamalar

Rapor kamuya açık veriye dayanır; Eurobond ve DiBS nihai sahiplik verisi (saklamacı arkasındaki gerçek sahip) kamuya açık değildir, isimler ihraç ve sendikasyon duyurularından derlenmiştir ve tutar atfedilmemiştir. "Güvenilirlik primi" tahmini, Türkiye'nin sicil ve borç oranlarıyla aynı kutuda yer alan ülkelerin CDS'iyle farkıdır; piyasa fiyatlamasının haklılığına ilişkin bir iddia değildir. Ülkelerin yönetim sistemleri yalnızca adlandırılmıştır. Value Masters Academy bağımsızdır; adı geçen hiçbir kuruluşla danışmanlık ilişkisi yoktur.

Value Masters Academy — Araştırma Bölümü Reno, Nevada — Laguna Niguel, California — İstanbul

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