



Yeni Ay

Ocak 2026

#91

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

Direktör—Başekonomist

2026'da Ne Olmayacak?

Buyursunlar efendim 2026'nın ilk iş gününe!

Bir yandan "Nasıl yedik koca 2025'i!" duygusu, diğer yandan yepyeni bir yılın belirsizliği, heyecanı. Malumunuz, geçen gün ömürden! Kaçış da yok, yazıyor taksimetre! Yılları piyasalar üzerinden okumaya kalkanlar için, bir yıl dört mevsimden çok daha fazlası. Bu yıl da yine öyle olacak. Şüpheniz olmasın.

Ben yine başlığı "Ne Olmayacak?" diye attım, adet yerini bulsun. Ama biliyorsunuz böyle söylememin nedenleri var. Sosyal medyada metrekareye yüz tane dünya ekonomisi uzmanı, bin tane Fed başkanı düşünüyor. Bilgi ile gürültü arasındaki fark silikleşiyor. Böyle bir durumda da ne olacağına değil, ne olmayacağına odaklanmak sesimizi duyurmak için en doğru alan olarak kalıyor.

Yıllık geleneksel Yeni Ay girişimden sonra, buyurun 2026'yı konuşmaya başlayalım:

- ~ ABD-Çin dengesi, üzerinde en çok düşünmemiz gereken mesele. Şimdilik görünen, tarife artışının ABD'ye zarar vermediği. İzninizle ben o noktada temkinli olacağım. Tarifelerin ve ABD'nin tuhaf göçmen politikasının arz zincirinde yaratacağı sorunların özellikle 2026'nın ikinci yarısında enflasyonist olabileceğini düşünüyorum. Büyüme deseniz ayrı sıkıntı.
- ~ Çin, eski usul büyüme ölçümlerinde kendini düzeltemeyecek. Ama etkisini tam ölçemediğimiz ve bu nedenle büyüme rakamına yansıtamadığımız teknolojik yatırımlar bence epeyce alan yaratıyor.
- ~ S&P gider mi? Gider. Lakin vadeniz 5 yıl değilse bence "al-unut" yapmayın. Ha bir de, şirket hikayesini takip edin muhtemler, ülke hikayesini değil.
- ~ Çin endeksleri benim ilgimi çekiyor. Zor konu ama bence hikayesi güzel.
- ~ Japonya sıkıntı çıkartacak. Piyasalar için artısı da var eksisi de ama çalkantısı bol olacak.
- ~ Türkiye'de enflasyonla mücadele önceliği devam edecek, etmeli. İndirim dozuna ve maliye politikasına dikkat.
- ~ Memlekette sadece enflasyonu konuşmak olmaz. Çin'in dış ticarete pazarlarımıza etkisini acil konuşmamız gerek.

Adet yerini bulsun 2026'da ne olmayacağını da yazayım: Kısa vade, orta vade için gösterge olmayacak. Dış ticarete değişimler eskisi gibi yavaş olmayacak. Gözümüzü Asya'dan ayırmaya fırsat olmayacak. Eeee bu kadar karışıklık içinde, bence Yeni Ay okumadan geçen ay da olmayacak (Öhöm öhöm!).

Haydi bakalım 2026! Buradayız!

~ 5 Ocak — TÜFE- ÜFE

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

~ 19-23—Davos Ekonomi Forumu

Jetler ve kürkler hazır mı?

~ 22 Ocak — TCMB Para Politikası Kurulu Kararı

İndirim geliyor. Temkinli adımlar daha iyi olur.

~ 23 Ocak — Japonya Merkez Bankası Faiz Kararı

Mevzu enflasyon değil ama yine de anlat be BoJ!

~ 28 Ocak—Fed Para Politikası Kurulu Kararı

Ay içinde veri görmeden yorum vermem, veremem.

Yeni Ay
Ocak 2026



Bir Tutturamama Hikayesi

Başlık sizi yanıltmasın. Birazdan okuyacaklarınız , yüksek lisans – doktora tezlerini ve uluslararası akademik makalelerini para politikası üzerine yazmış bir iktisatçının (benim) tutturamama hikayesidir. TCMB'nin ara hedefini tutturamama ihtimali ile ilgili değildir.

Hikayemiz, 8 Aralık'ta TCMB'nin 150 baz puan (bp) faiz indirdiği toplantıdan bir gece önce, sosyal medyada paylaştığım bir beklenti ile başlıyor. Tek toplantı için tahmin yapmak yerine 4 aylık bir yol haritası paylaşmıştım. İlk durak da Aralık PPK kararı idi. Tablo, önerdiğim yol haritasını gösteriyor.

Tarih	Önerim
11.Ara.25	100 bp indirim ve PPK notu içerisinde yapılacak değişiklik ile 2026'da her toplantıda faiz indirilmeyebileceğinin sinyalinin verilmesi
22.Oca.26	Pas
12.şub.26	Enflasyon Raporu'nda sıkı bir iletişim
12.Mar.26	İndirime başlanması

Madem beklentimi / önerimi yazdım, TCMB'nin ne yaptığını da yazayım. Benim 100 baz puanlık beklentime karşılık politika faizini 150 bp indirdi. PPK notunda aylık enflasyon gerçeşleşmelerini güncellediği paragraf dışında nokta, virgöl değiştirmede. Yani, tahminim ile TCMB'nin hareketi hiiççç örtüşmedi

(Tebrikleri kabul ediyorum.). Lakin benim de fikrim değişmedi. Arz edeyim:

Para politikası sürprizi dediğimiz bir şey var: Piyasanın beklediği ile merkez bankasının verdiği tepki arasındaki fark. Piyasa gerçeşleşmeye değil bu sürprize tepki verir (Kuttner,2001, Gürkaynak vd 2005). Örneğin piyasa 150 bp faiz indirimi beklerken 150 bp indirdiğinizde piyasa tepkisi olmaz; çünkü beklenen gerçeşleşmiştir. 150 bp indirim beklenirken 100 bp indirdiğinizde ise "sıkı" bir sürpriz yapmış olursunuz.

Enflasyon beklentileri bozulduğuunda sıkı ve temkinli mesaj vermek gerekir. Bunu, aylık enflasyonun beklentilerin altında geldiği bir zamanda yaparsanız, etkisi çok olur. Daha da etkili olsun diye 2026'da her toplantıda faiz indirmeyebileceğinizi de iletişime eklerseniz, işin ciddiyeti artar. Örneğin bu son söylediğimi Fed para politikası metnine sadece 5 sözcük ekleyerek geçen ay yaptı ve elini kuvvetlendirdi. Çünkü para politikası iletişimi, alınan kararın kamuya duyurulması değil, tıpkı faiz gibi bir para politikası aracıdır. Bir not: Para politikası iletişimi sadece ABD'deki ekonomistlerin ve piyasaların anladığı bir mevzu değildir. Türkiye'de de zamanında para politikası iletişimi getiri eğrisini şekillendirmekte başarılı olmuştur (Ünüvar, 2022).

Önerdiğim yol haritası piyasaya anlamlı bir sıkılaştırma veriyordu. Hesabını yapalım: Aralıktaki 100 bp'lik indirimin ardından bir sonraki indirim 12 Mart'ta gelecek ,yani 3 ay boyunca politika faizi sabit kalacak. Ama bu sırada hem enflasyon primi hem de risk primi (haliyle ikincil piyasadaki faizler) gerileyecek ve şüphesiz enflasyon beklentileri iyileşecek. TCMB bu yolu seçmedi. PPK notunda temel bir değişiklik yapmaması da piyasanın 2026'da her toplantıda indirim beklemesine neden oldu. Hatta piyasa enflasyon tahmininin yükseltilmesini de bekliyor. Aralık enflasyonuna göre bu beklenti son şeklini alır; izleyeceğiz.

Oysa benim bildiğim, faize göre tahmin belirlenmez, hedefe göre faiz belirlenir. Nasıl anlatsam? Sağlıklı yaşam hedefi koyup yeni bir takım elbise aldınız. Spor-diyet, sonunda gireceksiniz o takım elbisenin içine. Ama iştahı kesip spor yapmak zor gelince takım elbiseyi iade edip yerine daha büyük bedenini alırsanız o işin adı artık "hedefleme" olmaz. Piyasadaki bu algıyı kırmak gerek. Beklentileri iyileştirmek ve ara hedefe yaklaşmak için tek yol budur, öyledir.

Tahminim tutmadı diye fikir üretmekten vazgeçerim mi sandınız? Tabii ki vazgeçmedim, vazgeçmem. O fiyat isticrarı buraya gelecek!

Yeni Ay Ocak 2026



Uçmayalım Anjin-San

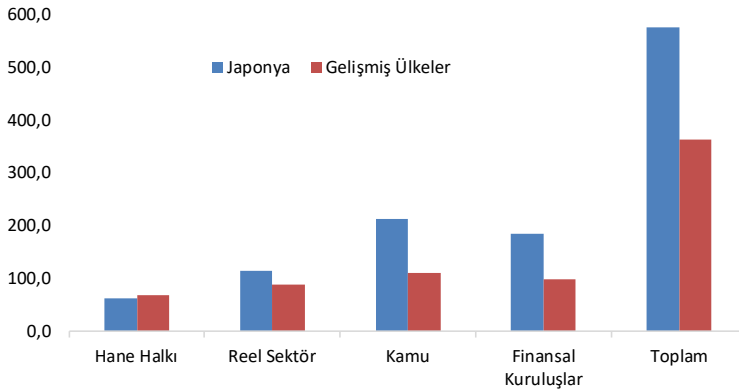
Başlığın ne kadar kötü bir espri barındırdığını anlayanların çoğunun yaşa bağılı şeker ya da kolesterol sorunu olduğuna eminim ama ispat edemem. Gençler ve genç kalanlar için ise açıklama: Evet konumuz Japonya.

Biz; yani tek kanallı televizyondan Shogun dizisini izleyenler (ve sonrasında merak edip Japonya'yı ziyaret eden ilk İngiliz olan William Adams'ın hayatını okuyanlar), Anjin-San'ın "pilot" olduğunu biliyoruz. (Başlıktaki uçak esprisi de buradan geliyor.). Dizinin benim için bir özelliğı de Japonya'yı hep uzak ve farklı olarak konumlandırmasıydı. Maalesef yıllar içinde Japonya'ya dair bilgimdeki değışim sınırlı oldu. Japonya gidip görmediğim (ama ziyaret etmeyi çok istediğim) ve iktisaden takip ettiğimde de hep zor bulduğum bir coğrafya.

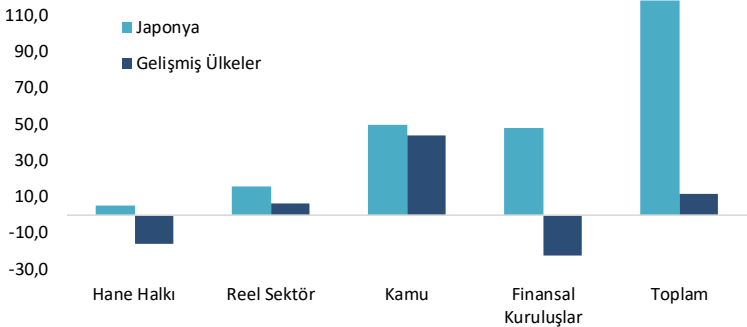
Yeni Ay'ı yazarken bundan önce Japonya hakkında ne anlatıyordum diye düşündüm kendi kendime. Nüfusu yaşlanıyor, tamam. Bir zamanlar önde olduğu elektronik alet ve araba üretimi konusunda köprü'nün altından çok sular aktı, o da tamam... Aaa tabii bir de Japon ev kadınları ve řu ünlü Bayan Watanebe'nin önlenemez carry trade işlemlerini de anlattım, doğru. Düşündükçe buluyor insan, Japon Yeni ve ABD Doları arasındaki ilişkinin patladığı yıl 2024 müydü? Bir de onu anlattım.

Hepsi manşet haberlerdi. Ağırlıklı olarak getiri farkı çevresinde kurgulanan makro vaziyetler. Lakin artık Japonya'da işler biraz daha sıkışık. Daha açık konuşayım. 2026'nın potansiyel kaza-bela listesine bence Japonya adını kuvvetli bir aday olarak yazdırıyordum.

Borç / GSYH (%), 3Ç2025



Borç / GSYH Oranındaki Değışim, 3Ç2025-3Ç2007, % Puan



Japonya en çok olası faiz artırımları üzerinden anılıyor piyasa raporlarında. Çünkü dedim ya, yıllardır hikayesi getiri farkı. Böyle olunca da sürekli enflasyona ve tahvil fiyatlamalarına bakılıyor. Doğru ama eksik bir yaklaşım. Japonya'daki hikaye borç. Derseniz ki "E tamam bu da çok konuşuldu Ünüvar." benim buna bir itirazım olmaz. Lakin sadece şunu hatırlatır kenara çekilirim: Fiyatlama ağırlıklı para politikası hareketi üzerinden yapılıyor. Ama meselenin borç olduğu yerde kerteriz bu olmamalı.

Tane tane diyeyim derdimi. Japonya'da enflasyon artışına karşılık para politikası sıkılaşması var. Buna karşın borcun yüksekliğı (ve uygulanan maliye politikası) verim eğrisinin uzun ucunu yüksek tutmaya devam ediyor. Burayı para politikası sıkılaşması ile düşüremezsiniz. Çünkü uzun vadede mevzu enflasyon primi değıl, borcun getirdiğı risk primi.

İlk grafik Japonya'da borcun benzer ülke ortalamasına göre ne kadar yüksek olduğunu gösteriyor. İkincisi ise borcu kimin tuttuğuna göre 2008 krizinden bu yana değışimi, yine kıyaslamalı olarak aktarıyor. Finansal kuruluşlara dikkat!

Borcu eritmenin bir yolu da enflasyondur muhteremler. Belki de Japonya'daki para politikasını bu gözle bir daha düşünmek gerek. Uçmadan!

Kaynak: IIF, TSKB Yeni Ay #91

Kalkınma Günlükleri

AI+

Ekim ayında IMF-Dünya Bankası toplantıları dönüşünde “Sanırım yapay zekâyı konuşmasının içinde geçirmeyeni dövüyorlar.” diye yazmıştım, hatırlar mısınız? Bu hem bir tespit hem de eleştiriydi. Çünkü bence konuşan çok ama gerçekten bu işi bilen az.

Tabii “Kimin yapay zekası?” diye sormak da gerekiyor. Afrika hala elektrik erişiminde sıkıntı yaşarken, onların yapay zekâ gündemi ile ABD’nin ya da Çin’in yapay zekâ gündemi aynı olabilir mi? Olamaz. O halde IMF Başkanı Georgieva’nın “Yapay zekânın dönüştürücü bir güç olduğu konusunda iyimserim. Ama yapay zekânın dünyayı daha iyi bir yer yapacağı konusunda iyimser değilim.” demesi gayet anlaşılır, değil mi?

Düzenlenmemiş yapay zekâ (ya da herhangi bir teknoloji, herhangi bir piyasa mekanizması) neden durup dururken dünyayı daha iyi bir yer yapsın ki zaten? Kim üretiyorsa, kim satıyorsa onlara çalışır...

Lakin ben bugün size herkesin konuştuğu yapay zekâ ya da dilimize dolandığı şekliyle ey-ay’dan (AI) bahsetmeyeceğim. Konumuz AI+. Aslında ben “Bir AI var, bir de AI+” diyen Chan Mo-Po muhteremin yalancısıyım. Asya finansal piyasalarında önemli bir isim olan Mo-Po, IMF-Dünya Bankası toplantıları sırasında yaptığı bir konuşmada AI+ meselesinin altını kalınca çizdi. Mo-Po’nun AI dediği; buluşlarla, teknolojik gelişimle yapay zekânın geliştiricisi olmak. **AI+ dediği ise yapay zekayı alıp hayatın içinde uygulamak...** İkisi de önemli. (Ben bunu “Lucas büyüme modeli ve teknoloji değişkeni” diye anlatıyordum ama Mo-Po benden daha güzel anlatıyor. O nedenle Ekim’den bu yana AI+ diyorum ben de.)

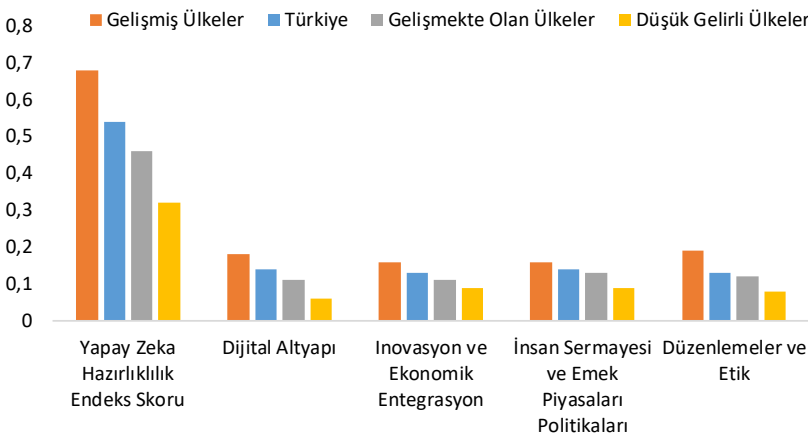
Yapay zekanın yeni bir sanayi devrimi olup olmadığı bana sıkça soruluyor. Yapay zekayı buharlı makineye benzetmekte bence bir sakınca yok. Lakin sanayi devrimi buharlı makinenin bulunması değildi ki. Devrimi getiren şey, buharlı makine gibi icatların yaygın kullanılmaya başlamasıyla, sanayide, emeğin çalışma şartlarında, tüketimde ve üretimde yaşanan değişikliklerdi. Velhasıl, evet meselenin bir kısmı AI teknolojisinde üreten olmak ve buradaki liderlik ABD ile Çin’de. Ama meselenin önemli bir kısmı da teknolojiyi kullanan olmakla ilgili. Bu ikisi kesinlikle aynı şey değil.

Örneğin Microsoft’un yapay zekanın difüzyonuna dair raporunda, geliştirmede liderler arasında olan Çin’in kullanımda geride olduğu görülüyor. Yeri gelmişken söyleyeyim yapay zekanın difüzyonunda Türkiye 147 ülke arasında 68. sırada, birinci ise Birleşik Arap Emirlikleri. O nedenle AI kadar AI+ meselesine de yoğunlaşmak gerek, çünkü ikisi her zaman paralel görünmüyor.

IMF’in yapay zeka hazırlıklılık endeksine göre Türkiye gelişmiş ülkelerin gerisinde, gelişmekte olan ülke ortalamasının da genellikle üzerinde. Kendimizi en ayırtıramadığımız noktaya ise maalesef insan sermayesi ve emek piyasaları. Oysa AI+ tam da burada başlıyor.

Araştırma tembelliğine düşüp her şeyi yapay zeka uygulamalarına sormaktan bahsetmiyorum muhteremler. O iş bana çok ters. Bahsettiğim şey işi dönüştürmek, emeğin güvencesine dokunmadan verimliliği artırmak, rekabeti kuvvetlendirmek. Yapay zekanın “+”sı burada!

Yapay Zeka Hazırlıklılık ve Alt Endeks Skorları



Kaynak: IMF, TSKB Yeni Ay #91

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.
- ~ Gurkaynak, R. S., Sack, B., & Swanson, E. T. (2005). Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements.
- ~ Ünüvar, B. (2022). Wordle for Central Bankers: Separating Impact of Words and Actions Under High Inflation–The Case of Turkey. *Eastern European Economics*, 60(5), 375-392.

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

