



Yeni Ay

Eylül 2026

#99

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

Direktör—Başekonomist

Zamanın Gövde Gösterisi—Beklemek

Cemal Süreya, İki Kalp isimli şiirinde “Beklemek, gövde gösterisi zamanın.” der. Tabii şair bunu çok daha duygusal ve kalpten bir konu için söylüyor ama yılan hikayesine dönen barış anlaşması ve Trump’ın tekrar tarifelere baskı uygulaması birleşince, benim aklımda dönen de bu dizeler oluyor. Yangın yerine dönmüş küresel ekonomide, piyasadan (ya da benden) romantiklik beklememek gerektiği için kusura bakmayacağınızı tahmin ediyorum.

Piyasa oyuncularını şubattan beri bence çaresizlikten kaynaklanan bir umutla anlaşmayı bekliyorlar. Ha oldu, ha olacak, ha oldu, ha olacak... Umudun keskin olması mantıklı bir temele dayanmıyor. Aksine tüm bu savaş ve tarife kavgası gibi işlerin mantıksızlığından kaynaklanıyor. Yani “Hürmüz Boğazı neden kapandı kardeşim?” diye sormak zor, “Anlaşma olursa Hürmüz Boğazı açılır.” diye yorum vermek daha kolay. Umut piyasanın ekmeği...

Zaman gövde gösterisini bekleyiş üzerinden yaparken, yükselen endeksler piyasa oyuncularının tesellisi oluyor ve gerçeklerle yüzleşmeyi geciktiriyor. Fakat artık bazı şeylerin kalıcı olduğunu anlamamız ve riskin değiştiğini konuşmamız gereken noktadayız. Bu iş başladığında risk, yükselen petrol fiyatlarıydı. Hadi yanına birkaç enerji emtiası ve belli başlı ticaret hareketleri üzerinden arz şoku başlığını da ekleyelim. Ama soru hep neydi: Ne kadar dayanabiliriz? Yani soru, kendi içinde bile bir geçicilik varsayımı dayandırıyordu. Bu işler kesin geçecek de süresini bilemiyoruz...

Üzgünüm, böyle bir varsayım anlamını yitirdi. Çünkü artık risk yüksek petrol fiyatı değil. O 2-3 ay öncenin konusu. Artık risk, savaşın uzamasıyla birlikte atılan adımların, kalıcı bir şekilde dünyada iş yapma şeklini değiştirmesi. Çin ilk kez 8 sene önce Kuzey Kutbundan ticaret gemisi geçirdiğinde çok takılmamıştık. Bugün artık oranın kalıcı bir güzergah olmasından endişe ediyoruz. Ateşkes yarın gelse, savaş uzayınca başlayan alternatif enerji yolları inşaatlarından vazgeçilecek mi? Kaçından? Dünyada kapanabilecek boğazların listesini veren gazeteler oldu. Benzer senaryolar gelmeyecek mi?

Örnekler uzar... Şair aynı şiirde “Seni bulamıyorum, bir şeyin provasası yapılıyor sanki.” de der. Provası yapılan şey, iş yapma şekillerinin değiştiği bir dünya. Bu değişikliğin kalıcı olduğunu kabul etme zamanı geldi de geçiyor.

~ 3 Eylül — TÜFE- ÜFE

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

~ 7 (ya da 14) Eylül — 2026/2027 Eğitim-Öğretim Dönemi Başlıyor

Öğretmen çocuğu, daimi öğrenci, veli ve iktisatçı olarak bundan daha önemli bir tarih göremiyorum.

~ 10 Eylül — TCMB Para Politikası Kurulu Kararı

Önerim de beklentim de pas.

~ 10 Eylül — Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Toplantısı

Piyasa sıkışma bekliyor Lagarde Başkanım.

~ 16 Eylül — Fed Para Politikası Kurulu Toplantısı

Bence faiz artıracak başkan bu hareketleri yapmaz. Gürültü başka, öz-hakiki şahin olmak başka.

Yeni Ay Eylül 2026



OVP'yi (Nasıl) Konuşalım (?)

Makrocuların tutunacak bir dalı hep vardır muhteremler. "Hele bir řu Enflasyon Raporu'nu görelim.", "Orta Vadeli Program'ı (OVP) gördükten sonra tekrar konuşalım."...

Lakin bence de doğrusu budur. Bu dokümanları okumak, içindeki her şeyle aynı fikirde olmayı gerektirmiyor. Ancak bir fikriniz olmasını ve daha önemlisi gerekirse fikrinizi değiştirmeye ya da savunmaya hazır olmanızı sağlıyor.

Raporların zaman içerisinde nasıl evrildiğini hatırlamak da önemli. Bu yazıda OVP için bunu yapmaya çalışacağım. Ama önce bu sene hakkında bir girizgah: Bu seneye özel, OVP'nin bir miktar daha popüler olduğunu kabul etmek gerek. Bunun nedeni de son Enflasyon Raporu sunumu sonrasındaki soru-cevap bölümünde TCMB Başkanı Sayın Fatih Karahan'ın, 2027 enflasyon görünümünü etkileyebilecek başlıca unsurlar arasında iki konuya özellikle işaret etmesiydi: Savaş kaynaklı belirsizliğin sürmesi ve OVP süreci.

Sayın Başkan'ın OVP özelindeki sözlerinden, belirlenecek makro çerçeveyi beklediklerini ve hedeflerin OVP sürecinde tekrar gözden geçirilebileceğini anlıyoruz. Fakat bu işin mantıksal sırası farklı da olabilir. Birlikte düşünelim: Bütçe dengesinin sene başında öngörülene göre daha iyi geleceği tahmin ediliyor ve kamu borç oranları da oldukça

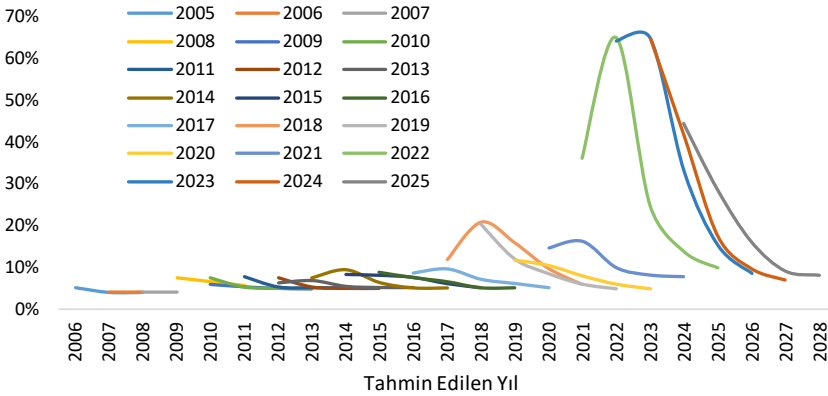
sağlıklı seviyelerde. Diğer tarafta yüksek enflasyon problemi ile kıyaslandığında, para politikası "destek alması gereken", maliye politikası da "destek vermesi gereken" yapı olarak ortaya çıkıyor. Bu perspektiften bakıldığında, **TCMB'nin 2027 ara hedefinin OVP'ye göre güncellenmesi değil de açıklanacak olan OVP'nin, 2027 enflasyon ara hedefine ulaşmayı sağlayacak şekilde planlanması daha makul görünüyor.**

şimdi izninizle OVP'leri, enflasyon ve büyüme üzerinden zaman tüneline sokalım.

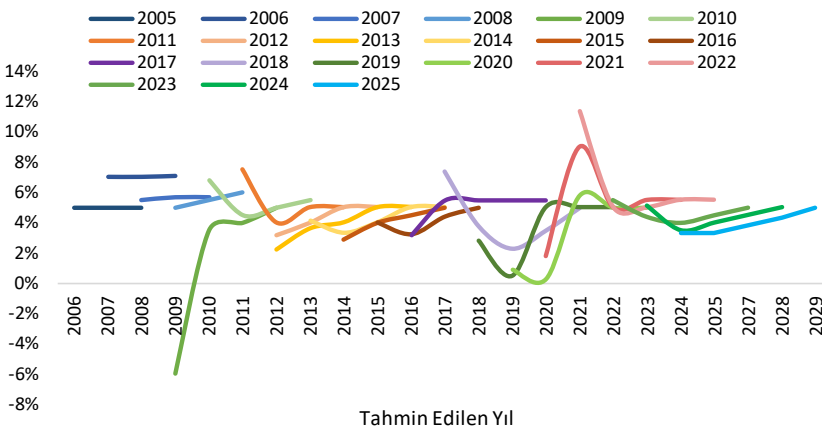
Enflasyon öngörülerindeki seyir çok net. Maalesef üçer yıllık pencerelerin son yıllardaki seviyesi ile grafiğin başlangıç yılı olan ve örtük enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılı arasındaki fark bariz yukarı yönlü. Büyümede ise yatay-aşağı yönlü bir gelişim söz konusu.

Oysa istediğimiz bunun tam tersiydi değil mi? Kuvvetli bir büyüme performansına eşlik edecek şekilde, fiyat istikrarını yakalamayı ummuştuk. Gelecek olan OVP'yi o nedenle sadece 2027-2029 perspektifinden değil, tarihsel bütünlüğün neresinde durduğumuza göre de okumak anlamlı olacaktır.

OVP Yıl Sonu Enflasyon Tahminleri



OVP GSYH Büyüme Tahminleri



Kaynak: SBB, TSKB Yeni Ay #99

Yeni Ay Eylül 2026



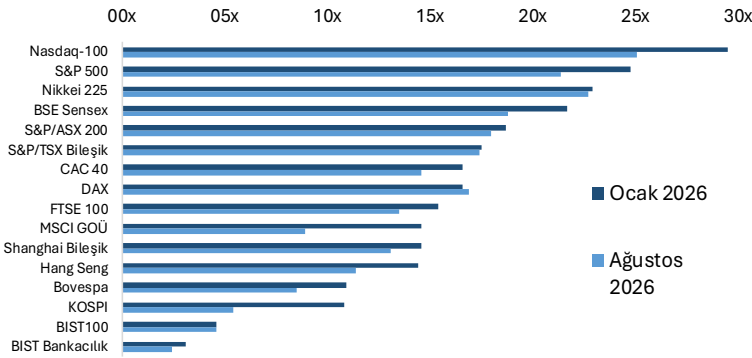
F/K'lar Ne Söylüyor?

Neredeyse 10 yıldır kalkınma bankası iktisatçısıyım. Ama taksimetreyi kariyerimin başından çalıştırdığımızda, yuvarlak hesap 25 yıldır da yatırım bankacısıyım. O nedenle son on yılın her gününü, kalkınma bankacılarının piyasa-dan kopuk olduğu algısını yıkmaya çalışarak geçirdim. Bu aslında epey keyifli bir uğraş. Şöyle ki; kalkınma bankacılarla birlikteysen, sorulmasa bile mutlaka piyasa görüşü veriyorum. Yatırım bankacılarla birlikteysen de bir anda konuyu kalkınma perspektifine getiriyorum. Sağ olsunlar paydaşlar beni artık böyle kabul etti. Ama bu bir hobi değil elbette. İktisaden anlatmak istediğim şey şu: Nasıl ki kamu yararını gözetecek düzenlemeler yapmadan piyasa işletmenin bir faydası yoksa, aracılık hizmetlerini dışlayarak bir kalkınma patikası kurgulamak da mantıksal kaldiraçtan uzak.

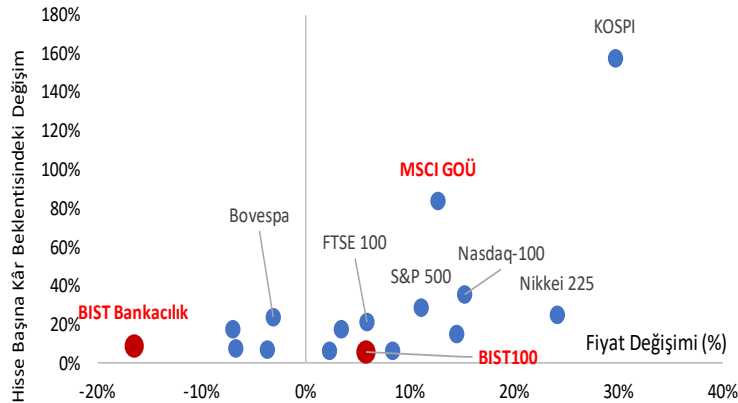
İşte tam bu sebeple Yeni Ay'da ısrarla piyasaları yazıyorum. Fakat bir süredir performans üzerinden gidiyordum. Bu ay ne yazacağımı düşünürken, endekslerin fiyat/kazanç (F/K) oranlarını merak ettim. Anladım ki şubatta patlak veren savaştan bu yana pek bakmamışım. İlk grafik, farklı endekslerin F/K oranlarını savaş öncesi ve sonrası dönem için kıyaslıyor. Hesaplarken son on iki aya ilişkin kârlar yerine önümüzdeki on iki aya yönelik beklentileri kullandım. Bu bir tercih. Gerçekleşme ile bakmanın da artıları var ama ben bugün beklentileri anlamaya çalışıyorum.

Yorumlamaya geçmeden önce itiraf etmeliyim ki, ben F/K oranını hiç sevmem. Belki firma bazında anlamlı ama endeksleri kendi içinde kıyaslamak istediğinizde zayıflıkları olan bir metrik. Enflasyon farkı vb. meseleler işin iyice tadını kaçırıyor.

İleriye Dönük F/K Oranları



Fiyat ve Hisse Başına Kâr Beklentisi Değişimi | Ocak-Ağustos 2026



Bir de F/K düşünce endeks ucuzlamıyor ki! Neden düştüğü önemli. Pay mı düştü, payda mı? Haydaaa, başlıyor Ünüvar parmak hesabına. Benim gibi olanlar varsa diye ikinci grafiği hazırladım. Pay ve paydadaki değişimi burada görebiliriz.

Nasdaq ve S&P 500'ün F/K oranları çok yüksek. Ucuz demek zor. Ama yatırımcıların muhtemelen yapay zekâ gelişmeleri üzerinden kâr beklentileri iyi ve fiyatlar henüz bunu yakalamamış. Japonya ise "ne görüyorsan o" piyasası durumunda.

Bir de ayı piyasası göstergesi kabul edebileceğimiz "Beklentiler iyi ama fiyatlamaya bunu karşılamıyor" durumu var. Brezilya, BIST Bankacılık ve Çin böyle örneğin. Parasal gevşeme gelirse BIST Bankacılıkta hareket görebiliriz. Çin'de ise ben seçili iyimser olmayı sürdürüyorum, aylar alınmasın.

Güney Kore elbette bir vaka. Şu an kimsenin F/K analizi dinlemek istediğini sanmıyorum. Günlük dalgalanma insanda hal bırakmıyor. Sadece şu kadarını söyleyeyim, beklentiye göre değil de gerçekleşmeye göre hesaplarsam F/K'daki düşüş 5 değil, 10 puan. Ben olsam değerlemeye bir daha bakardım.

Ülke değil şirket seçeceğiz diye zaten anlaşmıştık. Ama ben bu F/K'ları sevmedim. Balon vs demiyorum, metot öneriyorum. Hacimli ve likit hisseler, nispeten daha güvenli. Maceraya gerek yok.

Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #99

Kalkınma Günlükleri

Para Verme Sanatı

Küresel sermaye akımlarına dair Yeni Ay'da uzun süre aynı şeyi yazdım: *Mevzu para ise para var muhteremler. Ama mevzu para değil, o paranın sizin ülkenize gelip gelmeyeceği.*

Şimdi bu iş biraz daha çetrefilli hale geldi. Bir tarafta muhterem Bessent var; bilanço üzerinden işler yapmaya çalışıyor. 2008'in parasal genişlemesinin üzerinden 20 yıl geçince, eldeki seviye bize normal bilanço gibi gelmeye başladı. O nedenle bilanço daraltmanın etkisini bence tam konuşmuyoruz. Bessent ve Warsh'u incir ağacına tırmanmaya çalışan çocuklara benzetiyorum. Yeşillik-orman bilmeyen çocuklar, ağaca tırmanmaktan korktuklarında, gözlerine daha kolay görünen incir ağacına tırmanmayı seçerler. Akıllarınca güvenli buldukları bu tercihin sonu deride kızarıklık ve kaşıntıdır. Yani bir dertten sakınırken başka bir dert açarlar başlarına. Bessent ve Warsh da, faizi artırmamak için kendilerine kestirme gelen bir yöntem deniyorlar ama kaşıntısı maalesef hepimizi tutacak.

Bu bilanço işinin üzerine bir de hep bahsettiğimiz mega teknoloji şirketlerinin sermaye talebi geliyor. Buyurunlar havuz problemine... Hem havuz küçülüyor hem de muslukları açtık. Sermaye çekme işi artık daha farklı bir bakış açısı gerektiriyor.

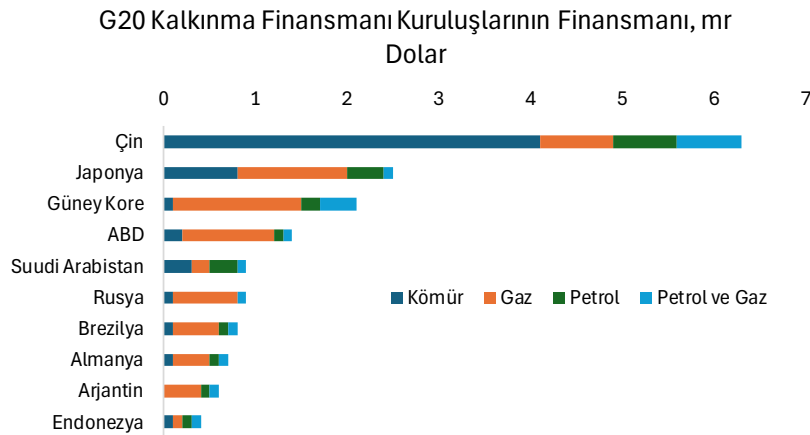
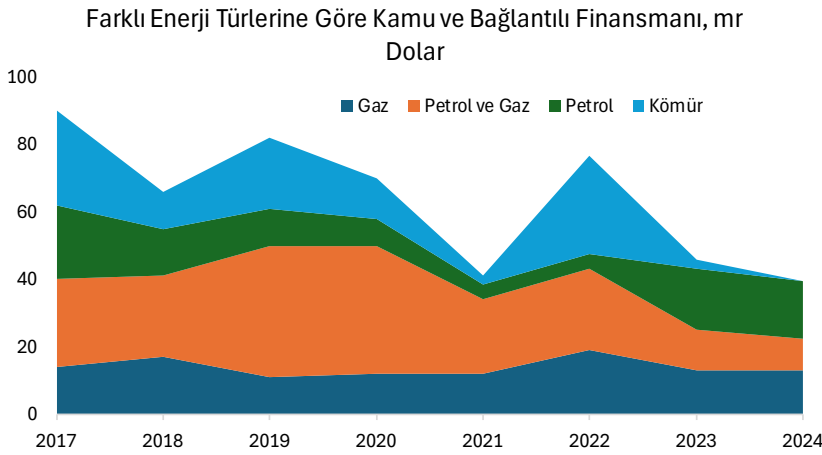
Tam bu dönemde tabii aklımıza kalkınma bankaları ve kalkınma finansmanı kuruluşlarının finansman gücü daha çok geliyor. Bunu daha detaylı yazacağım ama daha önce yazdığım için hatırlayacaksınız, bu grup zaten küresel yatırımın %10'unu finanse ediyor. Dolayısıyla belli bir para var, inkâr edilemez.

Lakin finansmanın nereye gittiği de önemli. İlk grafik finansmanın içinde kömürün payının azaldığına işaret ediyor. Ama petrol ile gaz devam ediyor.

Yakın zamanda yayımlanan bir çalışma kalkınma bankaları arasında da hâlâ kömür finansmanı sağlayanlar olduğunu gösteriyor. Çin, Japonya ve Güney Kore, kömür finansmanına devam ediyor. Öte yandan temiz enerjiyi en fazla finanse edenler ise Brezilya, Hindistan ve Çin. Çin'in tezatlar dünyası burada da ortada.

Eldeki veriler, kalkınma bankaları ve kalkınma finansmanı kuruluşlarının şu ana kadar zaten yıllık 37 milyar dolarlık bir yenilenebilir enerji finansmanı sağladığını gösteriyor. Ama yine aynı çalışmalara göre bu rakama yıllık olarak en az 28 milyar dolar daha eklenebilir.

İşte burada para verme sanatı giriyor devreye. Para hâlâ var ama artan şekilde kalkınma finansmanı bu havuza sokulacak. Peki o paranın gitmesi gereken yere gideceğinden nasıl emin olacağız? Uluslararası düzenleme bekleyin. Burası ülkelerin kendilerinin destekleyeceği alan. Daha çok konuşmamız gerek, konuşalım.



Kaynak: OilchangeInternational, TSKB Yeni Ay #99

Referanslar:

- ~ <https://www.ekonomigazetesi.com/kose-yazisi/o-vp-bu-vp-su-vp-86338>
- ~ <https://greencentralbanking.com/2026/07/29/the-overlooked-banks-that-could-power-the-renewables-revolution/>
- ~ https://oilchange.org/wp-content/uploads/2026/07/Untapped-Potential_Report.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 Arařtırmalar

ekonomikarastirmalar@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO 81

FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE

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

