



Yeni Ay

Mayıs 2026

#95

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

Direktör—Başekonomist

Tadı Kaçmakta

Başlığı okuyanlar sinirlendi biliyorum. “Tadı kaçmakta değil, tadı çoktan kaçtı be Ünüvar.” diyorsunuz, onu da biliyorum. Diyecek bir şey yok, haklısınız. Lakin ben şöyle eski Türk filmleri havasında söylemek istedim. Hani kahramanımız (Bu başlıkta gözümde hep Kadir İnanır canlandı. Saygıyla anıyorum.) raconu keser ve son uyarıyı verir ya! Hah işte, o ses tonuyla okuyunuz lütfen. Yeni moda ya uyup “Tadını kaçırıyor olacağımıdır.” desem daha mı iyiydi sanki? :)

Geldiğimiz nokta, bazı siyasetçilerin bir savaşı bitirmenin, o savaşı başlatmaktan daha zor olduğunu anladığı yer. Lakin bunun faturasını şu anda ödeyenler kendileri olmadığı için, görünen o ki hâlâ pek aceleleri yok. İktisat tarihi dersini almış çalışkanca herhangi bir öğrenciye sorsalardı, acele etmelerini söylerdi oysa ki: Savaşı başlatmak kolay, bitirmek zordur. Savaşın kısa vadede kazancı ile orta vadede kaybedeni aynı olabilir.

Yine aynı derslerden biliyoruz ki, kayıp yaşamak için savaşın doğrudan parçası olmaya gerek yok. Şiddetten herkes etkilenir. İnsani boyut iktisadi boyuttan her zaman daha önemlidir ama iktisadi boyut da döner dolaşır insanı etkiler zaten. Maalesef savaşın kaybedeni olduğu gibi kazananı olduğunu da biliriz. Bu da savaşı kaybedenlerin / savaştan olumsuz etkilenenlerin kendilerini korunması gereken adaletsizliğin, savaştan sonraya da sarkmasına neden olur.

Zaten bildiğiniz şeyleri size tekrar yazmamın bir sebebi var. 29 Nisan’da hani 120 dolarları gördü ya petrol. Tabii benim telefon şenliklendi hemen. TSKB Ekonomik Araştırmalar ekibindeki arkadaşlar böyle keskin hareketlerde önce hemen haberi geçerler, sonra da o haberin etkilerini. Belki de ilk kez okumadım mesajlarını. Şairin dediği gibi bana bir “taşırın damla” gerekiyormuş meğer. Benim taşırın damlam da o gün yükselen petrol fiyatı oldu. İşin tadı kaçtı.

Şubat’ta bu olaylar başladığında konuşsak, Mayıs’ta bölgede sıcaklığın devam etmesini beklemediğimi söylerdim. Ama bu iş artık o kadar uzadı ki, bugün zaman serisinin kırıldığını söylemek zorundayım. Yani, savaş bitse bile zihniyette (Makro veride demedim, dikkat!) eskiye dönüş yok. Herkes planını ona göre yapсын.

Ben bu satırları yazarken Türkiye’de Nisan ayı tüketici fiyatları enflasyonu açıklandı. Bazıları gerçekleşmenin, piyasa tahminininin 1 yüzde puan üzerinde olmasına takılacaktır. Ben takılmam. Bu dönem, tahmin dönemi değil zaten. İki çekirdek gösterge hariç, hepsinin manşet rakamın altında kalmasını ön plana çıkartanlar olacaktır. Ben çıkartmam. Bu dönem, gerçekleşme üzerine model kurma dönemi değil zaten. Mevzuyu konuşmaya TCMB’nin son Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısından başlayanlar olacaktır. Ben başlamam. Bu dönem, TCMB’den müneccimlik beklenecek gün değil zaten. En başa döndük muhteremler. Kartları tekrar karmamız gereken gündeyiz. Fiyat istikrarından ödün vermeden, 2026’nın kalanını etkileyeceği kesinleşmiş bu yeni küresel tasarımda, yeni rakamlara ihtiyacımız var. Tadı çoktan kaçmış bir oyunun içinden çıkıp kendi oyun planımızı yazabilmek için bizim yeni makro büyüklüklere ihtiyacımız var. Ara hedef, tahmin bandı, büyüme tahmini... Ben açık fikirliyim, konuşalım.

- ~ **14 Mayıs — TCMB Enflasyon Raporu**
Çok önemli. Şahin başlı Anadolu baykuşu değil dümdüzünden şahin lazım bize.
- ~ **19 Mayıs — Gençlik ve Spor Bayramı**
Kutlu olsun! Gururla, sorumlulukla.
- ~ **20 Mayıs — Fed Para Politikası Kurulu Kararı Toplantı Notları**
Başkanın vedası kaçmaz.
- ~ **22 Mayıs — TCMB Finansal İstikrar Raporu**
Özel sektörün sağlığı konusunu TCMB’den dinlemek önemli.
- ~ **27 Mayıs — Avrupa Merkez Bankası Finansal İstikrar Gözden Geçirme Raporu**
Bir bakalım buna, ilginç olabilir.

Yeni Ay Mayıs 2026



Ben Söylemem, Sen Anla

Dört gözle beklediğimiz IMF'nin Küresel Ekonomik Görünüm (KEG) raporu birkaç hafta önce yayımlandı. Raporun artık modasının geçtiğini söyleyenler çoktur ve haklı oldukları noktalar da az değildir. Lakin buna karşın raporu okumaktan vazgeçmeyen sadık bir takipçi kitlesi de hâlâ vardır (Öhöm öhöm!).

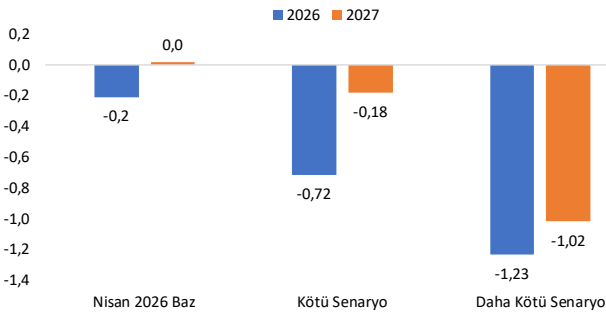
Her takip eden, raporun tamamını okumuyor olabilir. Genellikle takip sistemi bellidir: Rapordaki tahminler, tahminlerin önceki rapor dönemine göre ne kadar değiştiği ve emtia fiyatı yorumlarına bakılır. Sorun var mı? Bence yok. Bu şekilde takip etmek amaca hizmet eder, üç aşağı beş yukarı raporun mesajını da verir.

Lakin aslında rapor bundan çok daha fazlasıdır. Söylediği, söylemediğiyle, yazdığı, yazmadığıyla, IMF raporları, tam da başlığındaki gibi, küresel görünümle ilgili nerede durduğumuzu anlatır. Bu cümlem arada kaynamasın lütfen. Bazen raporun yazmadıkları, yazdıklarından daha önemlidir. Bu eleştiri hep vardı ama pandemi sonrasında daha da arttı. Birebir eşleştirmek doğru olur mu bilmem ama IMF'nin mevcut başkanı Georgieva'nın rapor dönemi yaptığı konuşmadaki (curtain-raiser speech) iktisadi detayın artması da bence raporun prestijini artırmak amaçlıydı.

Ben raporun tahminler dışındaki bölümlerini de okumayı tercih edenlerdenim. Hatta çok uzun yıllar KEG raporlarının başlıklarını listelediğim bir de dosyam vardı. Başlıklarda seçilen anahtar sözcüklerden bir harita yapmıştım. Yeni Ay vesile olsun, güncelleyeyim :) Ama merakım sadece KEG raporuna özel değil, genel olarak uluslararası politika dokümanlarını okumayı seviyorum. Ve içinde geçtiğimiz dönemde, kurumların - devletlerin davranışlarını anlamak için bu tarz raporları okuyup yazılmayan ve söylenmeyenler üzerinde kafa yormanın daha da katma değerli olduğunu düşünüyorum.

Peki bu raporda söylenmeyenler neler? Çok var, hepsine giremem ama gelin büyümeye daha yakından baka-

Ocak 2026'ya Göre Değişim, Büyüme Tahmini, %
Puan

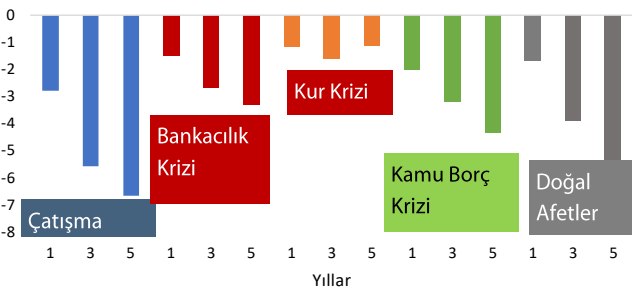


lim. Sosyal medyada 2026 büyüme tahmininin aşağı yönlü revizyonunun 0,2 yüzde puan ile sınırlı kaldığı bilgisi popüler oldu. Yani IMF aslında büyümedeki etki neredeyse "Yok gibi." diyor. Çünkü 2027 tahmininde herhangi bir değişiklik yapmıyor. İnsanın içinden "Ucuz kurtulduk" diyesi geliyor ama sonra IMF'nin bu raporda çalıştığı farklı senaryolara gözünüz takılıyor ve tadınız kaçıyor.

Tam bu noktada, IMF'nin farklı şokların çıktı üzerindeki etkiyi kıyasladığı grafik daha ilginç hale geliyor. Çatışma bölgesindeki ekonomilerde büyüme üzerindeki etki, 5 yıla yayılıp 7 yüzde puana kadar çıkabiliyor.

Peki bu durumda, küresel büyümedeki etki tek bir yıla ve 0,2 yüzde puanla sınırlı olabilir mi? Rakamsal olarak olmayacak iş değil. Gelişmiş ülkeler savaşa rağmen teknolojik gelişmede durmuyor ki. Onlar yoluna devam eder. "Dostlarla ticaret" diyerek, yakınlarını da yukarı çeker. Olan, IMF'nin tabiriyle "çatışma bölgesi"ndeki ekonomilere olur. Küresel hasılda bu senaryo tutabilir. Ama bu işin nüfus hareketliliği, toplumsal gerginlik ve korumacı liderlerin daha da kuvvetlenmesi boyutu var. Onu sayısallaştırmak zordur, anlarım. Ama bunları konuşmamayı anlamam. IMF raporunun "Ben söylemem, sen anla." dediği budur. Önemlidir.

Şokların Çıktı Üzerindeki Etkisinin Kıyaslanması, %
Puan



Kaynak: IMF Küresel Ekonomik Görünüm Raporu—04/2026, TSKB Yeni Ay #95

Yeni Ay Mayıs 2026



Enflasyon Raporu Tesadüfleri Sevmez

Azıcık Ünüvar dedikodusu yapalım mı? Benimle çalışan arkadaşların sıkıntılarında biri, eldeki işe göre plan yapmamamdır. Eldeki iş, bitmiş iştir zaten. (Bundan güzel kamyon arkası sözü olmaz mı muhteremler?)

Ben ise şu an ajandada olmayan işleri projelendirir, takvimlendirir, arkadaşlarıma huzur vermem. Üstelik öyle "Kervan yolda düzülür." ya da "Biz başlayalım hele, bakalım sonuç ne çıkacak." kafası da yoktur bende. Elde etmek istediğim sonucu yazarım, o sonucu elde etmek için gerekenleri geriye yürüyerek planlarım. İktisatçılık bana hem mikro hem makro bakmayı öğretti. Yöneticilik ise konu-bölüm ne olursa olsun bir hedefiniz varsa, iyi-uygulanabilir ve adımlandırılmış bir programınız olması gerektiğini. Şaşmaz!

Gelin bu aralar hiç aklımdan çıkmayan ve 14 Mayıs'ta açıklanacak olan Enflasyon Raporu'nu, benim iş yapma şeklimle ele alalım. Önce elimizde ne var diye bakacağız, sonra neye ulaşmak istediğimizi somut bir şekilde belirteceğiz. Sonra da o hedeften bugüne geri yürüyerek yapmamız gerekenleri belirleyeceğiz.

Elimizde; *ABD-İran Savaşı'ndan önce de yüksek seyreden enflasyon ve inatçı enflasyon beklentileri, savaşla birlikte gelen arz yönlü fiyat şoku, bu fiyat şokunun ikincil etkileri olacağına işaret eden beklentilerdeki bozulma, rezervlerdeki düşüş, sabırsız bir piyasa ve yakın zamanda tekrar yükselen petrol fiyatları var.*

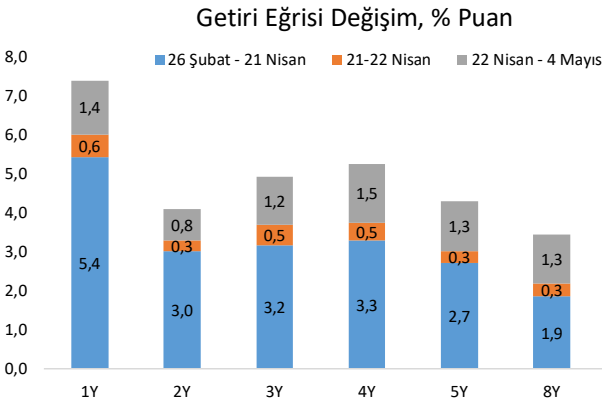
Bu sabırsız piyasa işini biraz açalım mı? 300 baz puan faiz artırımını istendiğinde "Şşşt sakın!" diye yazmıştım. Yanlış anlamayın, olmayacak iş değil. Lakin her gün değişen ortamda PPK gününden bu kadar önce bir yere kilitlememek gerekiyordu. Nitekim TCMB'nin faiz kararı aldığı ortama biraz daha sakinleşen piyasa şartlarında girdik ve TCMB bence doğru kararı vererek pas geçti. TCMB'nin PPK notuna "enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklere karşı ihtiyatlı duruşunu vurgulamıştır." diye yeni bir cümle eklemesi de olumlu algılandı. Gerçi piyasada şahin-güvercin işi çok karıştı ama olsun, böyle dönemlerde kafa karışıklığı işin doğasında var.

Güvercin barışın sembolü olduğu için daha sakin bir para politikası yaklaşımının simgesi olarak kullanılıyor. Şahin ise 1812 Savaşı'nda ABD'de İngilizlerle çatışmayı tercih eden sert kesimin sembolü olduğu için para politikasında sıkı duruşla eşleştiriliyor. Bu iki terimin yaygın kullanımı 1980'lerde Fed özelinde başlıyor ve kuşun türü merkez bankasının reaksiyon fonksiyonundaki hangi değişkene vurgu yaptığına göre belirleniyor. TCMB'nin son PPK örneğinden gidersek, eklenen cümle enflasyon hassasiyetine ilişkin olduğu için şahin olarak okunuyor. Nitekim piyasa da doğru tepki verdi ve verim eğrisinin her vadede yukarı geldiğini gördük. Şahin bir dil kullanarak, **politika faizini artırmadan finansal şartları sıkılaştıran TCMB'nin hanesine bir artı.** (Kuttner, 2001, meraklısı için şahane bir makaledir.)

Lakin şahinin de büyüğü var küçüğü var, değil mi muhteremler? Üst bandı artırmayınca, şahin cümle sayısını da sınırlı tutunca, sabırsız piyasa daha sabırlı hale gelmiyor. TCMB'nin işin veriye bağımlı doğası gereği bu yolu tercih etmesi çok anlaşılır. Lagarde'in "baykuş merkez bankacılık" duruşuna uygun yani. Ben de buna atıfla TCMB'nin duruşuna "şahin başlı Anadolu baykuşu" diyorum. Ama ben bu yazıyı yazarken petrol fiyatları son PPK kararı gününe göre 10 dolar daha yukarıda. Yani bu seviye böyle kalırsa, PPK'da yeten "şahin başlı Anadolu baykuşu" duruşu, artık yetmez. 14 Mayıs'ta bize dümdüzünden bir şahin lazım. Kafası karışık piyasayı sakinleştirecek, güven verecek bir şahin.

Haydi iş planına geri dönelim. *Elimizde artan riskler var. Amacımız ise enflasyon beklentilerini çıpalamak.* Yapılacak iş belli: 14 Mayıs'ta net şahin iletişim (literatürü bilen de anlayacak, bilmeyen de, kafa karışıklığı yok.) ve tahminlerde gerçekçi değişiklik. *Ara hedefi değiştirmek bir seçenek midir sorusuna da net yanıt.* Yarım adım azına razı değilim!

Haydi iş planına geri dönelim. *Elimizde artan riskler var. Amacımız ise enflasyon beklentilerini çıpalamak.* Yapılacak iş belli: 14 Mayıs'ta net şahin iletişim (literatürü bilen de anlayacak, bilmeyen de, kafa karışıklığı yok.) ve tahminlerde gerçekçi değişiklik. *Ara hedefi değiştirmek bir seçenek midir sorusuna da net yanıt.* Yarım adım azına razı değilim!



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #95

Kalkınma Günlükleri

Bir Acayip Yazı Konusu

Başlık net olmadı gibi geldiği için açıklama ihtiyacı hissettim. Yazı acayip değil de, yazının konusu acayip ben- ce. Yani nasıl anlatsam... 21. yüzyılda bir iktisatçının bu konuyu yazmak için kalemi eline alacağını düşünmezdim ama şimdi kalem benim elimde işte. Oturdum ekrana bakıyorum. Ne yazacağımı bildiğimden emin değilim ama bu- nu yazmak istediğimden eminim. Bu konunun bir ekonomi raporu içerisinde olmasını yadırgayacak olanlar da olabi- lir. Belki ilk başta haksız da değillerdir ama konuştuğça sizi ikna edebileceğimi düşünüyorum.

Malumunuz TÜİK her yıl olduğu gibi bu sene de İstatistiklerle Çocuk bültenini yayımladı. Çocuk nüfusun top- lam içerisindeki payı 1935'teki %45'ten 2025 itibariyle %24,8'e gerilemiş. Ama bu 90 yıl için doğrusal bir eğilim analizi

yaparsak, aslında mevcut oran eğilimin üzerinde. Bu oran, Av- rupa Birliği (AB) üye ülkeleri arasında da en yüksek seviye. Biz- den sonra gelen İrlanda'daki seviye %22,7, AB-27 ortalaması ise %17,6.

TÜİK'in nüfus projeksiyonları, çocuk nüfusun toplam içerisindeki payının azalmaya devam edeceğini gösteriyor. Baz senaryoya göre 2100'de bu oran 10 yüzde puan gerileyey- rek %14,5 olacak. TÜİK'in iyimser ve karamsar senaryosu 2100 için %18,6 ile %9,9 arasında değişiyor.

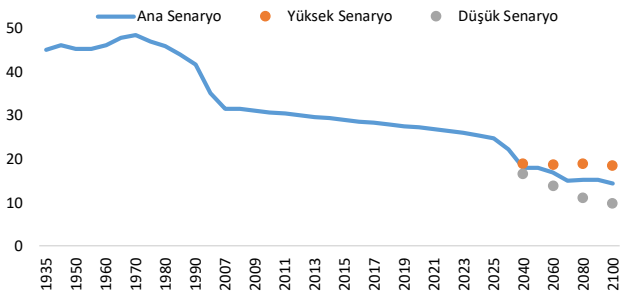
Dünya da yaşılanıyor, Türkiye de. Dünyaya göre hangi hızda yaşlandığımız elbette önemlidir ama bazen sadece ken- dine odaklanmalı insan. Gelin şimdi bunu yapalım.

Çalışma çağındaki 100 kişiye düşen çocuk sayısı ile hesaplanan çocuk bağımlılık oranı 2025'teki %29,7 seviyesin- denden 2100'de %21,5'e gerileyecek, yani yaklaşık 8 puan düşecek. Aynı dönemde yaşlı bağımlılık oranı 45 puan artarak %16,2'den %61,6'ya gelecek.

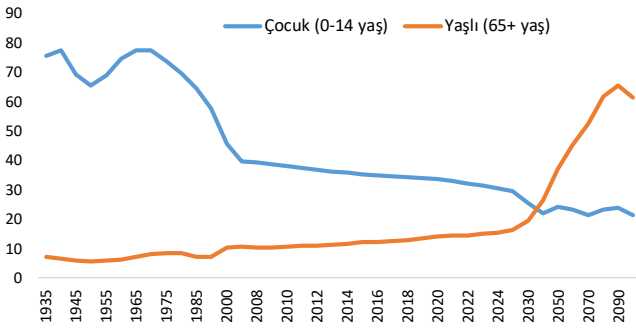
Türkiye'nin sağlık ve sağlık harcamaları meselesi "Ben geliyorum!" diye bağıyor. Peki tam bu sırada ne oluyor? Ço- cuk aşılanma oranı düşüyor. Tekraren: 21. yüzyılda, pozitif bi- limleri artık tartışmadığımız, daha yeni bir pandemiden aşı sayesinde kurtulduğumuz dönemde çocukların aşılanma oran- ları düşüyor.

Bu mesele elbette insanidir ama iktisadidir de. Elinde aşı karneleri ile dolaşan bir annenin sözünü dinlemek iste- mezseniz diye düşünüp bu yazıyı bir anne değil bir iktisatçı olarak yazıyorum. Metrekareye 100 tane merkez bankasının düştüğü sosyal medya sohbetlerinde konuşulmaz belki ama nüfusu yaşılanan, potansiyel büyümesi gerileyen ve borcu yükselen dünyada, bütçenizin sağlık harcamalarını karşılaya- cak kuvvette olması önemli. Bu kuvveti sağlayacak şeylerden biri de bugünden sağlıklı nesiller yetiştirmek. 21. y'da bana aşının önemi hakkında yazı yazdıran hayat utandı mı bilmem ama ben utandım muhteremler!

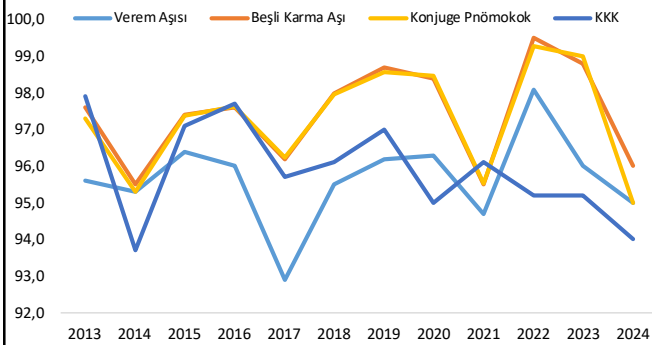
Çocuk Nüfusun Toplam Nüfus İçerisindeki Oranı, %



Yaş Bağımlılık Oranı, %



Aşılanma Oranları, %



Kaynak: TÜİK, TSKB Yeni Ay #95

Referanslar:

- ~ Kuttner, K. N. (2001). Monetary policy surprises and interest rates: Evidence from the Fed funds futures market. *Journal of monetary economics*, 47(3), 523-544.
- ~ <https://www.ekonomim.com/kose-yazisi/baykus-merkez-bankacilik/890039>

Yeni Ay'ın Geçmiř Sayılarına Ulaşmak 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 Araştırmalar

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.

