



Yeni Ay

Ağustos 2026

#98

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

Direktör—Başekonomist

Yine Bir Gün Kaptan Swing, Conan, Mister No ve Ben...

Siz bu satırları okurken ben çok uzaklarda olacağım. (Hep bu cümleyi kullanmak istemişimdir.)

Yeni Ay'ın 98. sayısı, tatilimin ilk gününe denk geldiği için bu girişi tercih ettim muhteremler, umarım yeterince havalı olmuştur. Hem bu vesileyle, sanılanın aksine 7/24/365 çalışmadığımı da (mı acaba?) göstermek istedim.

Müsaadeniz olursa tatil planlarımı anlatarak usulünce hava da atayım, tatil boşa gitmesin: İhtimaldir ki bu Ağustos'ta da yine, bir güney enleminde karpuz kabuğuyla denize düşeceğim (Hayaller üç salto, iki burgu, hayatlar göbekleme atlayış.), bir kuzey enleminde yıllık geleneksel sakinleşme bisiklet turumu yapacağım...

Elbette literatür takibi meselesi de var, öhöm öhöm! Her tatilde olduğu gibi bu tatilde de "klasikler" benimle olacak. Herkesin klasiği kendine olduğu için, benimkileri arz edeyim:

- ~ Sinirlendiğinde "Hay bin kunduz!" diyen Kaptan Swing'siz olmaz. Malumunuz Hudson Körfezi ve Kaptan'ın da yaşadığı Ontario Bölgesi, zamanında kunduz avcılığının ve kunduz kürkü ticaretinin düzenlenmesi üzerinden, bugünkü tarifeleri hiç aratmayacak gelişmelere sahne olmuştu. Meraklısına Dani Rodrik'in Paradox of Globalization kitabını öneririm.
- ~ Ekibin bir diğer üyesi elbette Barbar Conan: "Şunu bilin ki prensim..." diye başlayan o efsane, içinden geçtiğimiz sert dönemin ilk kez yaşanmadığını hatırlatıyor. Dünya ekonomisi Şirinler Köyü değil muhteremler, hiç olmadı!
- ~ Mister No'nun yanına geçip küçük kanatlı uçağıyla Amazon'un üzerinden uçarken, COP31, ekosistem krizi ve genç nüfus işsizliği üzerine de düşüneceğim. Ekonomi sokakta:)
- ~ Tom Braks: Kılık değiştirenlere dikkat etmeyi öğreten hikayelerinde aklıma illa ki "dostla ticaret—friend shoring" gelecek. Aman dikkat, hikayenin sonunda dostun maskesi düşmesin! Küresel ticarete işler çok karışacak.

Sizi gülümsetmek umuduyla böyle yazdım ama mesajım net: Dünya ekonomisinde gördüklerimiz yeni ya da orijinal değil, yaşandı bunlar. Tabii şimdi "Haydi kitabın sonunu da söyle, iyiler kazanıyor mu?" diye soranlarınız olacaktır. Hah işte, orası belli değil. Çünkü hikaye aynı olsa da, iyi iktisat politikaları tasarlayarak hikayenin sonunu yeniden yazacak olanlar bizleriz. İyilerin kazanmaması için bir neden yok lakin riskler canlı ve artıyor. O nedenle arada dinlenip kuvvet toplamak iyidir. Eğer Kızılmaske ormanda 10 kaplan gücündeyse, biliniz ki Ünüvar da ormanda (tatilimi orada geçirdiğim için) 10 tatilci gücündedir. 2 kulaç, üç pedal, biraz hayıt, olabildiğince satır... Bana müsaade, size rast gelsin!

- ~ **3 Ağustos — TÜFE- ÜFE**
Her enflasyon verisi önemli. (Bu cümlem hiç değişmiyor farkında mısınız?)
- ~ **13 Ağustos — TCMB Enflasyon Raporu**
Heyecanla bekliyoruz.
- ~ **19 Ağustos — Fed Para Politikası Kurulu Toplantı Tutanakları**
Warsh'un meşhur "aile içi tartışması"nı okuyacağız. Aklımızda Jackson Hole.
- ~ **30 Ağustos — Zafer Bayramı**
Kutlu olsun. Gururla!

Yeni Ay Ağustos 2026



Bir Helva Yapım Hikayesi: Enflasyon + Borç + Enflasyona Endeksli Borç

Gözümde canlandı koskoca mazı... 2022'deki IMF-Dünya Bankası toplantısında küresel sorunların neler olduğuna dair bir anket yapılmıştı. Anketten çıkan sonuca bakan Mark Carney, listenin başlarında borç sorununun yer almamasına itiraz ederek, aslında bunun en temel sorunumuz olacağına ısrar etmişti. Toplantı dönüşü yazdığım raporda bu kısmı "Alkışlar büyük Başkan Carney'ye!" diyerek anlatmıştım. Hey gidi!

Ben hâlâ aynı noktadayım. 2008 Küresel Krizi'ne borç yüzünden girdiğini iddia eden dünya ekonomisinin, bu krizden borcu artırarak çıkmaya çalışması zaten en hafif tabiriyle tuhaf. Fakat mevzu tahmin ettiğimizin ötesinde bir

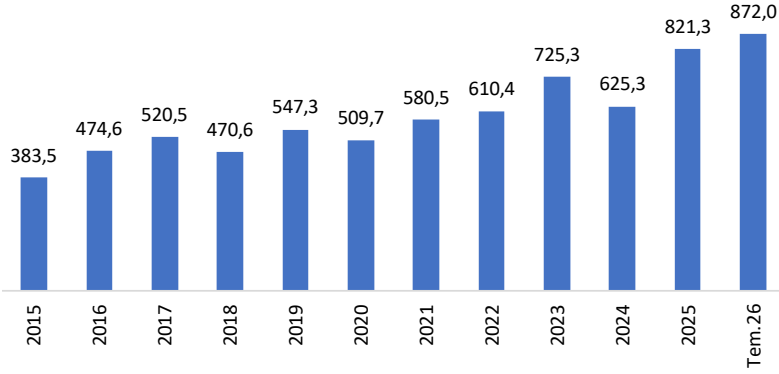
borç baskısına doğru ilerliyor. Artık yapay zekâ ve savunma yatırımlarının finansmanı için yapılan borçlanmayı da eklemek lazım bu borç yükünün içine. 5 sene önceki küresel borç projeksiyonlarında bunlar yoktu. Mark Carney'nin de bunları düşündüğünü zannetmiyorum.

Buraya kadar borcun miktarından ve borçlanma sebebinden konuştuk. Piyasada borç riskine dair kısa vadeli bir fiyatlama baskısı olmadığı için açıkçası analizleri genelde burada bırakıyoruz. Yeni Ay okurları aşınadır, kimin borçlandığı ve borcun vadesi gibi detayları da konuştuk daha önce. Ama açıkçası borçlanma

araçlarının detayına yakından bakmamıştım. Oysa bakmak gereклиymiş... Gelişmekte olan ülkelerin enflasyona endeksli tahvillerinin piyasa değerindeki yükselişi not etmek için yazıyorum bugün. Tabii buna şaşırarak gerekli mi emin değilim. Un var, şeker var misali, enflasyon var, borç çevirme gerekliliği var, o halde endeksli tahvil de var.

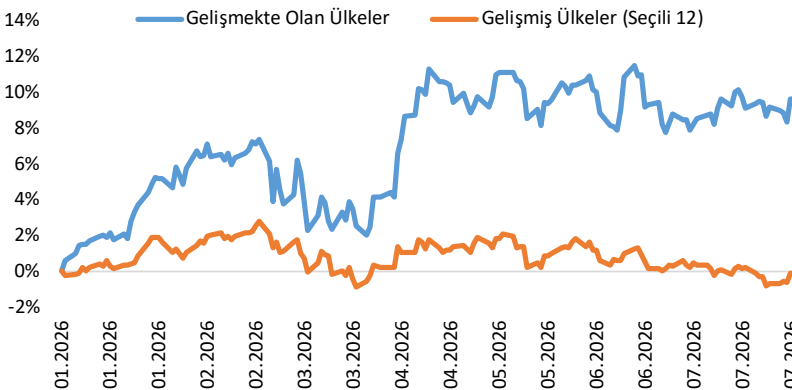
Buradaki getiri de fena değil. Farkındayım, doğası gereği, istisna dönemler hariç gelişmekte olan ülkelerin enflasyona endeksli borcunun getirisinin gelişmiş ülkelere göre daha iyi olmasını bekleriz. Lakin benim diyeceğim başka. Mart-Nisan'dan başlayarak buradaki makas açılıyor. Açıkçası ben bunu kaçırmışım. Küresel enflasyonu bu kadar konuşurken, enflasyon endeksli borçları neden anlatmadığımı bir kez daha dert ettim. Yeni risklere göre, varlık dağılımı ne olacak, yatırımcı tercihleri hangi varlıklara yönelecek? Tekrar konuşalım mı? Zamanıdır.

Gelişmekte Olan Ülkeler - Enflasyona Endeksli Borç -
Piyasa Değeri, mr ABD Doları



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #98

Enflasyona Endeksli Tahvillerin Yılbaşından Bu Yana
Getirisi, %



Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #98

Yeni Ay Ağustos 2026

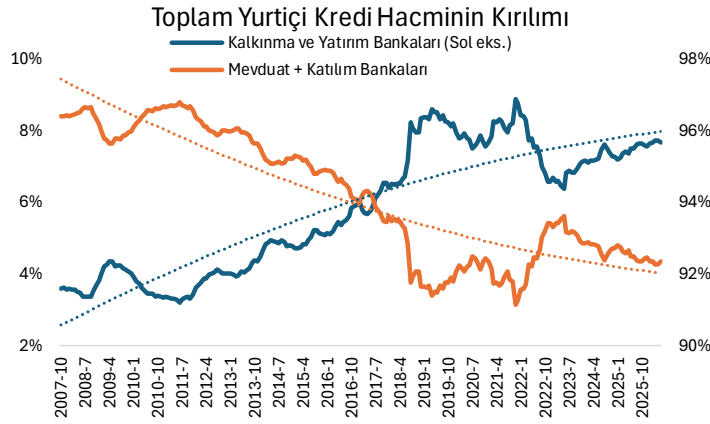


Burcu İle Eğlenirken Öğrenelim

Yeni Ay okurları bir süredir Kalkınma Bankalarının Rönesansı'nı anlatmama zaten aşına. Bu konuyu hem sektörel toplantılar hem de akademik platformlarda anlatıyorum ama aslında ben de bir yandan yeni yeni öğreniyorum. Yani işin doğrusu, öğrendikçe anlatıyorum ve beni dinleyenlerin / okuyanların sorularından beslenerek, daha fazlasını merak ediyorum. Bu yazıyı da o gözle okursanız sevinirim. Sorularınızı bekliyorum (Çağırmazdım acil olmasa!).

Aslında kalkınma ağırlıklı gündemi, Yeni Ay'ın son sayfasındaki "Kalkınma Günlükleri" başlığı altında paylaşıyorum. Bu yazının orada olmamasının bir nedeni var ve bu bence önemli bir neden: Bu yazının amacı kalkınma bankalarını anlatmak değil. Amacım, kalkınma bankalarının kapasitesini kullanarak, arz yönlü yapısal reformları hızlandırma meselesini konuşmak.

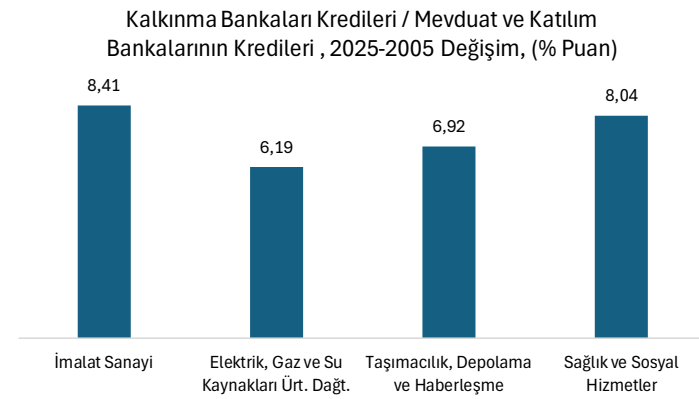
İlk grafik, Türkiye'de yurtiçi kredi hacminin kırılımını gösteriyor. Kalkınma ve yatırım bankalarının payı en yüksek %8,9'u görmüş. Mayıs 2026 itibarıyla bu oran %7,7. Yani zirvesinin altında ama aslında tarihsel olarak bir yükseliş eğiliminin içinde.



Kaynak: TCMB EVDS, TSKB Yeni Ay #98

önce merkez bankaları geliyor, sonra da kalkınma bankaları. Mevcut kalkınma bankalarının %25'inin son 20 yılda kurulmuş olması, burada günceli yakalama baskısının da artacağını gösteriyor. Nedir o güncel? Dünyanın derdi neyse, kalkınma bankasının içinde bulunduğu ülkenin öncelikli ajandası neyse, güncel de odur. Literatür bize, ülkeden ülkeye ve dönemden döneme kalkınma bankalarının önceliklerinin değişebileceğini söylüyor. Dolayısıyla her kalkınma bankası aynı işi yapar gibi bir durum söz konusu değil.

Şiddeti ve frekansı artan arz yönlü şoklara karşı, yapısal reformları tetikleyecek şekilde kalkınma bankası finansmanının kullanılması, dünyada önemli bir ajanda maddesi. İkinci grafik, Türkiye'de kalkınma ve yatırım bankalarının doğru alanları desteklemekte başarılı ve istikrarlı olduğunu gösteriyor.



Kaynak: BDDK, TSKB Yeni Ay #98

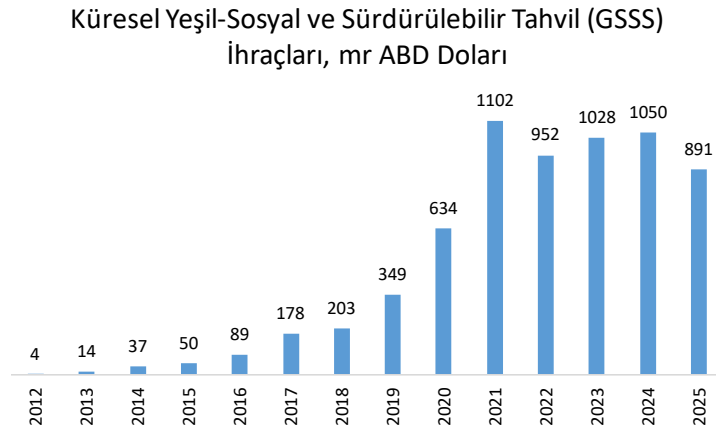
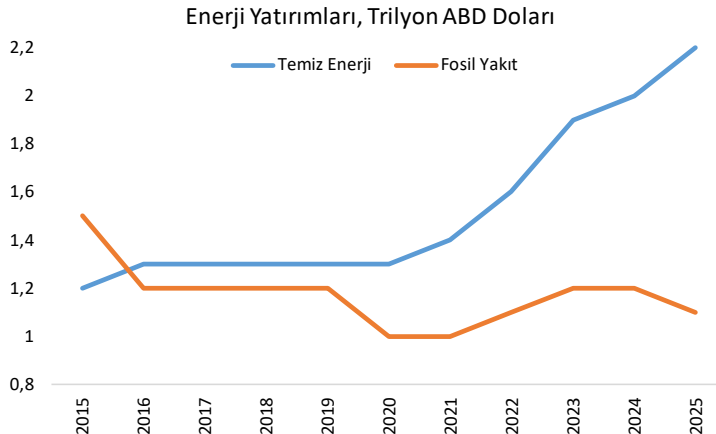
Haydi somutlaştıralım. Örneğin kalkınma bankalarının yenilenebilir enerji yatırımlarına uzun zamandır verdiği destek, son petrol şokunun geçişkenliğini enerji fiyatları üzerinden sınırladı. Konuyla ilgili TSKB Ekonomik Araştırmalar'daki arkadaşlarımla raporumu referanslara ekledim. Bu örnekleri çoğaltmak için kalkınma bankalarının arz yönlü yapısal reformlardaki rolünü daha çok konuşmak gerek. Makro-ihiyati yaklaşım aslında tam da böyle bir şeydir. Evet evet, öyledir.

Kalkınma Günlükleri

Kalkınma Temalı Tahvil Piyasasında Neler Oluyor?

IFC ve Amundi Asset Management, gelişmekte olan ülkelerin sürdürülebilir tahvillerine dair bir rapor yayımladı. Raporu birkaç kere tarayınca insanın kafası epey karışıyor. Aynı anda her şey hem artmış hem azalmış gibi görünüyor. "Tabii böyle bir şey olması mümkün değil, muhtemelen Ünüvar'ın kafası karıştı." diyeceksiniz biliyorum ama konu biraz çetrefilli. Bu tarif ettiğim şey aslında kafa karışıklığı değil de, "Bir şeyler değişiyor muhteremler!" uyarısı. Gelin rakamlara birlikte bakalım:

- ~ Özellikle ABD Başkanı Trump'ın yeşil dönüşüme dair şüpheli yaklaşımının yeşil yatırımları yavaşlatıp yavaşlatmayacağı merak ediliyordu. Rapora göre, küresel temiz-enerji yatırımları bir önceki yıla göre %10 artarak 2,2 trilyon dolara ulaşmış ve toplam enerji yatırımlarının %65'ine ulaşmış.
- ~ Lakin tabii bu yatırımın nasıl finanse edildiğine de bakmak gerek. Örneğin yeşil enerji yatırımlarının yarısını gerçekleştiren gelişmiş ülkelerde, yatırımın etiketlenirilmiş tahviller tarafından finanse edilen kısmı %48'den %35'e düşmüş.
- ~ Yani yeşil enerji yatırımları azalmıyor ama bunun için daha sıkı düzenlemeleri takip ederek fonlama yapma seçeneğini tercih edenler azalıyor.
- ~ Yanlış anlama olmasın, etiketleme ve gerekliliği konusunda genel bir uzlaşma zaten hiç olmadı. Nitekim bir yandan da Çin ve gelişmekte olan ülkelerde etiketleme artıyor. Ama raporun da belirttiği gibi, eskiden yapmaya değer bulunan etiketlemenin şimdi belli bir grup ülke tarafından yapmaya değer bulunmaması not edilmeli.



Kaynak: IFC-Amundi, TSKB Yeni Ay #98

~ 2025'te dünya genelinde yeşil-sosyal ve sürdürülebilir tahvil (GSSS) ihracının bir yıl önceye göre %15 gerilediğini görünce, bir önceki maddedeki not daha anlamlı hale geliyor, değil mi?

~ Düşüşün ağırlıklı olarak sürdürülebilir tahvil grubunda yaşandığı hesaplanıyor.

~ Gelişmiş ülkelerin GSSS tahvil ihracı yıllık bazda %23 gerilerken, bu düşüş ABD için %37 seviyesinde.

~ ABD'nin 2017-2024 döneminde GSSS içindeki payı ortalamada %16 iken bugün %8'e gelmiş durumda. Dünyanın en büyük GSSS ihracçısından, dördüncülüğe gerilenen bir yolculuk...

~ Çin, her konuda olduğu gibi burada da, hem gelişmiş ülkelere hem gelişmekte olan ülkelerin kalanından ayrışıyor ve geçen yıla göre GSSS ihracını %51 artırıyor.

Vadesi dolan ihracın takvimine, yeni ihracın azaldığı bilgisi ile bakınca, GSSS tahvil piyasasının ilerleyen yıllardaki genişliğinin önceki projeksiyonlardan daha dar olabileceğini görüyoruz. Rapor, yeşil primin de (greenium) neredeyse kalmadığını gösteriyor. E ne anladım ben bu işten? Bitti mi yani yeşil finansal araçlar? Bitmez ama şekil değiştirir. Getiri hesabı sabit. Yani ihtiyaç finansal mühendislik değil, içerik mühendisliği. Fikri olana, buralar çokook keyiflenecek!

Referanslar:

- ~ <https://www.tskb.com.tr/uploads/file/elektrik-piyasasinin-kriz-kalkani-yenilenebilir-enerji.pdf>
- ~ <https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/2026/emerging-market-sustainable-bonds.pdf>

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 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.



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
www.tskb.com.tr

T: +90 212 334 50 50 F: +90 212 334 52 34

E: info@tskb.com.tr

