



# Yeni Ay

Temmuz 2026

#97

Dr. Burcu ÜNÜVAR | unuvarb@tskb.com.tr

Direktör—Başekonomist

## Kesik Çayır Biçilir Mi?

Yeni Ay okurları benim türkülerini pek sevdiğimi zaten bilir. Okullarda halk oyunları dersinin artık pek yaygın olmasına kafayı takmam da bu sevgiden işte. Türküler halkın gerçeklerini anlattığından, bence içlerinde her zaman iktisadî bir unsur da barındırır. Ya da elinde çekiç olanın her şeyi çivi olarak görmesi hesabı, ben de ne dinlesem aklıma memleket ve dünya halleri geliyor. İtirazım yok, yüküm buysa çekerim.

Türkülerde pek sık rastladığımız retorik girişler vardır, bilirsiniz. Yanıt beklemeyen bir soru ile giriş yapılır ya bazen, ondan bahsediyorum. Hah işte bu aralar bunu pek düşünür oldum. Örneğin neşeli ezgisiyle neredeyse göbek havası gibi algılanan ama aslında hüznü bir hikayesi olan “Kesik Çayır Biçilir Mi?”. Bilmeyenler için saçma bir soru. Meraklısı için ise işin yanlışlığına vurgu yapan bir giriş. Uzatalım mı?

~ Kesik çayır biçilir mi?

~ Tam pandeminin arz şokunu atlattığımız, Orta Doğu’da savaş başlatıp tekrar arz şoku yaratmak mantıkla açıklanır mı?

~ Onca insan ölürken, ölümleri değil o bölgeye yapılacak toplu konut projesini düşünmek olur mu?

~ Avrupa’nın yaşlandığı da, bugüne kadar en çok ölüme neden olan afetin sıcaklık dalgaları olduğu da, sıcaklıkların yine yükseleceği de belliyken, buna hazırlanmamak anlaşılabilir mi?

~ Ekosistem krizini sadece bir ticaret bariyeri olarak kullanmak kabul edilebilir mi?

~ Dünya potansiyel büyümesini kaybetmişken, yapay zeka ve teknoloji yatırımlarını adaletsizliği artıracak şekilde plansız yürütmenin, sonrasında herkes için daha büyük sorunlar yaratacağı görülmez mi?

Bu sorular can sıkmalı ama ortamdaki karşılığı bu değil. Bahsettiğim türkünün oyun havası zannedilmesi gibi şimdi de herkes eller havaya... Mecbur biz de işimize bakacağız!

Malumunuz türküde bir soru daha var: Bana yardım geç diyorlar, seven yardım geçilir mi? Hah işte, benim iş de o hesap muhteremler. Mevzu çetrefilleşti diye yardım vazgeçecek değiliz. Hızlı gündemi bu gözle okuyunca insan yorulmaya hakkı olmadığını zaten görüyor. Haber bombardımanının yarattığı yılgınlık içinde Yeni Aylar soluklanma durağımız olsun. Sonrası mı? Kalkınma bankalarının insan onuruna yaraşır hayat ısrarı ile yardım geçmeden, devam!

### ~ 3 Temmuz — TÜFE- ÜFE

Her enflasyon verisi önemli. (Bu cümlem hiç değişmiyor farkında mısınız?)

### ~ 23 Temmuz — TCMB Para Politikası Kurulu Kararı

Pas. Gözler fonlamaya dair operasyonel mesajda.

### ~ 23 Temmuz — Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Kararı

Artırım işini yeniden gözden geçirmek gerek.

### ~ 29 Temmuz — Fed Para Politikası Kurulu Kararı

Warsh’un iletişimine dikkat!

## Yeni Ay

Temmuz 2026



## Sözlü Yönlendirmede Doğru Bilinen Yanlışlar

Fed'in yeni başkanı Warsh'un görevinin zor olduğunu kabul ediyorum ama onu mağdur olarak görmüyorum. Çünkü Fed'in üzerindeki baskıyı da o baskıyı uygulayan kişinin üslubunu da biliyordu. Ya bu baskıya direnme konusunda kendine çok güveniyor ya da unvanını koruduğu sürece o baskıyla bir sorunu yok. Zaman gösterecek.

Son Fed toplantı notunun şahin bulunması, Warsh'ın baskıya boyun eğmeyeceğinin işareti olarak yorumlandı. Ben yaşlı ve ihtiyatlı bir iktisatçı olarak, Trump'la hemfikir olmasıyla ünlü Fed üyesi Miran'ın, Financial Times'ta Warsh'u öven bir yazı yazmasından pirenlenmiş durumdayım. "Demedi." olmasın diye not edeyim.

Hemen bir bakalım Warsh ne yaptı?

- ~ Başkanlık ettiği ilk toplantıda politika faizini değiştirmede ve fiyat istikrarı vurgusu yaptı. Bloombergün Spectrometer modeline göre en şahin Para Politikası Kurulu üyesi olarak baş köşeye yerleşti.
- ~ Basın toplantısında da fiyat istikrarı vurgusuna devam etti. Hatta açık açık%2'lik hedefi savundu. Vay arkadaş!
- ~ Çalışma grupları kurulacağını açıkladı. Bu çalışma gruplarında işin uzmanı kişilerin çalışacağını söyledi. Liyakat meselesi önemli olmakla birlikte "Hâlâ birkaç telefon etmem gerek." demesi, kendi tanıdığı uzmanlardan ilerlemek isteyebileceği endişesini (sadece bende) yarattı.
- ~ Her soruda, kurulacak çalışma gruplarına atıf yaptı. (Para politikası "veriyeye bağımlı" değil de "çalışma gruplarına bağımlı" olacak herhalde.)
- ~ Para Politikası Kurulu notunu kısalttı ve sözlü yönlendirmeyi ortadan kaldırdı.

Bu son kısım bence önemli. Para politikasına da para politikası iletişimine de sevgimi bilirsiniz. Ama burada size körü körüne sözlü yönlendirme savunmayacağım (Şok şok şok! Çağırın birini, Ünüvar'ın ateşini ölçsün!). Bunu yaparsam, işin özünü kaçırmış oluruz. Benim savunacağım şey merkez bankacılıkta hesap verebilirlik ve şeffaflık.

Sözlü yönlendirme ağırlıklı olarak 2008 Krizi'nden sonra yaygınlaştı. Sıfır limitine gelmiş politika faizleri döneminde iyiydi, güzeldi. Alıştık ve sonraki yıllarda da devam edeceğini varsaydık. Nitekim Alan Blinder'ın 2008 ve 2016 yıllarında merkez bankaları arasında yaptığı anketler, merkez bankacıların çoğunun sözlü yönlendirmenin kriz sonrasında da bir iletişim aracı olarak kullanılmaya devam etmesini beklediklerini gösteriyor(du).

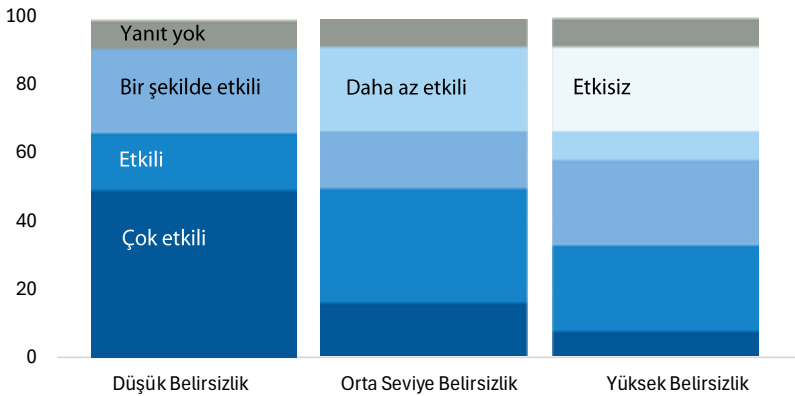
Benzer bir anketi yakın zamanda BIS yaptığında çıkan sonuç ise farklı. Aralarında TCMB ve Fed'in de olduğu merkez bankaları, sözlü yönlendirmenin belirsizlik düşükken daha etkili olduğunu söylüyor ve ekliyorlar: Belirsizliğin kaynağı merkez bankalarının kontrolü dışındaysa, sözlü yönlendirme merkez bankalarını zor durumda bırakabilir.

Bu sonuç, San Francisco Fed Başkanı Daly'nin "Sözlü yönlendirmeyi fazla yapmak, aslında var olmayan bir kesinlik algısı yaratır." uyarısıyla da uyumlu. Yani Warsh'un sözlü yönlendirme konusundaki duruşu, ilerleyen literatür için yeni değil.

Literatür, konuyu tartışmaya açıyor ama racon kesmiyor. Bence de tartışalım tabii ama Alan Blinder'ın, sözlü yönlendirmenin bir taahhüt olmadığı vurgusunu atlamayalım.

Merkez bankaları taahhüt değil tahmin verir. Bunu sözlü yönlendirme ile yapmak istemezse iletişim alternatiflerini konuşmak gerek. Sözlü yönlendirme dokunulmaz değil ve olmamalı. Lakin merkez bankalarının hesap verebilirliği, iletişimin şeffaflığı bence dokunulmazdır ve öyle kalmalıdır. Warsh'un tatlı diline dikkat!

Belirsizlik Ortamında Sözlü Yönlendirme Ne Kadar Etkilidir?  
Katılımcıların %'si



Kaynak: BIS, TSKB Yeni Ay #97

## Yeni Ay Temmuz 2026



### Dolardan Kaçış Bitti Mi?

Yıllarca her sunumda gelen "Dolar/TL kaç olur ablam?" sorusu yakın zamanda yerini "Altın kaç olur?" sorusuna bıraktı. Sorunun değişimi zaten kendi içinde bir yanıt barındırıyor ama hikayesi de güzel. Arz edeyim.

Malumunuz altın fiyatları özellikle 2024'ün sonundan, bu yılın şubat ayına kadar neredeyse doğrusal bir yükseliş kaydetti. Ons başına 5500 doları gören fiyat, benim tahminlerimin çok üzerindeydi. Şimdilerde ise 4000 dolar destek mi yoksa direnç mi diye konuşuluyor. Buyurun buradan yakın. Peki ne oldu?

Yükselişin başladığı tarih ile bittiği tarihe bir bakalım: Trump'ın ikinci kez göreve gelmesi ile başlıyor, ABD'nin İran'a saldırması ile sona eriyor. Peki arada ne oluyor?

- ~ Trump, ABD doları'na değer kaybettirmek istediğini açık açık söylüyor, Fed'e faiz indirimi baskısı yapıyor, kripto para birimlerini destekliyor, tarifelerle dış ticarete korumacılığı artırarak, ABD'nin rezerv para birimi özelliğini zayıflatabilecek bir adım atıyor.
- ~ Son madde nedeniyle Çin başta olmak üzere pek çok merkez bankası rezervlerinin kompozisyonunu altın lehine değiştiriyor. Hatta iddiaya göre biz bu kalemde sadece resmî alımları görebiliyoruz ama aslında göremediğimiz dolaylı alımlar çok daha yüksek. Bu da, yükselişin bir kısmını neden öngöremediğimizi açıklıyor.

Yukarıda tarif ettiğim maddeler, ABD dolarından uzaklaşmak için bir neden yaratıyor(du). Böyle bir dönemde yatırımcılar elle tutulur, somut varlıklara kayıyor ve altının yükselişi de bununla açıklanıyor(du). "Debasement trade" (Türkçe'ye "Değer kaybına karşı korunma işlemi" diye çevirsek olur herhalde.) dediğimiz bu eğilim, altının fiyatının gerilemesi ile birlikte yeniden akıllara düştü. Soru şu: Altının değer kazanmasına neden olan, ABD dolarından uzaklaşma eğiliminin sonuna mı geldik?

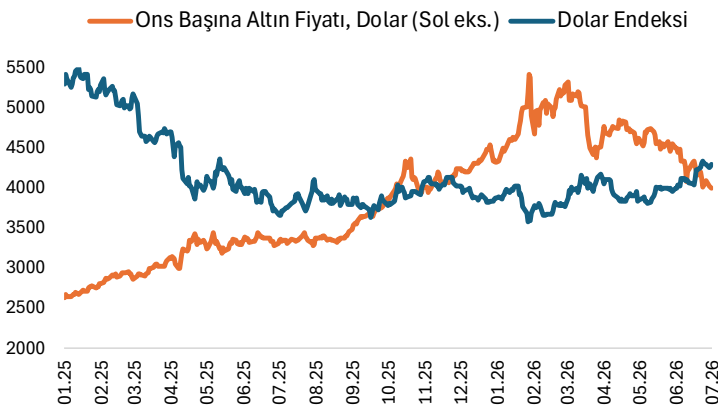
Hemen zaman serileri çıkartıldı, geçmişte yaşananlara bakıldı. Bugün yaşananları Volcker dönemine benzetenler var. 1978-1982 arasında Volcker Başkan, politika faizini önce artırıp sonra indirip sonra tekrar artırınca, piyasalar epey sallanmıştı. İlk faiz artırımının ardından, altının %45 düşüşle tepki verdiğini bugün yazması kolay olsa da o gün yaşaması zordu eminim. (Kimler "Yakın dönem zirveden %45 düşse, altın fiyatı ne olur?" diye hesapladı?)

Bugün o döneme benziyor mu? Fed'in Warsh ile birlikte daha şahin mesaj vermesi ve piyasanın Fed'ten faiz artırımını beklemesini, Volcker Başkan'ın faizi %20'ye getirmesine benzetmemek gerek tabii. Volcker Başkan'ın elinin tersi fenaydı muhteremler. Lakin işin özünde benzeyen taraflar var. Gelin birlikte bakalım.

Sene başında Fed'ten faiz indirimi bekleniyordu, bugün faiz artırımını bekleniyor. Üstelik faiz indirimi isteyen

Trump Başkan'ın atadığı Warsh'ın "şahin" çıktığı düşünülüyor. Teknoloji yatırımlarının kalbi ABD'de atmaya devam edecek gibi görünüyor. Muhteşem 7'li değil de, Güzel 5'li ya da Fıstık 3'lü olabilir; S&P değil de Nasdaq olabilir ama ABD piyasaları radarda kalıyor. Bu da dolara geri dönüşü destekliyor ve altın fiyatını baskılıyor.

Bu da beni Şubat Yeni Ay'ında, altın ve gümüş fiyatları düşerken yazdığım yere getiriyor: Emtia yatırımını "Dönüşümün varlıkları" diye yapmalı ve sarı metal dışına da bakmalı. Kaçınılmaz sanayi ve teknoloji dönüşümü hangi emtiaları etkileyecek? Baktınız mı hiç? Bence bakın.



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #96

## Kalkınma Günlükleri

### Kalkınma Bankaları—Dünün Değil Bugünün Konusu

Bu kadar yıllık tanışıklığımız var ama sanırım ben size hiç kalkınma bankalarını anlatmadım. Tabii ki kalkınma bankalarının ne iş yaptığını çok konuştuk. Zaten her yazdığım ve anlattığım kalkınma bankacılığı perspektifinden ama doğrudan tarihçe konuşmadık, değil mi? E haydi konuşalım!

Kalkınma bankalarının tarihi çok eskiye dayanıyor. 1816'da Fransa'da ve 1850'de İtalya'da kurulan kalkınma bankaları, üzerinden geçen 2 yüzyıla rağmen hâlâ ayakta. Bugün ise dünyada yaklaşık 550 tane kalkınma bankası ve kalkınma finansmanı kuruluşu olduğu tahmin ediliyor. Adet olarak baktığımızda, kalkınma bankaları ve kalkınma finansmanı kuruluşlarının payı, toplam bankacılık içerisinde %5'in altında ama dünyadaki yatırımın %10'unu finanse ediyorlar. Elbette arada ciddi ölçek farkları var ama şurası kesin: Kalkınma bankaları, kendi ağırlıklarından daha fazlasını mobilize edebiliyor.

Kalkınma bankaları hâlâ II. Dünya Savaşı sonrası dönemdeki misyonlarıyla hatırlanıyor: Başta Avrupa ve Japonya olmak üzere, savaşın yıkıntısı ile uğraşan ülkeleri ayağa kaldırmak. Ondandan birkaç on yıl sonra da Afrika'yı destekleyen programlarla akıllara kazınıyor kalkınma bankaları. Tarihsel perspektiften bu aktarım doğru olsa da hikâyenin bütününe kapsamıyor. Bu şekilde anlatmak çok temel iki yanılgıyı tetikliyor.

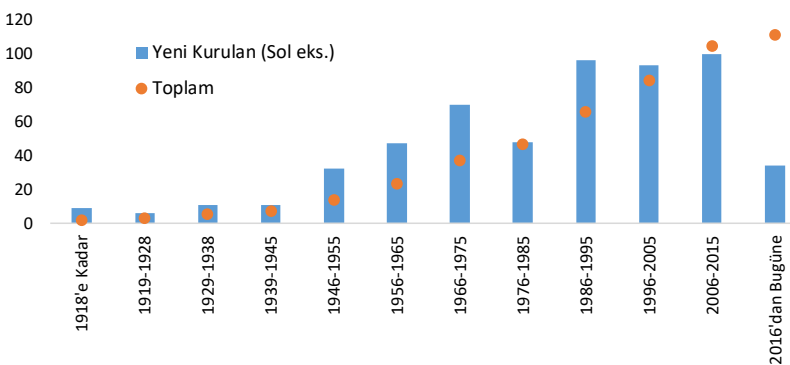
1- Pek çok kişi, kalkınma bankalarının görevini gelir düzeyi düşük toplumların desteklenmesi ile sınırlı görüyor. Bir dönem akademik literatürde, ülkelerin gelir seviyesi arttıkça kalkınma bankalarının görevlerinin kendiliğinden sona ereceği görüşü bile vardı. Ancak mevcut durum bu beklentinin gerçekçi olmadığını gösteriyor. Çünkü kalkınma bankaları ve kalkınma finansmanı kuruluşlarının %60'tan fazlası yüksek-orta gelirli ve yüksek gelirli ülkelerde bulunuyor ve gelişmiş ülkeleri fonlamaya da devam ediyor. Demek ki gelir grubu yükselince, kalkınma ihtiyacı bitmiyor.

2- Bir diğer yanılgı da gelir grubundan bağımsız olarak küresel ekonomik gelişmelerin kalkınma bankalarına duyulan ihtiyacı ortadan kaldırdığıydı. Burada, beni de şaşırtan bir veriyi paylaşmak istiyorum: Mevcut kalkınma bankalarının dörtte biri son 20 yılda kurulmuş. Yani yakın dönem küresel gelişmeler, kalkınma bankalarına duyulan ihtiyacı artırmış.

Ne diyeyim muhteremler, dünya ekonomisi insanı dert sahibi yapıyor olabilir ama belli ki derdin dermanı kalkınma bankalarında aranıyor. Bu elbette şaşırtıcı değil. 2008 Küresel Finansal Krizi sonrasında, politika faizlerinin Sıfır Alt Sınır'na (Zero Lower Bound) çarpması, pek çok kişiye para politikası dışında bir çıkış aramak gerektiğini hatırlattı. Ekosistem krizinin tetiklediği dış şokların şiddeti ve frekansı artarken, üstüne gelen pandemi ve artan jeopolitik şoklar, arz yönlü iyileşmelerin ne kadar önemli olduğunu bir kez daha hatırlattı. Sonra bir kez daha ve bir kez daha... İşte mevcut kalkınma bankalarının %25'inin son 20 yılda kurulmasının hikmeti de bu.

Bu bilgi bize bir sorumluluk veriyor muhteremler: Yeni dönemin yeni dertleri ile kalkınma bankalarının finansman modelini buluşturmak. Her ülkenin derdi farklı olunca haliyle ülkelerin kalkınma bankalarının öncelikleri de farklı oluyor. Yakın dönem kalkınma finansmanı da bu farklılığı tolere edecek şekilde esniyor. Hava ve saha şartları uygun. Haydi! Fikirleri duyayım!

Kalkınma Bankası ve Kalkınma Finansmanı Kuruluşlarının Sayısı



Kaynak: ISE, TSKB Yeni Ay #97

## Referanslar:

- ~ Amaral, E., Ehlers, T., Shim, I., & Tombini, A. (2025). Monetary policy decision-making and communication under high uncertainty. *BIS Papers*, 1.
- ~ Blinder, A. S. (2018, May). Through a crystal ball darkly: The future of monetary policy communication. In *AEA Papers and Proceedings* (Vol. 108, pp. 567-571). 2014 Broadway, Suite 305, Nashville, TN 37203: American Economic Association.
- ~ Blinder, A. S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J., & Jansen, D. J. (2008). Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence. *Journal of economic literature*, 46(4), 910-945.
- ~ Blinder, A., Ehrmann, M., De Haan, J., & Jansen, D. J. (2017). Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis. *Economic Policy*, 32(92), 707-755.

**Yeni Ay'ın Geçmiř Sayılarına Ulařmak İçin:**

<https://www.tskb.com.tr/arastirma-raporlari/ekonomik-arastirmalar/tskb-basekonomistinden-yeni-ay>

**TSKB Ekonomik Araştırmalar Yayınlarına Üye Olmak İçin Üyelik E-Postası Atabilirsiniz**

ekonomikarastirmalar@tskb.com.tr

# TSKB

## Ekonomik Arařtırmalar

ekonomikarastirmalar@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO 81

FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE

tel: (90) 212 334 50 50 faks: (90) 212 334 52 34

2026 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. her hakkı mahfuzdur.

Bu doküman Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin faaliyetleri kapsamında, bilgilendirme amaçlı olarak hazırlanmıştır. Bu dokümana dayalı herhangi bir işlem yapılması tarafımızdan öngörülen bir husus değildir. Belirtilen görüşler sadece bizim güncel görüşlerimizdir. Bu raporda yer alan bilgileri makul bir esasa dayalı olarak güncelleştirirken, bu konuda mevzuat, uygunluk veya diğer başka nedenlerle amaca uygunluk tam olarak sağlanamamış olabilir.

Raporda, üretken yapay zekâ araçları yalnızca literatür derleme, çalışma konusu ile ilgili ön araştırma yapma, dil ve yazım denetleme, çeviri, yazım dilini iyileştirme veya okunabilirliği artırma amacıyla kullanılmış olabilir. Üretken yapay zekâ çıktıları gerçek kişiler tarafından kontrol edilmektedir. Söz konusu üretken yapay zekâ araçları eleştirel düşünce, uzman görüşü veya değerlendirmesi yerine geçecek şekilde kullanılmamıştır.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları veya çalışanları, burada belirtilen senetleri ihraç edenlere ait menkul kıymetlerle ilgili olarak bir pozisyon almış olabilir veya alabilir; menkul kıymetler üzerinde opsiyonları olabilir veya ilgili diğer bir yatırıma girebilir; bu menkul kıymetleri ihraç eden firmalara danışmanlık yapmış, hisselerinin halka arzına aracılık veya yüklenim taahhüdünde bulunmuş olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları bu raporda belirtilen herhangi bir şirket için yatırım bankacılığı da dahil olmak üzere önemli tavsiyeler veya yatırım hizmetleri sağlıyor veya sağlamış olabilir.

Bu raporun ilgili olduğu yatırım fiyatı veya değeri, direkt veya indirekt olarak yatırımcıların menfaatlerine ters düşebilir. Döviz kurlarındaki herhangi bir değişimin yatırımın değeri veya fiyatı veya bu yatırımdan sağlanan gelir üzerinde olumsuz bir etkisi olabilir. Geçmişteki performans her zaman gelecekteki performansın kılavuzu olacak demek değildir. Yatırım geliri dalgalanma gösterebilir.

Bu rapor kamuya açık bilgilere dayalıdır. Doğru veya tamam olmayan hiçbir beyan yapılmamıştır. Bu rapor söz konusu menkul kıymetlerin alınması veya satılması için bir teklif, yorum ya da yatırım tavsiyesi değildir veya bu menkul kıymetlerin alınıp satılmasına yönelik bir teklif için de bir istek veya zorlama değildir. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve kendisiyle bağlantılı olan diğerleri bahsedilen şirketlerin menkul kıymetleriyle ilgili pozisyon alabilirler veya bu menkul kıymetlerle ilgili işlem yapabilirler, ayrıca bu şirketler için yatırım bankacılığı hizmetleri de verebilirler.

Herhangi bir yatırım kararı yatırımcının tamamıyla kendi kişisel seçimine dayanmalıdır. Bu rapordaki bilgiler herhangi bir yatırım tavsiyesi olmayıp raporda yer alan firmalara yatırım yapılmasından ötürü Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. hiçbir sorumluluk kabul etmez.

