



Yeni Ay

Şubat 2026

#92

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

Direktör—Başekonomist

Düşüyoreeee!

Başlık çocuklarımın oynadığı bir oyundan. Balonu düşürmeden uzun süre havada tutmaya çalışıyorlar. Bunu yaparken ne kadar heyecanlandıklarını ve eğlendiklerini izlemek büyük keyif. Ama ya biri yoruluyor ya diğerinin dikkati dağılıyor ve o balon illaki yakalanamayan bir yere gidiyor. O zaman da birleşip bağırıyorlar: Düşüyoreeee!

Ben de yakın zamanda kendi zirvelerinden sırasıyla yaklaşık %20 ve %40 düşüş kaydeden altın ve gümüş fiyatlarındaki hareketi izlerken tam olarak bu oyundaki gibi hissettim. Kim inkâr edebilir ki? Düşüyoreeee!

‘Ne oldu?’ meselesine derin giremeyeceğim. Ama hayır, tek konunun piyasanın yeni Fed başkanını bir miktar şahin görmesi olduğunu düşünmüyorum. Ne para politikasıymış arkadaş, beklentilerdeki değişiklik sadece emtiayı etkiledi, öyle mi? Olabilemez. E bir de Çin’de emtia piyasalarında yaşanan ve 1 milyar yuanlık kayıp yaratan mesele var. Sebep o mu? Bence tek sebep o da olabilemez.

Bunların “Hiç etkisi yok.” demiyorum elbette ama bu iş biraz benim çocukların balonu gibi... hem atana hem tutamayana birlikte bakmak gerek. “Eeee ne demek şimdi bu?”. Şu demek muhteremler: Altının yükselişini destekleyen temel bir hikâye vardı ve bu hikâye bence hâlâ altının değerli kalmasını destekliyor. Lakin yükselişin ne kadarı bu hikâyeden geldi, işte onu bilmek mümkün değil. Çünkü fiyat artışının bir bölümü “Çok çıktığına göre, daha da çıkar herhalde, dur ben treni kaçırmayayım.” diyen yatırımcıdan kaynaklandı. Aynı şey bence gümüş için de geçerli. Çıkarken neden çıktığı tam anlaşılmadığında, düşerken neden düştüğü de soru işareti olarak kalıyor.

O nedenle ben anlatırken “Dönüşümün varlıkları” demeyi tercih ediyorum. Yeşil dönüşüm, teknolojik dönüşüm... Dünya ekonomisinin içinden geçtiği dönüşümde hangi emtialar girdi olacak? Bu soruya yanıt aramak daha başarılı bir metal portföyü yapmayı sağlayacaktır. Piyasa iniyor-çıkıyor diye kısa vadeli işlem yapılır elbette ama orta vadeli karar verilmez. Çünkü görüldüğü gibi “beş dakikada değişir bütün işler!”.

~ 3 Şubat — TÜFE- ÜFE

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

~ 5 Şubat—Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Kararı

Lagarde’in basın toplantısı önemli olacak.

~ 6 Şubat

Deprem felaketinde yitirdiklerimizi saygı ve rahmetle anıyor, afet hazırlıklılığı konusunda çalışma kararlılığımızı koruyoruz.

~ 12 Şubat— TCMB Enflasyon Raporu

Ayın en önemli olayı.

~ 18 Şubat — Fed Para Politikası Kurulu Tutanakları

Okumak gerek.

~ 24 Şubat—Çin Merkez Bankası

Meraktan... 1 ve 5 yıllık faiz açıklaması.

Yeni Ay Şubat 2026



Dilek Ağacı ile Kristal Küre Arası Bir Yer

Blinder, 2022 tarihli makalesine Ayı Yogi felsefesi adını verdiği bir yaklaşımdan alıntı ile giriş yapar ve "Tahmin vermek zordur, özellikle de gelecekle ilgili..." der. Bu yarı şaka-yarı ciddi giriş, aslında Blinder'in öngörü meselesinin ciddiyetle yapılması gerektiğini vurgulama şekli. Kibar adam tabi, "Sallamayalım muhteremler!" demek istemiyor. Makalenin kalanı, Blinder'ın para politikası iletişiminin geleceğine dair 6 kehanetini içeriyor; kristal küre başlığı da zaten buradan geliyor.

Keşke zaman olsa da konuşsak ama mümkün değil. O nedenle ben şimdi tek tek bu kehanetleri yazmayayım. Genel olarak Blinder, para politikasının öneminin giderek artacağı yönünde bir tez öne sürüyor. Bence haklıydı ve hâlâ haklı. Para politikası iletişimi önemli bir mevzu. Lakin sanıldığı kadar kolay bir mevzu değil. Daha açık söyleyeyim, bizde genellikle para politikası iletişimi, faiz kararlarının kamuoyuna duyurulması ile karıştırılır. Oysa ki, iletişim de faiz gibi bir para politikası aracıdır. Duyuru başka (bambaşka) bir konudur.

İletişimin zamanlaması, mecrası, seçilen-seçilmeyen sözcükler, iletişimi kimin yaptığı... Hepsi ama hepsi önemlidir ve fark yaratır. Yok yok, sadece ABD'de değil, pek çok ülkede. Hani, para politikası iletişiminin sadece ABD'deki piyasa oyuncularında karşılık bulduğunu düşünen varsa diye diyorum. Türkiye'de de TCMB'nin para politikası iletişimi için yer vardır ve bunu anlayıp doğru yorumlayacak piyasa oyuncuları bulunmaktadır. TCMB'nin para politikası iletişimini sayısallaştırdığım ve getiri eğrisi üzerindeki etkisini gösterdiğim makalemi (yine) referanslara ekledim.

Ama tabii siz, neden Yeni Ay'ın son sayısında yazdıklarımı tekrarladığımı merak ediyorsunuz. Doğrudur, geçen ay yazdığım "Bir Tutturamama Hikayesi"nde de bunlardan bahsetmiştim. Anımsamayanlar için: TCMB'nin Aralık'ta 150 baz puan yerine 100 baz puan faiz indirimi yapması gerektiğini söylemiş ve tutturamamıştım. TCMB, adım küçültmeyi benim önerimden bir ay sonra yani Ocak'ta yaptı, bizim ve piyasanın 150 baz puanlık beklentisinin altında, 100 baz puanlık bir faiz indirimi geldi. İndirim kararının açıklandığı duyuruda ise temel bir değişiklik yapılmadı. Ah! Oysa ben iletişimde de değişiklik öneriyordum. Fakat belki bu önerim de bir ay gecikme ile tutar umuduyla şimdi gözümü 12 Şubat'ta dinleyeceğimiz Enflasyon Raporu'na diktim. Çok önemli bir iletişim fırsatı.

Şu altta çiçek gibi açan grafik aslında meseleyi netleştiriyor. 20 yıllık açık Enflasyon Hedeflemesi rejiminin 17 yılını da hedefi tutturamamışız. Üstelik yıllık enflasyonumuz, açık enflasyon hedeflemesine başladığımız güne göre 23 puan yukarıda. TCMB'nin ikna etmesi gereken bir kitle olması hiç de şaşırtıcı değil. O nedenle Enflasyon Raporu için iletişim önerilerim temkinli değil şahin olacak.

~ Enflasyon tahmininde riskin yukarı yönlü olduğunu kabul et.

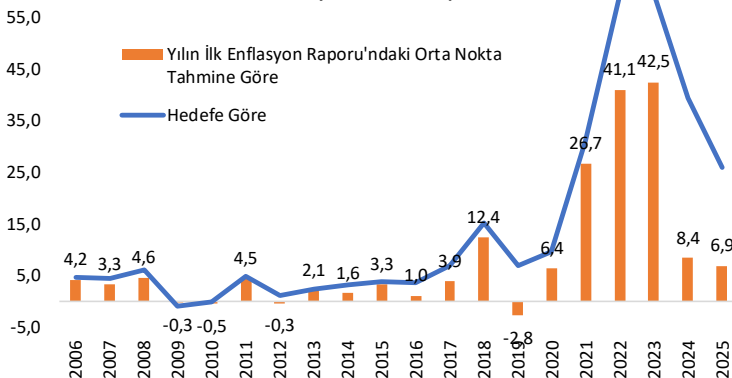
~ Bu yukarı yönlü risk gerçekleşmesin diye adım atacağına dair piyasayı ikna et.

~ Her Para Politikası Kurulu toplantısında faiz indirimi olmayabileceğini açık açık söyle ki beklentilere dahil edilsin.

~ Toplam talebin (varsa) dezenflasyonist etkisi konusunda detaylı bir kutu yap.

Ayı Yogi'nin bahsettiği tahmin zorluğu baki. Lakin benim ısrarım da öyle. 12 Şubat'ın tekrarı olmayacak. Bu fırsatı kaçırmamak dileğiyle...

Yıllık Enflasyondaki Sapma, % Puan



Kaynak: TCMB, TSKB Yeni Ay #92

Yeni Ay şubat 2026



Yatırım Değil Anlatım Tavsiyesi

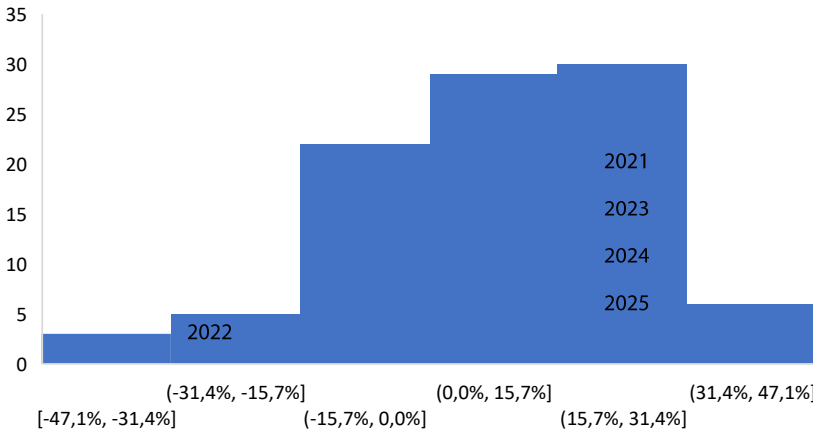
Herhangi bir finansal varlık ya da piyasa dümdüzünden iniyorsa ya da çıkıyorsa hiii keyfi yoktur muhteremler. Muhabbet iyi değildir orada. “Daha çıkar mı?” ya da “Daha düşer mi?” sorusuna verilecek yanıt ne kadar uzatılabilir ki? Napolyon’a atfedilen “Yükselmenin sınırı vardır ama düşmenin yoktur.” sözü böyle dönemlerde benim için iyi bir kurtarıcıdır ve laf genellikle orada biter.

E tabii şimdi siz soracaksınız: Yakın zamanda gümüşte ve altında geręekleşen hareket sonrası mı bu sözü anımsadın? Dürüst olmak gerekirse hayır ama tabii kısacık o konudan da bahsedeyim. Gümüşte bir düzeltme bekliyordum. O düzeltme gelmedikçe mahcup olduğum doğrudur lakin fikrimi de değiştirmemiştim. O nedenle gümüşte pek bir şaşkınlığım yok. Lakin altında bu kadar keskin bir düşüş öngörmemiştim. Güvenli liman böyle mi olur arkadaş?

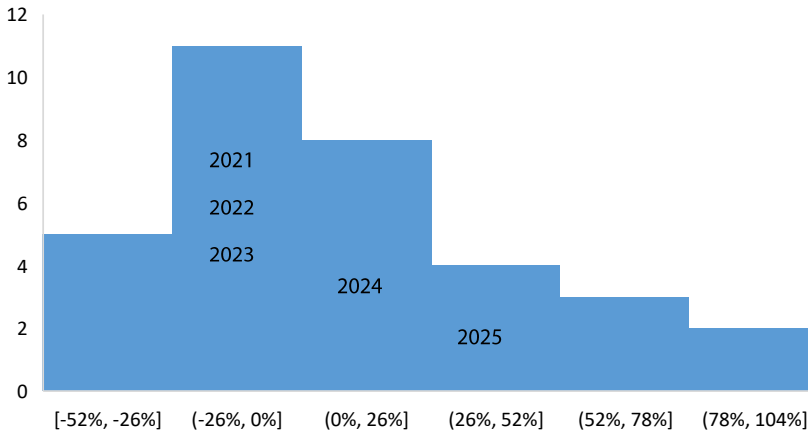
Yine de hemen ekleyeyim, küresel ekonomide altını diri tutacak yeterince belirsizlik olacak.

Mecburi girişi yaptıktan sonra ben aklımdaki mevzuya geçeyim. Ne olacak bu S&P’nin hali? Endeks şu an 7000’in altında ve 7500 seviyesine gelmesi bekleniyor; yani %8’in biraz altında bir getiri. S&P’nin fiyat/kazanç (F/K) oranı 27 civarında. Benzetmek gibi olmasın, Arjantin borsası ile aynı :) Yok yok, ben de benzetmiyorum zaten ama bizim işte veriye girip bu detayları yakalamazsak da zaman geçmiyor muhteremler.

S&P 500 Yıllık Getirilerinin Dağılımı, %, 1931-2025



MSCI Çin Getirilerinin Dağılımı, % (1993-2025)



Demek ki F/K karar vermek için ölçüt değil. Elbette satın alma kararında ucuz-pahalı dengesi önemlidir. Ancak ben hep “Bu yatırımın hikâyesi ne?” sorusu ile başlarım işe. Bu açıdan baktığımda ABD için hem iyi hem kötü unsurlar barındıran canlı bir hikâye görüyorum. Açıkçası S&P portföylerde yerini koruyacak gibi geliyor bana.

Ama bir de Çin var. Onu unutmayalım. Grafikler S&P500 ve MSCI Çin endekslerinin yıllık getirilerinin dağılımını gösteriyor. Bulabildiğim en uzun zaman serisini kullandım iki endeks için de. Son 5 yılın getirisinin hangi grupta kaldığını da grafikler üzerinde işaretledim.

Bu iki ülke de küresel teknoloji yarışını sırtlayan ülkeler. Biri oyundan düşmediği sürece, ikisi birbirini beslemeye devam edecek. Ocak ayı performanslarına bakarsak, sene başından bu yana S&P500 %1,4, MSCI Çin ise %5 yükselmiş. Piyasa hikâye arıyor ve fiyatlanmamış merak ediyor. Ben, 2026’nın Çin varlıkları için ilginç bir yıl olacağını düşünüyorum. Yatırım tavsiyesi değil, anlatım tavsiyesidir...

Kaynak: Bloomberg, TSKB Yeni Ay #92

Kalkınma Günlükleri

Ayinesi "İş"tir Ekonomi Politikalarının

Bunu yazmasam olmayacaktı. Yakın zamanda Dünya Bankası'nın internet sayfasına girenler iş yaratımı ile ilgili bir çalışmayı görmüşlerdir. Arka planda farklı ülkelerden çalışan insan manzaralarının olduğu bir videonun üzerinde, istihdam; umut, dayanıklılık ve dik bir duruş sağlar diye çevirebileceğim bir cümle yanıp sönüyor. (Beni en çok etkileyen "Jobs create dignity" cümlesini, "İstihdam dik duruş sağlar." diye çevirdim, bilmem ki olmuş mu?)

Malumunuz, Birleşmiş Milletler tanımıyla aslında biz sadece basitçe "iş" deyip geçmiyoruz ve "insan onuruna yaraşır iş" diye altını kalın kalın çiziyoruz. Bu kısım önemli muhteremler. Dümdüzünden istihdam yaratmaktan bahsetmiyoruz. Tam da Dünya Bankası'nın tarif ettiği gibi, insana umut olan, dik durmasını sağlayan bir istihdam bizim istediğimiz.

Önümüzdeki 10 yılda, dünya genelinde 1,2 milyar kişi çalışma çağına gelecek. Küresel durumu bilmek önemli. Çünkü tersine küreselleşmenin konuşulduğu bir dünyada başka ülkelerin istihdam piyasalarını yönetmek için alacakları kararlardan hepimiz etkileneceğiz. Ve bu kararlar para politikası değil, sanayi politikası kararları olacak.

Burayı açmak isterim. Örneğin ABD Merkez Bankası Fed'in çifte görev tanımı içerisinde fiyat istikrarı olduğu gibi "maksimum istihdam" da vardır. ABD'de tarım dışı istihdam verileri açıklandığında gözümüzün ekrandan ayrılmamasının nedeni bu. Lakin iş yaratımı para politikası ile olacak şey değil. Para politikasının yaptığı, istihdam piyasaları üzerindeki döngüsel hareketi etkilemek olabilir en fazla. Demek ki bize para politikasından daha fazlası lazım.

Bir yandan dünya yaşılanıyor diyoruz, diğer yandan da 1,2 milyar kişinin çalışma çağına gireceğini. Buna bir de yaşanan teknolojik devrimi eklediğimizde, iş yaratımının sadece bir sayı meselesi olmadığı daha net görülecektir. Yeni işler, yeşil işler, kalıcı işler yaratmamız gerekiyor. Bu da sanayi politikalarının daha etkin kullanılmasını gerekli kılıyor. Dünya Bankası buna "iş yaratım ekosistemi" diyor. Altındaki şekil bu ekosistemi gösteriyor.

Bu şekil bize, iş yaratımının öyle gelişine vurarak başarılacak bir şey olmadığını da söylüyor. Haliyle, sanayicinin konuyu sadece ve sadece para politikasına, ücrete, kura bağlamasının yetmeyeceğini bize hatırlatıyor.

Tam buraya bir Burcu Ünüvar klasiği gelsin mi? Gelsin: **Sosyal medyada metrekareye bin tane merkez bankası başkanı düşünüyor ama dünya ekonomisine dair konuşulması gereken çok sayıda başka konu da var.** Paydaşlarımızın sanayi politikalarına daha çok zaman ayıracağı dünyada, bizim de yolumuz farklı olmamalı.

Temeli sağlam kur

Sağlık, okullar, ulaştırma, dijital altyapı, enerji sistemleri

İş yapma ortamı iyi olsun

İş hukuku, iflas hukuku, toprak hukuku vb

Özel sermayeyi mobilize et

Sermaye, risk yönetimi araçları, uzlaştırma hizmetleri

Referanslar:

- ~ [Through a Crystal Ball Darkly: The Future of Monetary Policy Communication](#)
- ~ [Wordle for Central Bankers: Separating Impact of Words and Actions Under High Inflation– The Case of Turkey: Eastern European Economics: Vol 60, No 5](#)
- ~ <https://www.worldbank.org/ext/en/jobs>
- ~ <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-seek-to-achieve-through-monetary-policy.htm#:~:text=The%20Federal%20Reserve%20works%20to,the%20Fed's%20%22dual%20mandate.%22>

Yeni Ay'ın Geçmiş 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 yatırım bankacılığı faaliyetleri kapsamında, kişisel kullanıma yönelik olarak ve bilgi için 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.

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. hiç bir sorumluluk kabul etmez.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



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

