

Stratejistin Görüşü

Ekim 2026

‘Süper Zeka Vs. Reel Getiriler’

09.10.2026

Hazırlayan: Uraz Çay

Konular

1. Süper zeka
2. Teknoloji döngüleri
3. CAPEXler ve BACKLOGlar
4. Senin serbest nakit akışın, benim serbest nakit akışım. Biz bir aileyiz
5. Yeni havalı çocuklar
6. Yeni sanayi devrimi
7. Eylül ayında çoklu varlık performansları nasıldı?
8. S&P 500'de boğa piyasası dört yaşında
9. S&P 500'de soluksuz yükseliş mi?
10. Q3 bilanço sezonu beklentileri nasıl?
11. Global bazda 10 yıllık tahvil getirileri
12. Süper zeka tahvil ihraçları ve Fed tutanaklarında yapay zeka (Süper zeka)
13. Finansman maliyetlerindeki artışın ABD'de S&P 500 dışı endekslere etkisi nasıl?
14. Borç risklerini yönetmede iki farklı yol
15. ABD ara seçimleri ve varlık getirileri
16. Eylül ayında Global MB politika faizi kararları: Aralama mı? Döngü mü?
17. BoJ: Yen müdahalesi başarı mı? Başarısızlık mı?
18. Altın: Çin'in konumu
19. Altının 2013 kırılma anında reel getiriler ve Fed etkisi
20. Gümüş: 2027'de arz fazlası?
21. Petrol: Yarın barış olsa bile savaş öncesi fiyatlar görülür mü?
22. Özet

Yapay değil 'Süper' Zeka.

Sosyal Ağ filminden bir kesit (2010):



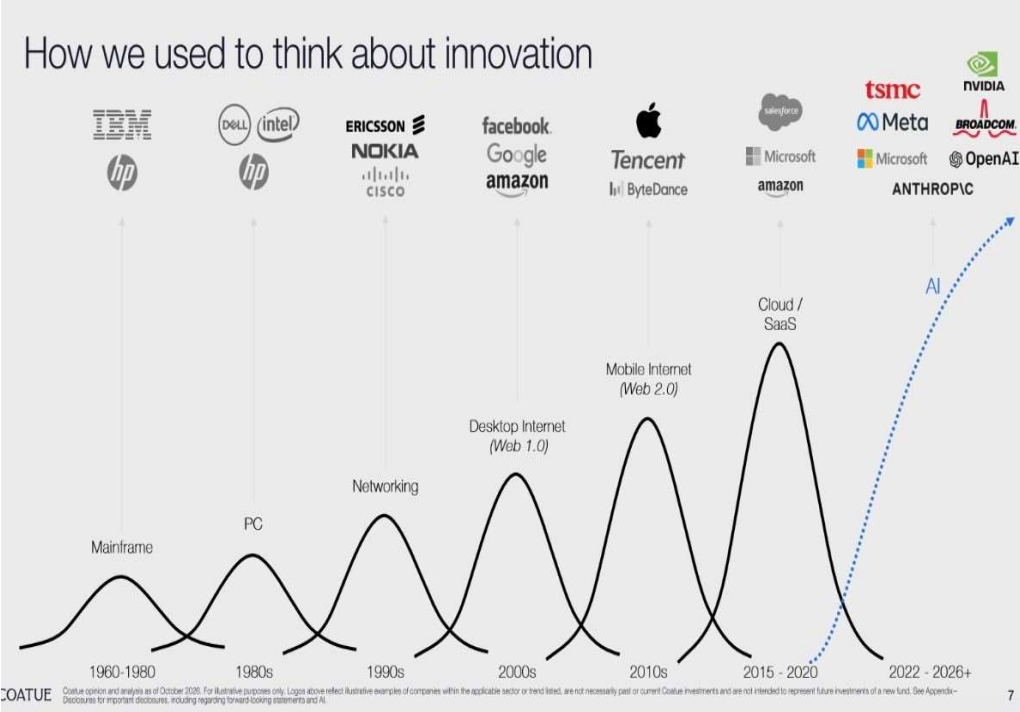
Beyaz Saray – Eylül 2026:



- President Donald J. Trump signed an Executive Order to **replace the term “Artificial Intelligence” (“AI”) with “Super Intelligence” (“SI”)** in the executive branch to recognize the continuously advancing technological frontier and the limitless promise it offers the American people.
- <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2026/09/fact-sheet-president-donald-j-trump-inaugurates-the-era-of-super-intelligence/>
- Trump'ın **yapay zekayı süper zeka ile değiştirdiği** an. Başkanlık kararnamesi imza töreninden bir foto...
- **Teknoloji politikadan bağımsız ilerler.** Tarih boyunca böyle oldu. Olacak. Zaten bu yüzden bazı coğrafyalar çok şanslı. Politika istediği kültürü yaratamaz. Bazı kültürler ise yeni teknolojileri yaratır. Coğrafyasına bağlı...
- Regülasyonlar ve kontrol/denetim mekanizması dışında arada 'pazarlama/satışta' gerekir. Politik taraf (Trump) için biraz daha pazarlama tarafında. Kültür ise etrafında.

Teknoloji Döngüleri

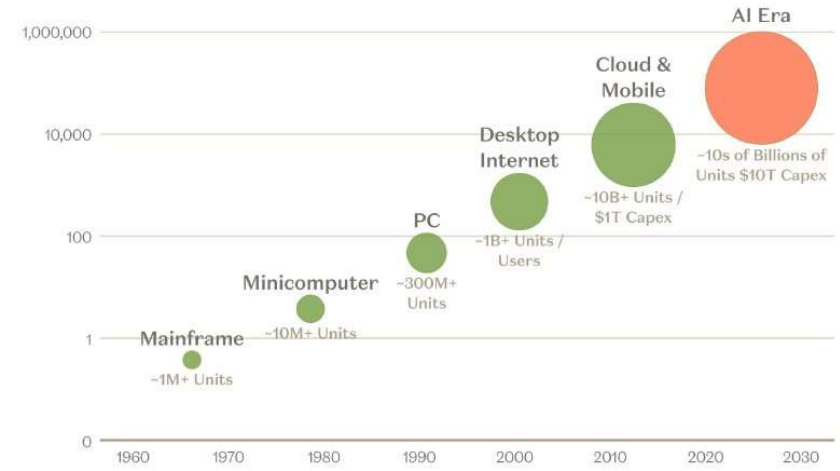
1960-2026+:



Hesaplama döngülerinin yatırım büyüklükleri:

Every Compute Cycle Is Bigger Than The Previous One

Devices / Users (MM in log scale)



AI6ZGROWTH

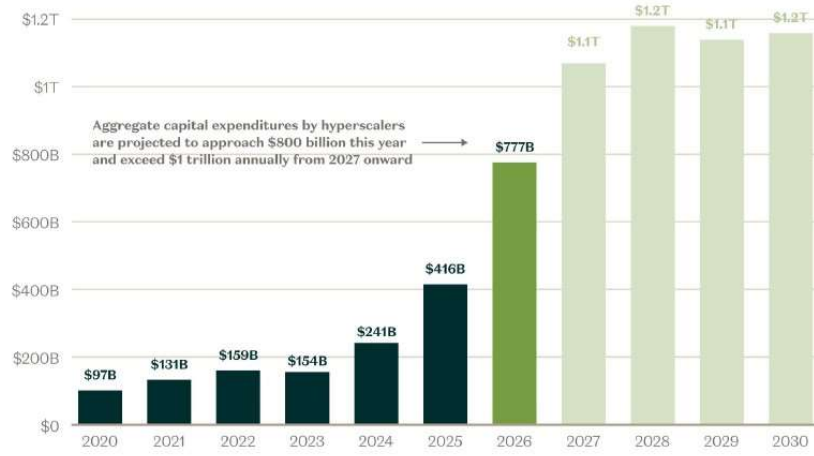
- Süper Zeka (SZ) devrimi geçmiş bir çok teknolojik devrimin/geçişin üzerine inşa ediliyor.
- Her hesaplama döngüsünün yatırım gereksinimi de geçmiş döngüye göre daha fazla oluyor.
- SZ devriminde şimdiye kadar aldığımız veri setleri hem kullanım hem de ticarileşme pozitif.
- **SZ temasında da bir noktada balon oluşacak. O noktaya ise daha uzun zaman var.** Kar satışları/düzeltilmeler zaman zaman olsa da yükseliş trendini bozacak bir yapı temel tarafta mevcutta yok.

Sermaye Yatırımları ve Kontratlı Satışlar

CAPEX (Sermaye yatırımları):

Capex Is A Multi-Trillion Dollar Affair

Hyperscaler capex (actual and consensus est.)



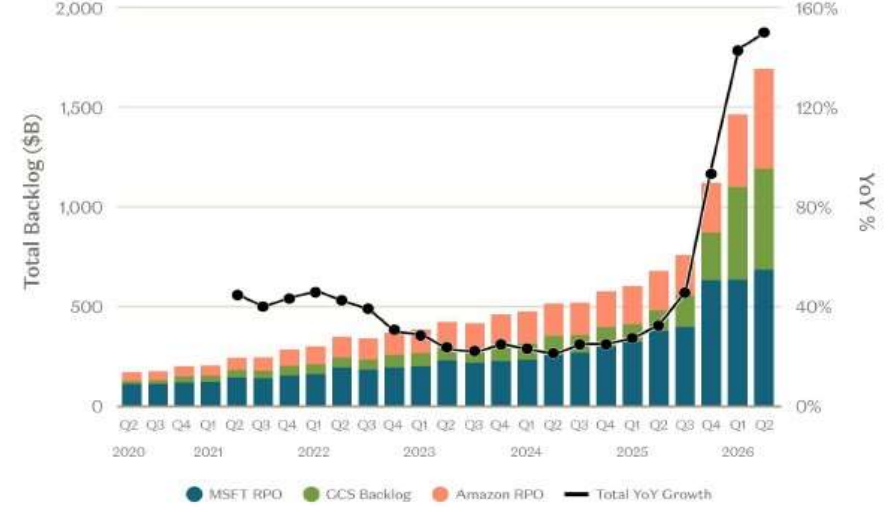
Source: Vanguard calculations, based on data from Bloomberg, as of July 31, 2026. Hyperscalers include Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, and Oracle. Forecasts for 2026 onward reflect Bloomberg consensus estimates.

AI6ZGROWTH

Backlog (Kontratlı satışlar):

Cloud Revenue Backlog Piling Up

Major cloud revenue backlogs, total and yoy



Source: Filings

AI6ZGROWTH

- 2008 krizinin bir sonucu sermayenin uzun vadeli değer yaratan yerlere daha çok ayrılmasıydı. Teknoloji şirketleri de bu görevi çok güzel sırtladı. Çok güzel karlar ve çok fazla nakit üretildi. Daha sonrada **istedikleri getirileri oluşturacak tarzda yeni yatırım projesi bulamıyorlar** diye elde ettikleri karları yatırımcılar ile daha çok paylaşırlar denildi. Paylaştılar da.
- 2022 sonu itibariyle 'istedikleri getirileri oluşturabilecek' yatırım projelerini yüksek hızda fonlamaya başladılar**. Daha da fonlayacaklar. Daha da çok borçlanma araçlarını kullanacaklar. Karşılıksız yatırım yapmıyorlar. Yatırımların satışları çoktan yapıldı. Yapılıyor. Daha da yapılacak.
- Özetle: **Süper Zeka fabrikaları kurmak yatırım gerektiriyor**. 2027-2028 yıllarında da sermaye yatırımlarında hızlı gidişat devam edecek. Operational Excellence riskleri bence fonlama bulma risklerine kıyasla daha yüksek. Capital light modelden capital heavy'e geçiş...

AKYatırım | 30YIL

Aile İçinde Serbest Nakit Akışı Kavgası Olmaz

CAPEX'i yapanlar (Hyperscalers) ve CAPEX'i alanlar (Çip sektörü):

Hyperscaler FCF Has Become Semiconductor FCF

12M fwd FCF, billions



Source: BofA Investment Research, as of 8.30.26. Hyperscalers = amzn, googl, meta, msft, orcl. Semis = nvda, mu, avgo, amat.

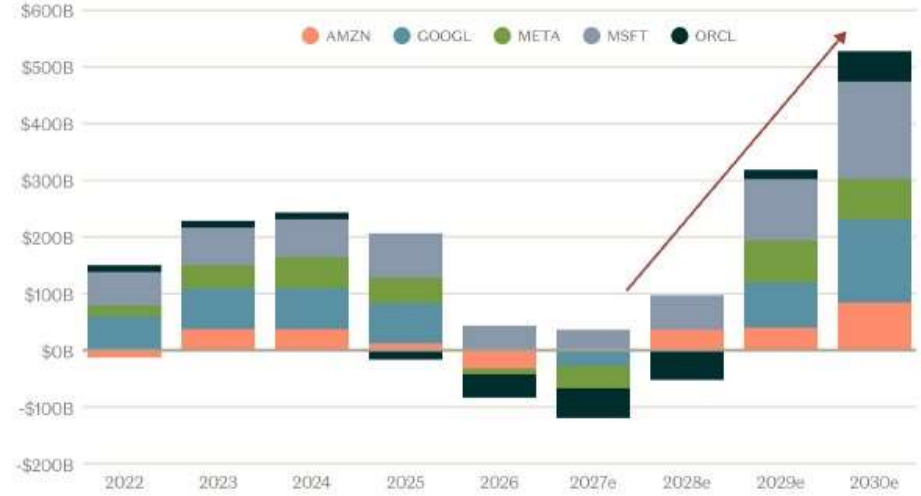
AI6ZGROWTH

- Süper Zeka döngüsünün ilk kısmında **hyperscalers serbest nakit akışı çip sektörüne geçti.**
- Döngünün devamında 2027-2028 dönemi sonrası çok hızlı bir serbest nakit akışı artışı hyperscalers tarafında bekleniyor. Çip sektöründe ise bir çöküş beklenmiyor.
- S&P 500 için bir bütün olarak baktığımızda serbest nakit akışı probleminden bahsetmek gerçekçi değil.
- Birim ekonomisinden GPU kiralama fiyatlarına oradan ölçek ekonomisinden yatırımların yüksek bariyerler oluşturmalarına çok konu var. Token maliyetlerinin düşüşünden Agentic AI dönemi ile token kullanımlarının her geçen gün artmasına... Düzenli şekilde işlediğimiz konular.

Back to the 'serbest nakit akışı':

Hyperscaler FCF: Back With A Vengeance(?)

Realized and Consensus Hyperscaler Free Cash Flow



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research (8.28.26)

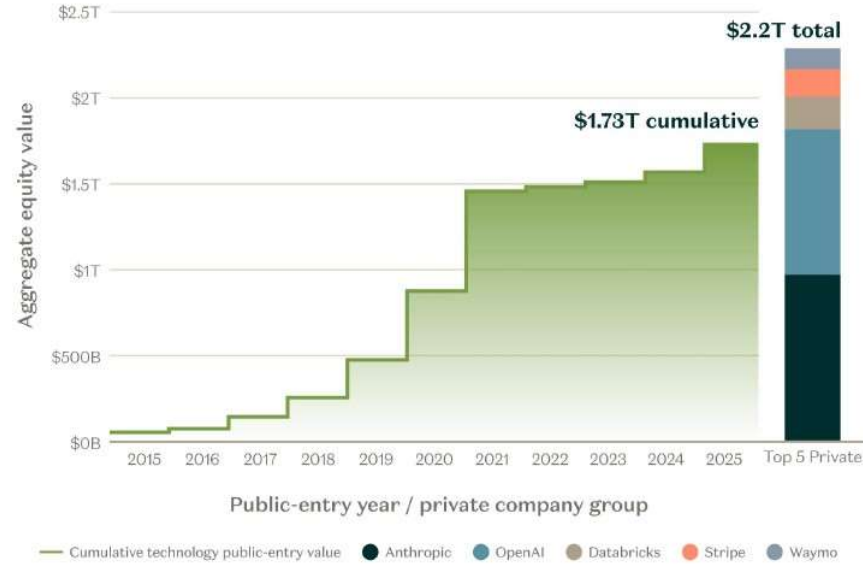
AI6ZGROWTH

Yeni Havalı Çocuklar

Halka arzı beklenenler ve geçmiş 10 yılda olanların değeri karşılaştırması:

Five Largest Private Companies Are Larger Than the Past Decade of Tech IPOs Combined

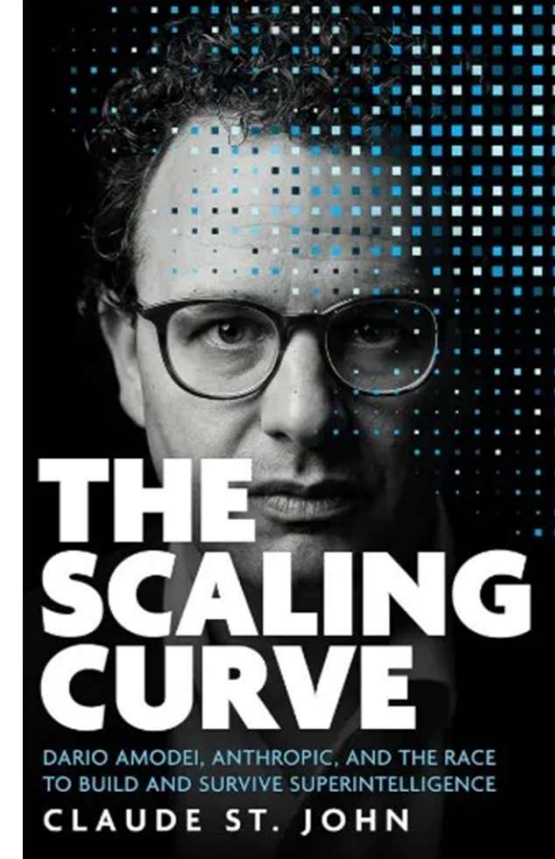
Cumulative value of tech IPOs v. last-reported valuations of top 5 private techcos (ex-China)



Source: CapIQ for first day close, Pitchbook for exits and last-reported valuations (as of 9/1/26). Sample n=322 technology public entries. For a full list of a16z portfolio companies visit a16z.com/investment-list.

A16ZGROWTH

Anthropic şirketini ve kurucularını daha iyi anlamak isteyenler için:

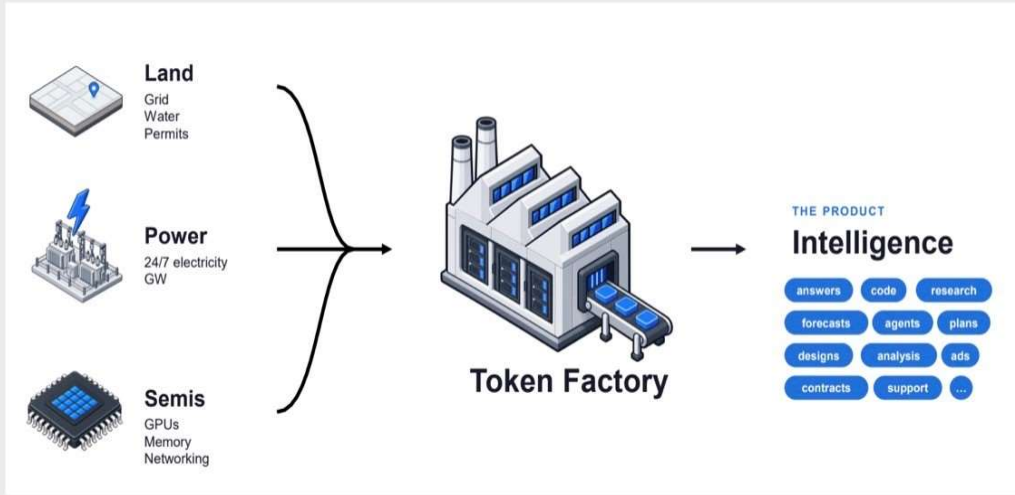


- Anthropic halka arzını SZ teması için bir son değil tam tersine heyecanı, ticarileşmeyi ve finansallara yansımayı daha da hızlandıracak bir gelişme olarak görüyorum.

Yeni Sanayi Devrimi

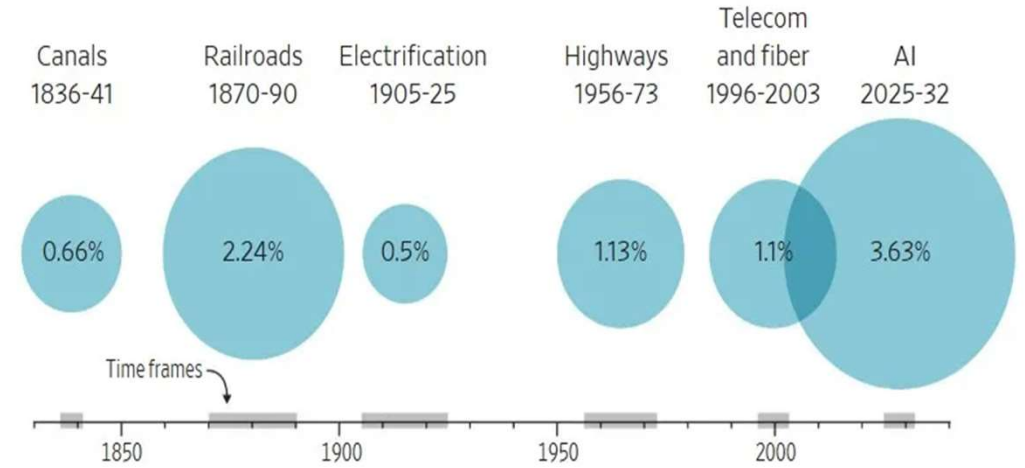
Süper Zeka fabrikası:

The token is the core unit of intelligence



Süper zeka yatırımlarının GSYİH içindeki payı ve geçmiş yatırımlar:

Average annual infrastructure spending as a percentage of GDP



Source: Stijn van Nieuwerburgh

Note: AI spending is estimated.

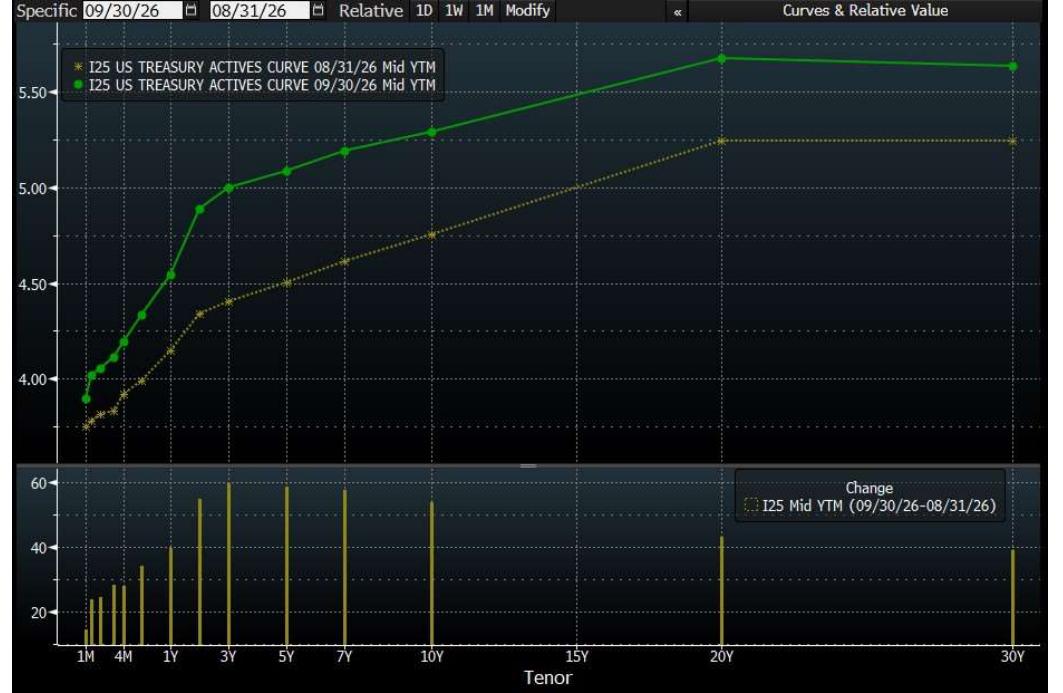
- Çıktısının zeka olduğu bir fabrika...
- Kullanılabilir bir zeka. Agentic AI.
- Yatırımları yüksek hızda ve oranda devam eden bir devrim.
- Kanallardan demir yollarına oradan otobanlara oradan da internet altyapısına kadar yatırımlar incelendiğinde SZ beklentileri ve süper döngüsü çok daha büyük.
- **Tarihin en büyük altyapı yatırımı sürecinden geçiyoruz.**

Uluslararası Piyasalar - Eylül Ayı Performansları

Global Piyasalar Çoklu Varlık Getirileri (31.08.2026 - 30.09.2026) - % Dolar



ABD nominal getiriler verim eğrisi (30 Eylül-31 Ağustos):



- Global tarafta ağustos ayı fiyatlamalarında genel olarak beş konu etkiliydi.
 1. Enerji maliyetlerinde yükselişin devamı.
 2. Global bazda tahvil faizlerinin/getirilerinin yükselişi.
 3. Global MB'lerden politika faizlerinde artışlar.
 4. Süper zeka temasının olumlu yönde ayrışması.
 5. Güçlenen dolar teması.
- En çok kaybedenler arasında değerli metaller, Avrupa endeksleri, uzun vadeli tahvillerin BYF'si ve Çin var.

S&P 500: Boğa Piyasası Dördüncü Yaşında.

S&P 500'te mevcut ve geçmiş boğa piyasaları:

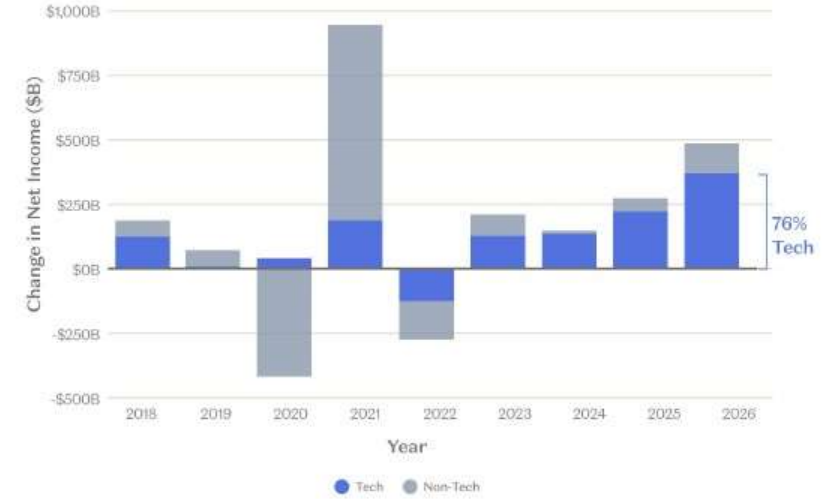
S&P 500 Bull Markets – Summary

#	Start	End	Duration (Months)	Duration (Years)	Total Return
BM1	Oct 1957	Aug 1959	21.4	1.8	+65.8%
BM2	Jun 1962	Feb 1966	43.5	3.6	+102.9%
BM3	Oct 1966	Nov 1968	25.7	2.1	+57.8%
BM4	May 1970	Jan 1973	31.5	2.6	+89.0%
BM5	Oct 1974	Nov 1980	73.8	6.1	+204.3%
BM6	Aug 1982	Aug 1987	60.4	5.0	+304.4%
BM7	Dec 1987	Mar 2000	147.7	12.3	+842.0%
BM8	Oct 2002	Oct 2007	60.0	5.0	+120.6%
BM9	Mar 2009	Feb 2020	131.4	11.0	+528.3%
BM10	Mar 2020	Jan 2022	21.4	1.8	+120.4%
BM11*	Oct 2022	Oct 2026 (ongoing)	47.9	4.0	+130.4%

S&P 500 HBK büyümesine teknoloji etkisi:

Tech Contributed ~76% Of Earnings Growth

Contribution to sp500 annual earnings growth



Source: CapIQ for financials and year-end S&P 500 constituent members, for each year, as of 8.28.26 (ex-China). Tech broadly defined and categorization may not be exhaustive. See full disclosure for details.

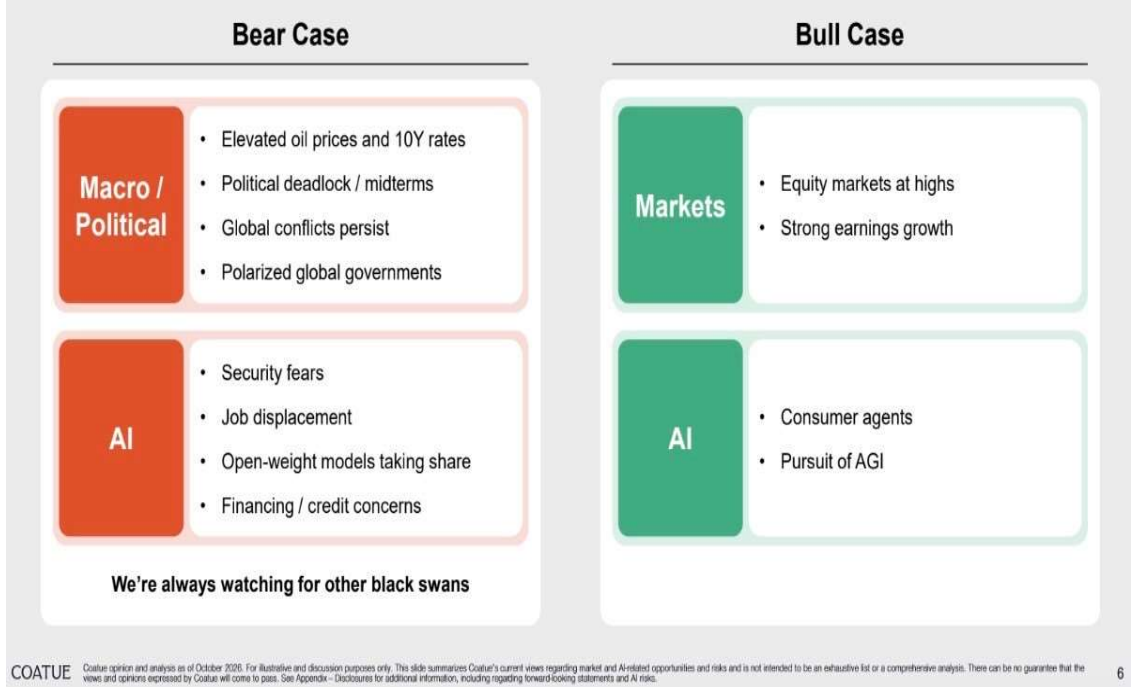
AIGZGROWTH

- Mevcut ve geçmiş 10 boğa piyasasının getirileri ve süreleri yukarıdaki tabloda.
- Boğa piyasalarında dördüncü yaşını alanlarda beşinci yıl nasıl diye baktığımda da +%5.3 (1987) ve %32.4 (2013) arasında getiriler karşına çıkıyor.
- Dördü bitiren beşi de bitirebilmiş.** 2027 için güzel bir detay veri.
- Mevcut boğa piyasasının itici gücü SZ devriminin şirket finansallarına pozitif etkileri ve teknoloji sektörünün endekste (S&P 500) karlılık üzerindeki pozitif etkisi.
- 2020 boğa piyasasının itici gücü 'ucuz paraydı'. Fed faiz arttırınca bitti.
- Mevcut boğa piyasasının en önemli değişkeni bilanço sezonları.** Q3'26 sezonu da 13-14 Ekim tarihleri itibariyle ABD finansalları ile başlayacak.

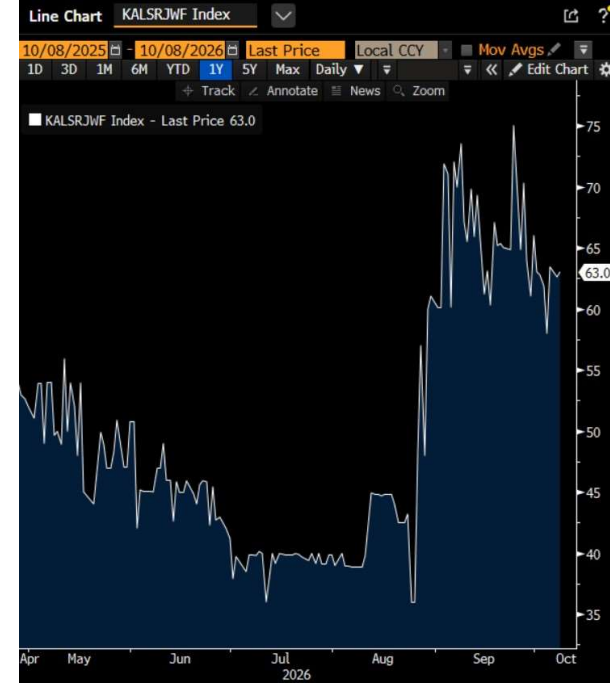
AKYatırım | 30Yıl

S&P 500: Soluksuz Yükseliş Mi?

Artılar ve eksiler:



2030 öncesi AGI açıklanır mı?:



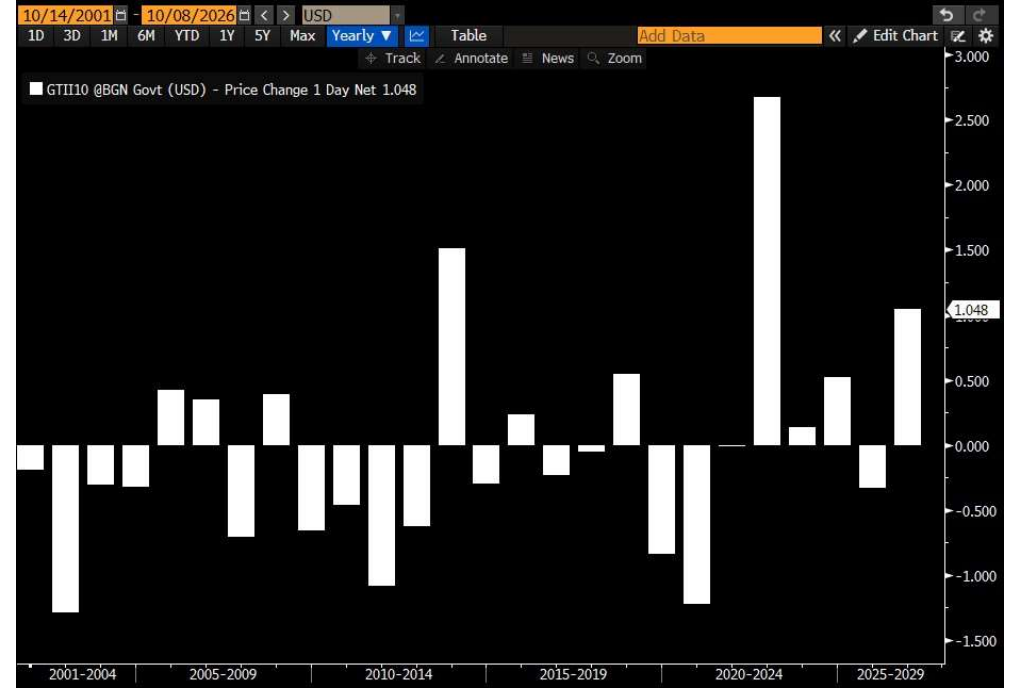
- X,Y,Z nedenlerinden ötürü her zaman kar satışı veya düzeltme riskleri var. Trendin ise yönü belli.
- SZ teması ve bilanço etkisi ise endekste en net pozitif değişkenler.
- AGI'nın 2030 öncesi açıklanabileceğine dair de olasılıklar da Ağustos-Eylül aylarındaki yeni SZ modellerinin açıklanması ile yükseldi.

ABD 10 Yıllık Nominal ve Reel Getiriler

ABD 10 yıllık nominal getiriler yıllık değişimler:



ABD 10 yıllık reel getiriler yıllık değişimler:



- Sene başından Eylül sonuna kadar baktığımızda ise **10 yıllıklar nominal tarafta 115 baz puan ve reel tarafta 105 baz puan** yükseliş yaşadı.
- Nominal ve reel getirilerde yaşanan yükselişe rağmen yüksek getiri ve yatırım yapılabilir nota sahip şirket tahvilleri makasında 'tarife krizi' (Nisan 2025) aşagısındaız.

Yüksek getiri makası: <https://fred.stlouisfed.org/series/bamlh0a0hym2>

Yatırım yapılabilir nota sahip şirket makası: <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLC0A0CM>

- ABD'de iyileşen büyüme beklentileri ve finansallara etkisi ile şirket tahvilleri makası dengeli seyrine devam ediyor.

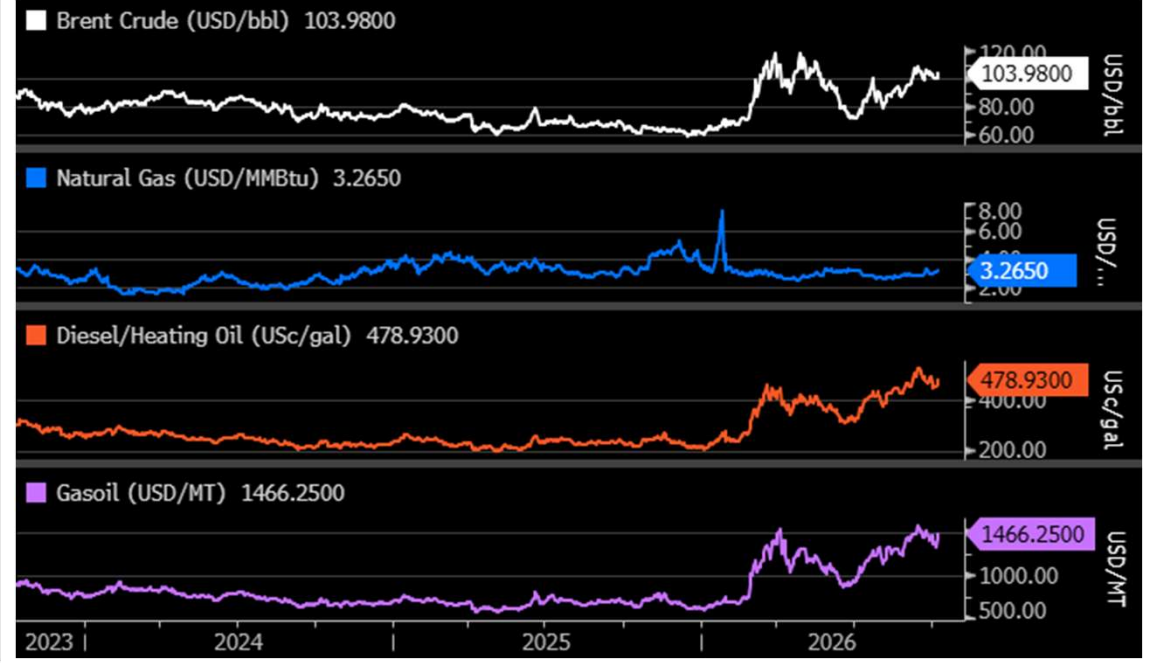
Substack yazım - **Reel getiriler nereye kadar yükselebilir?:** <https://urazcay.substack.com/p/pazar-gunu-notlar-04102026>

ABD Dışı 10 Yıllık Nominal Getiriler ve Enerji Maliyetleri

Almanya, Fransa, İtalya, İngiltere ve Japonya 10 yıllık getirileri:



Brent petrol, doğal gaz (ABD tipi), dizel ve benzin vadeli kontrat fiyatları :



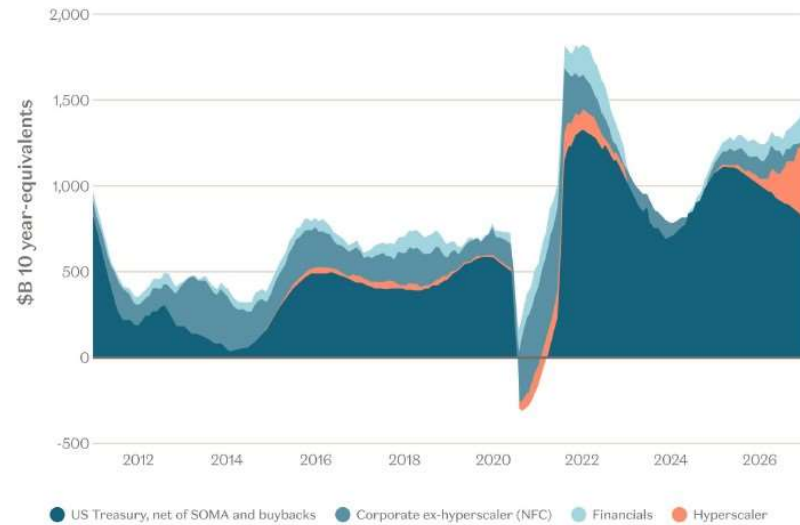
- Sadece ABD değil ABD dışı 10 yıllık nominal getirilerde de artış var.
- Enerji maliyetlerindeki artış global bazda para politikaları üzerinde ekili.
- Eylül ayında tarihte ilk defa Fed, ECB ve BoJ aynı ay içinde politika faizlerinde artış gerçekleştirdi.
- Finansman maliyetleri global bazda artış gösteriyor.
- Borç risklerini yönetmede ABD tarafı büyümeyi ve Avrupa tarafı harcama kontrollerine (Fransa) odaklanıyor.
- Rekor seviyelerine kıyasla Stoxx 600 (€) -%6, Dax (€) -%6.5, Fransa (CAC 40) -%12 ve Japonya (Nikkei 225) -%5.

Süper Zeka Tahvil İhraçları ve Fed Tutanaklarında Yapay Zeka (Süper Zeka)

ABD 10 yıllık nominal getiriler yıllık değişimler:

AI Borrowing Is Longer Term Commitment

Net duration supplied to US market, change in the stock of 10-year equivalents over 12 months, \$bn. Monthly. Treasury is net of SOMA and of buybacks.



AI6ZGROWTH

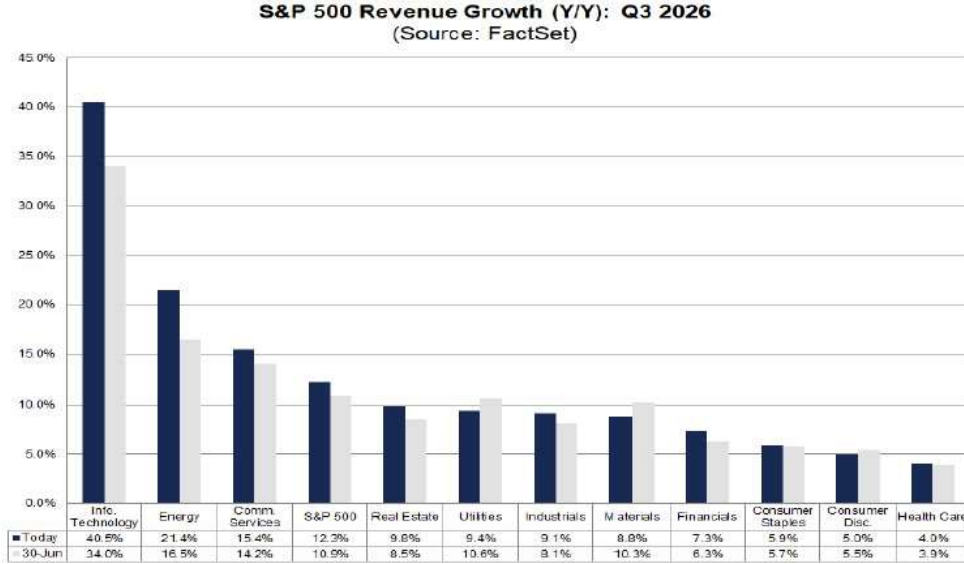
ABD 10 yıllık reel getiriler yıllık değişimler:

FOMC meeting	Minutes released	AI mentions
Jan. 28–29, 2025	Feb. 19, 2025	0
Mar. 18–19, 2025	Apr. 9, 2025	1
May 6–7, 2025	May 28, 2025	0
Jun. 17–18, 2025	Jul. 9, 2025	1
Jul. 29–30, 2025	Aug. 20, 2025	2
Sep. 16–17, 2025	Oct. 8, 2025	1
Oct. 28–29, 2025	Nov. 19, 2025	8
Dec. 9–10, 2025	Dec. 30, 2025	3
2025 total		16
Jan. 27–28, 2026	Feb. 18, 2026	7
Mar. 17–18, 2026	Apr. 8, 2026	11
Apr. 28–29, 2026	May 20, 2026	9
Jun. 16–17, 2026	Jul. 8, 2026	22
Jul. 28–29, 2026	Aug. 19, 2026	27
Sep. 15–16, 2026	Oct. 7, 2026	24
2026 total so far		100

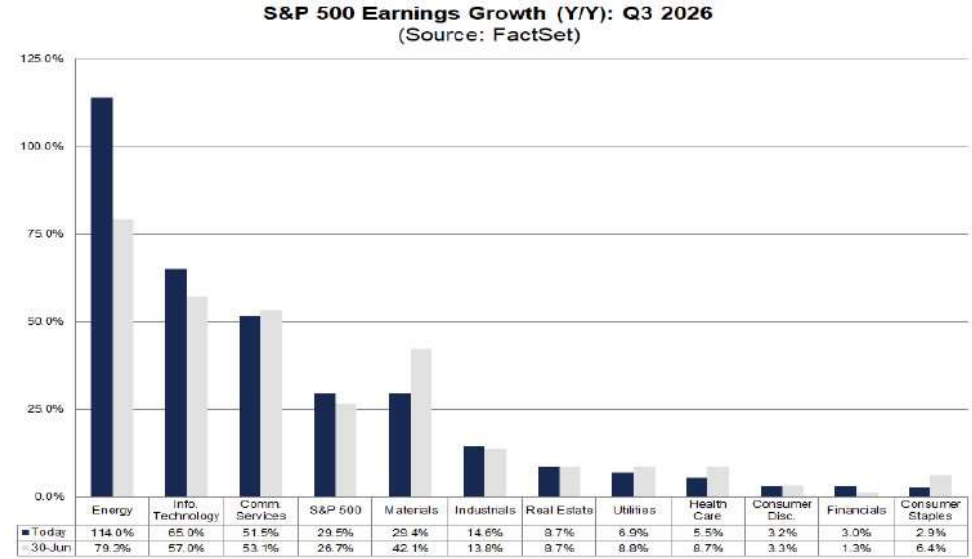
- Süper zeka tahvil ihraçlarının total ihraçlar içindeki payı arttıkça ABD hazine tahvillerinin rekabetçi olabilmesi adına 'reel getiri' yükselişi de yaşanıyor.
- FOMC tutanaklarında devrimin etkilerine dair diyaloglar giderek daha çok yer buluyor.

S&P 500: Q3 Bilanço Sezonu Beklentileri Nasıl?

Ciro büyümesi:



Hisse başı kar büyümesi:



- Endeksin yıllık bazda ciro büyümesi ve HBK büyümesi beklentileri sırasıyla %12.3 ve %29.5
- Beklentilerin yakalanması (Ve büyük ihtimal üzerine çıkılması) durumunda **ciro tarafında üst üste üçüncü çeyrekte çift haneli büyüme** ve HBK tarafında üst üste üçüncü çeyrekte %25 üzeri ve sekiz çeyrektir çift haneli büyüme yaşanmış olacak.
- **Ciro büyümesinde teknoloji sektörü beklentileri öne çıkarken HBK büyümesinde rafineri marjı etkileri ile enerji sektörü öne çıkıyor.**
- **ABD finansalları ile 13-14 Ekim tarihinde bilanço sezonu başlıyor.**
- Muhteşem yedili bilançoları da Ekim ayının son haftasında yoğunlaşıyor.
- Enerji sektörü tarafında rafineriler (Marathon, Valero & Phillips 66) ve teknoloji tarafında çip sektörü (Nivida & Micron) iyi HBK büyüme beklentilerine sahip.
- İletişim hizmetlerinde Meta Platforms ve finansal sektörde de JP Morgan öne çıkıyor.
- S&P 500'ün kar marjının %15 gerçekleşmesi bekleniyor. Geçtiğimiz sene aynı dönem %13 gerçekleşmişti. Özellikle teknoloji sektöründeki 'other income' kalemi endeksin net kar marjı tarafında etkili olacak. Q2'te other income etkisiyle %17'lik bir net kar marjı gerçekleşmişti.

Russell 2000 ve Eşit Ağırlıklı S&P 500

Russell 2000 günlük grafik:



Eşit ağırlıklı S&P 500 günlük grafik:



- Süper Zeka teması ile S&P 500 endeksi finansman maliyetlerindeki artıştan korunurken küçük sermayeli şirketleri içeren Russell 2000 ve eşit ağırlıklı S&P 500 (SZ etkisini sınırlamak için eşit ağırlığa bakıyorum) rekor seviyelerinden sırasıyla %9 ve %7 düşüş yaşadı.
 - Eylül sonu ve Ekim başında Nvidia, muhteşem yedili, Nasdaq 100, Nasdaq bileşik ve S&P 500 endeksleri yeni rekor kapanışlar yaparken finansman maliyetlerindeki yükseliş aslında ABD borsalarının farklı yerlerini etkiledi. **SZ temasını ise etkilemedi.**
- Substack yazımlarımdan bazıları;
- Nasdaq 100 rekor kapanış: <https://urazcay.substack.com/p/nasdaq-100-endeksinden-rekor-kapans>
 - Muhteşem yedili rekor kapanış: <https://urazcay.substack.com/p/muhtesem-yedili-endeksinden-rekor>

ABD: Borç Risklerini Büyüme ile Dengelemek

Büyüme içinde şirket karları payı :



ABD reel büyüme:



- SZ devrimi ile ABD şirketlerinin karlılıkları ve GDP içindeki payı arttı/artıyor.
- 1990'lı yıllarda %4 üzeri reel büyümeler vardı. SZ devrimi ile tekrardan %4'ler, %5'ler, %6'lar görülür mü? Atlanta Fed GDPNow: <https://www.atlantafed.org/research-and-data/data/gdpnow>
- ABD'de şirket karlılıkları ve S&P 500'de bilanço sezonları oldukça iyi gidiyor.
- Borç/GSYİH oranını paydayı büyüterek dengelemek. Artan büyüme beklentileri ve reel getiriler de **temel tarafta USD pozitif**.

Avrupa: Borç Risklerini Harcama Kesintileri ile Dengelemek

Borç/GSYİH ile diğer makro değişkenler:

Country	Nominal GDP (USD bn)	Debt/GDP (%)	GDP Growth YoY (%)	Unemployment (%)	Inflation CPI YoY (%)
Germany	5,386.5	64.4	0.2	4.0	3.3
France	3,525.8	117.6	0.8	8.2	3.0
Italy	2,666.6	138.9	0.6	6.2	4.2
Spain	2,027.3	101.6	2.6	10.0	4.9
Netherlands	1,397.1	43.8	1.6	4.0	3.4
Poland	1,106.8	61.6	3.6	3.4	4.0
Sweden	726.2	34.9	1.6	8.9	1.1
Belgium	703.8	109.1	1.0	5.9	4.7

Expand Table to Artifact Pane

Nominal GDP: latest available annualized quarterly figure (mostly 2026Q2). Debt/GDP: 2026Q1. GDP Growth: 2025 annual YoY. Unemployment: Aug 2026. Inflation CPI YoY: Sep 2026.

Fransa-Almanya 10 yıllık getiri makası:



- Borçluluk ve mali disiplin tarafında Almanya öne çıkıyor. Gene de bölge üzerinde genel bir politik risk artışı var. Almanya için aşırı sağın yükselişinden İspanya için erken seçimlere...
- Mevcut durum 2010'ların başındaki borç krizi değil. Ancak artan bir borç riski yapısı olduğu da aşikar.
- Fransa tarafından olası bütçe kesintisi haberlerinden politik risklere ve Fransa-Almanya tahvil makasına kadar bir çok değişken **temel tarafta EUR negatif**.
- Fransa ve İspanya tarafında işsizlik oranının da yüksek olması işleri daha da karmaşık hale getiriyor.
- Avrupa tarafında Borç/GSYİH oranı daha çok pay odaklı bir şekilde dengelenmeye çalışılacak gibi duruyor.

ABD: Ara Seçimler ve Varlık Getirileri

Demokratların kongreyi kazanma olasılıkları:



Başkan ve kongrenin farklı partilerden olduğu zamanlar:

US POLITICAL CYCLE & ASSET RETURNS						
Opposition Controls Both House and Senate						
Calendar-year nominal USD returns - 1987-2016 qualifying years						
Year	President	Opposition Congress	S&P 500	Gold	10Y Treasury	DXY
1987	Reagan (R)	Democrats	+5.81%	+24.53%	-4.96%	-17.82%
1988	Reagan (R)	Democrats	+16.54%	-15.26%	+8.22%	+7.74%
1989	G.H.W. Bush (R)	Democrats	+31.48%	-2.84%	+17.69%	+1.78%
1990	G.H.W. Bush (R)	Democrats	-3.06%	-3.11%	+6.24%	-10.69%
1991	G.H.W. Bush (R)	Democrats	+30.23%	-8.56%	+15.00%	+0.95%
1992	G.H.W. Bush (R)	Democrats	+7.49%	-5.73%	+9.36%	+10.84%
1995	Clinton (D)	Republicans	+37.20%	+0.98%	+23.48%	-4.35%
1996	Clinton (D)	Republicans	+22.68%	-4.59%	+1.43%	+3.57%
1997	Clinton (D)	Republicans	+33.10%	-21.41%	+9.94%	+13.33%
1998	Clinton (D)	Republicans	+28.34%	-0.83%	+14.92%	-5.64%
1999	Clinton (D)	Republicans	+20.89%	+0.85%	-8.25%	+7.95%
2000	Clinton (D)	Republicans	-9.03%	-5.44%	+16.66%	+7.60%
2007	G.W. Bush (R)	Democrats	+5.48%	+31.92%	+10.21%	-8.07%
2008	G.W. Bush (R)	Democrats	-36.55%	+4.32%	+20.10%	+7.11%
2015	Obama (D)	Republicans	+1.38%	-12.11%	+1.28%	+9.27%
2016	Obama (D)	Republicans	+11.77%	+8.10%	+0.69%	+3.61%
Average			+12.61%	-0.53%	+8.88%	+1.70%

Definition: The president's opposition party controls both chambers of Congress.
Returns: S&P 500 total return; gold and DXY price returns; 10Y Treasury total return.
Sources: NYU Stern / Aswath Damodaran (S&P 500, gold, 10Y Treasury); Stooq year-end closes (DXY).
U.S. House Office of the Historian, Party Government (congressional control).

- **Başkanın X ve kongrenin Y partisinden olduğu dönemlerde S&P 500, altın, ABD 10 yıllık tahvil fiyatları ve dolar endeksi ortalama getirilerinde en iyisi S&P 500 ve en kötüsü altın.**
- Trump'ın kongreyi kaybetme olasılığı (Kalshi ve Polymarket fiyatlamaları) önemli ölçüde arttı.
- ABD'nin iç politikasında yaşanacak bir dengelenme dış politikasını da etkiler.

Substack yazım: <https://urazcay.substack.com/p/pazar-gunu-notlar-20092026>

Fed: Risk Yönetimi Mi? Döngü Mü?

Fed beklentileri:

Region: United States »

Instrument: Fed Funds Futures »

Target Rate4.00

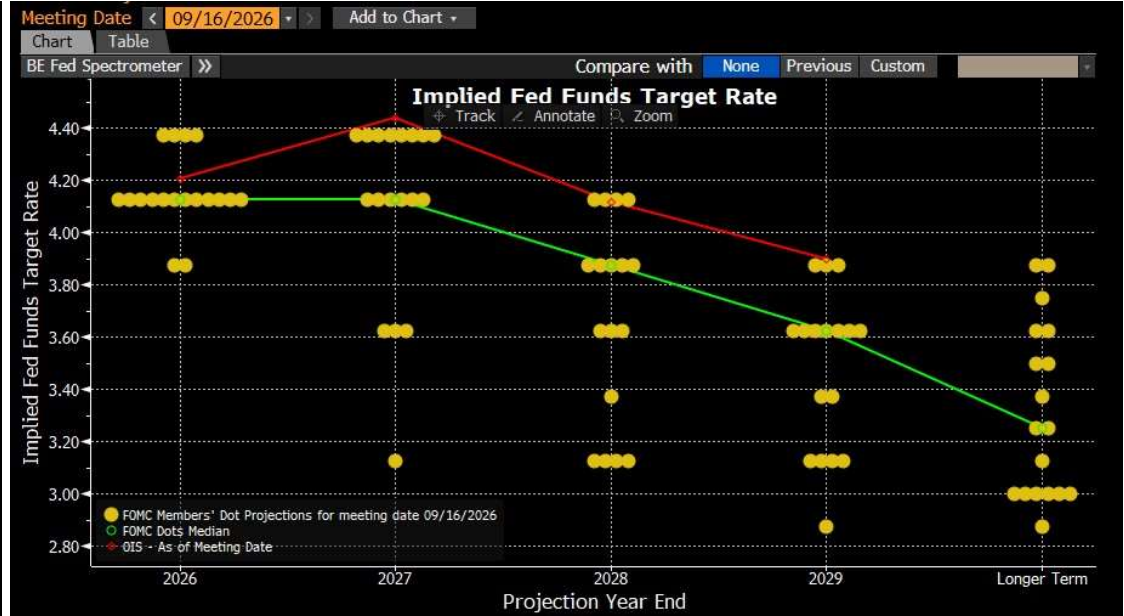
Pricing Date10/08/2026

Effective Rate3.88

Cur. Imp. O/N Rate3.879

Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.
10/28/2026	+0.194	+19.4%	+0.048	3.927	0.250
12/09/2026	+1.054	+86.0%	+0.263	4.143	0.250
01/27/2027	+1.454	+40.0%	+0.363	4.243	0.250
03/17/2027	+2.155	+70.1%	+0.539	4.418	0.250
04/28/2027	+2.534	+37.9%	+0.633	4.512	0.250
06/09/2027	+2.961	+42.7%	+0.740	4.619	0.250
07/28/2027	+3.114	+15.3%	+0.778	4.658	0.250
09/15/2027	+3.300	+18.6%	+0.825	4.704	0.250
10/27/2027	+3.344	+4.4%	+0.836	4.715	0.250
12/08/2027	+3.332	-1.2%	+0.833	4.712	0.250
01/26/2028	+3.334	+0.2%	+0.833	4.713	0.250

Nokta grafik:



- 3 yıl aradan sonra Fed faiz artışı gerçekleştirdi.
- Piyasa beklentisi 2027 sonuna kadar 3 artış daha yapılması yönünde.
- Eylül ayı nokta grafik ise 2026 yıl sonuna kadar bir artış daha ve 2027 sabit beklentide.
- Eylül ayı tutanaklarından çıkan sonuç: Üyeler arasında da risk yönetimi ve döngü arasında ayrışmalar var.
- Veri bazlı takip ile süreci daha iyi anlayacağız. Şimdilik risk yönetimi. Bu yüzden de (+SZ teması ile) S&P 500 diğer global endekslere kıyasla olumlu ayrışıyor.

Fed kararı öncesi Substack yazım (Beklentilerimi içeren): <https://urazcay.substack.com/p/fed-beklentileri-eylul-2026>

Fed kararı sonrası Substack yazım (Beklentilerimi doğrulayan): <https://urazcay.substack.com/p/fed-karar-eylul-2026>

Avrupa Merkez Bankası: Risk Yönetimi Mi? Döngü Mü?

AMB beklentileri:

Growth and inflation projections for the euro area

(annual percentage changes)

		June 2026 baseline	September 2026 – baseline and alternative scenarios			
			Baseline	Milder scenario	Adverse scenario	Severe scenario
Real GDP	2025	1.5	1.3			
	2026	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8
	2027	1.2	1.4	1.5	1.1	0.4
	2028	1.5	1.5	1.6	1.4	1.4
HICP	2025	2.1	2.1			
	2026	3.0	3.0	2.9	3.1	3.3
	2027	2.3	2.5	1.9	3.2	5.4
	2028	2.0	2.1	1.8	2.3	3.2
HICP excluding energy and food	2025	2.4	2.4			
	2026	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
	2027	2.5	2.6	2.5	2.8	3.5
	2028	2.2	2.3	2.2	2.4	3.2

AMB politika faizi fiyatlaması:

Region: Eurozone »						Instrument: Overnight Index Swaps »	
Target Rate		2.5000		Pricing Date		10/08/2026	
Effective Rate		2.4390		Cur. Imp. O/N Rate		2.442	
Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.		
10/29/2026	+0.134	+13.4%	+0.034	2.475	0.250		
12/17/2026	+0.900	+76.6%	+0.225	2.667	0.250		
02/04/2027	+1.281	+38.1%	+0.320	2.762	0.250		
03/18/2027	+1.897	+61.6%	+0.474	2.916	0.250		
04/29/2027	+2.166	+26.9%	+0.542	2.983	0.250		
06/10/2027	+2.503	+33.7%	+0.626	3.067	0.250		
07/22/2027	+2.628	+12.5%	+0.657	3.099	0.250		
09/09/2027	+2.779	+15.1%	+0.695	3.136	0.250		

- 2026 yılında AMB iki adet faiz artışı yaptı. Aralık ayında da bir adet daha bekleniyor. 2 adet daha 2027 yılında fiyatlanıyor.
- ABD-İran savaşı öncesi %2 olan politika faizi 2027 yılında %3.25 gibi bir seviyeye yükselmesi yaklaşık olarak bekleniyor.
- ABD-İran savaşı öncesi ve 2027 fiyatlamasında Fed'in artışları politika faizini %3.75'ten %4.75'e ve AMB'nin %2'den %3.25'e çıkarması bekleniyor. Başlangıç seviyesi düşünüldüğünde **AMB tarafı daha çok döngüye benziyor.**
- Veri bazlı takip, politik riskler, tahvil makaslarının gidişatı ve makro senaryo analizlerinde baz rakamlarda kalınıp kalınmayacağı ise 2027 gerçekleştirmelerini belirleyecek.

BoJ: Yen Müdahalesi Başarı Mı? Başarısızlık Mı?

USDJPY günlük grafik:



Japonya 10 yıllıkları aylık grafik:



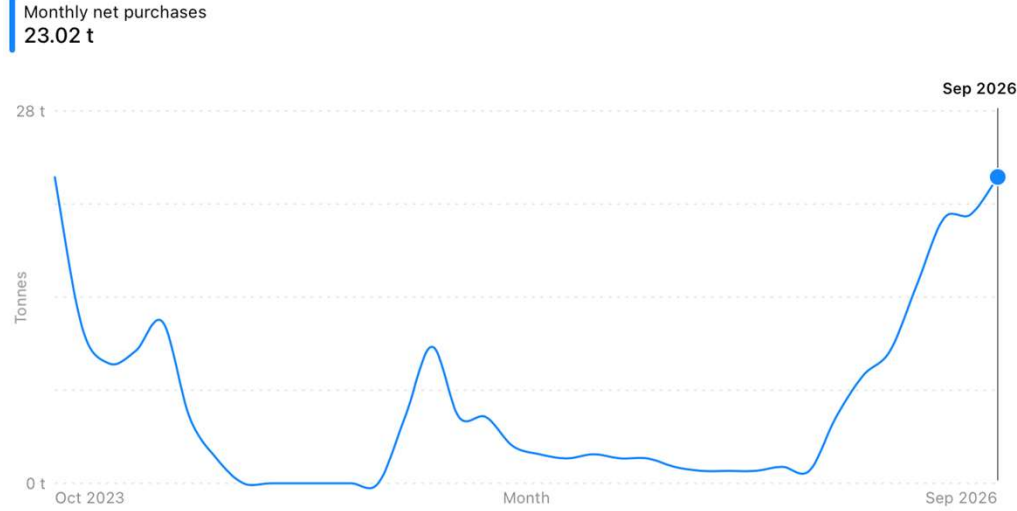
- Müdahaleler sonrası çok konuşulan ve aşağısına inerse satış baskısı artar denilen 155 seviyesinin başta aşağısına inildi.
- Fed'in bağımsızlığını koruyacağı, reel getirilerin arttığı ve güçlü dolar temasının öne çıkmasıyla tekrardan 155 seviyesinin üzerine çıktı.
- Ne 155'in aşağısına inmesi ne de tekrardan yukarısına çıkması ne carry trade'leri çözüp global bazda volatilitiyi arttırdı ne de carry trade'leri arttırıp genel olarak risk iştahını arttırdı.
- Asıl olay ise **Japonya tarafında tahvil getirilerinde yaşanan sağlam hareket**. Bu durum büyüme pozitif beklentilerden geliyorsa Japonya hisse piyasası adına önümüzdeki dönem pozitif. Artan enflasyon risklerinden geliyorsa hisse piyasasına olumsuz etki eder. Nikkei 225 fiyatlaması biraz daha büyüme taraflı bir tablo karşımıza çıkarıyor. Zaman ve veriler gerçekleri belirleyecek.

Altın: Çin'in konumu.

Aylık altın alımları:

China's monthly gold purchases

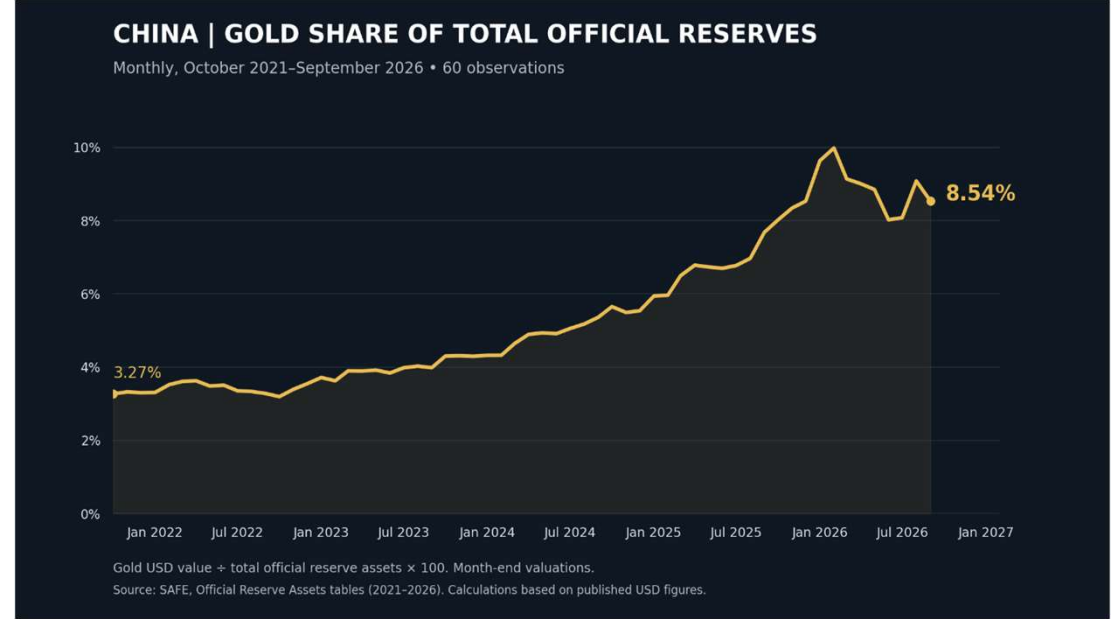
October 2023–September 2026 • Metric tonnes



Source: SAFE official reserve assets. Purchases calculated as monthly changes in reported gold ounces, converted to tonnes; excludes valuation effects.

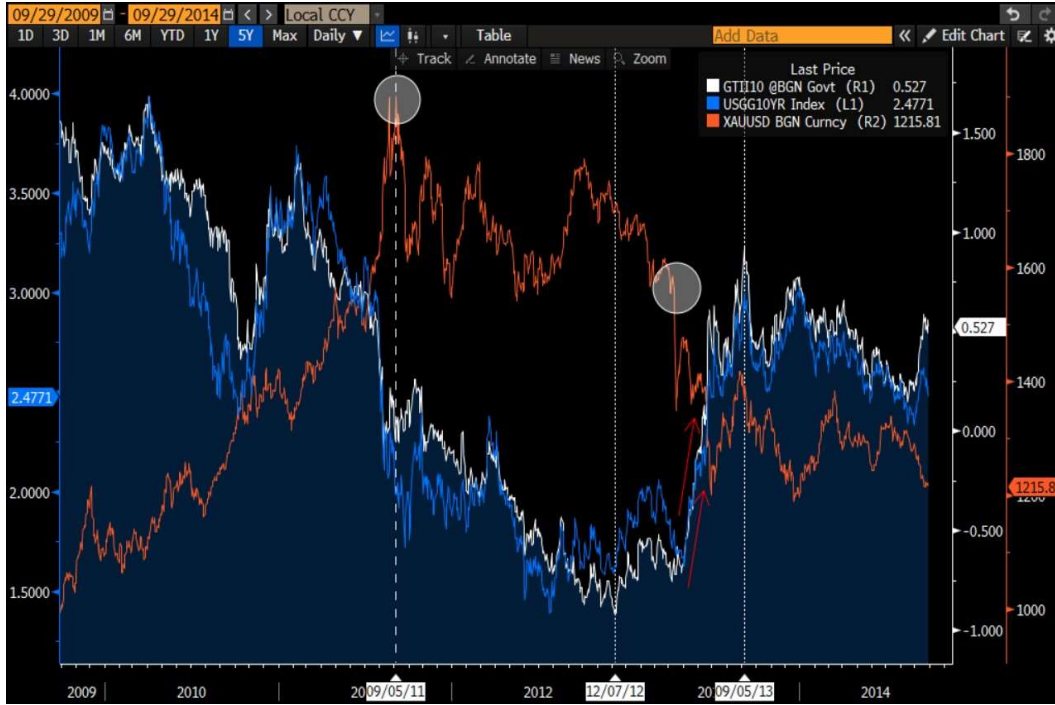
- Eylül ayında 23 ton alım var.
- Toplam rezervler içindeki payı da %8.5
- Toplam rezervler içindeki payı %10'ların üzerine çıkmadı. Talep tarafında önemli bir değişken son aylarda toplam rezervin içindeki payı çok daha artacak spekülasyonları ile uyumsuz hareket ediyor.
- **ABD'de artan reel getiriler değerli metaller için temel tarafta 'aşağı yönlü' risk faktörü.**
- Altın için BYF'lerin toplam varlığı global bazda tekrardan Şubat 2026 seviyesinin üzerine çıktı. Gene de hala 2020 ve 2022 tepelerinin aşağısında.
- Para yöneticilerinin net uzun pozisyonu da ağustos sonuna kıyasla yaklaşık olarak %20 aşağıda.

Toplam rezervler içindeki payı:

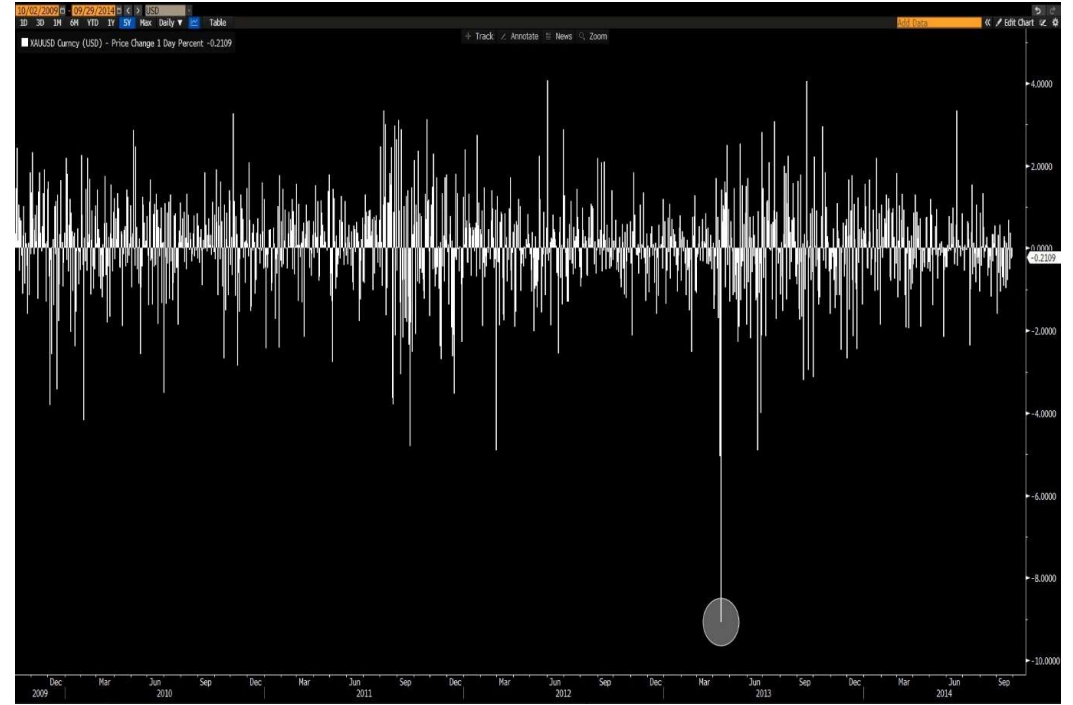


Altın: 2013 kırılma anında reel getiriler ve Fed etkisi

2010-2014:



15 Nisan 2013:

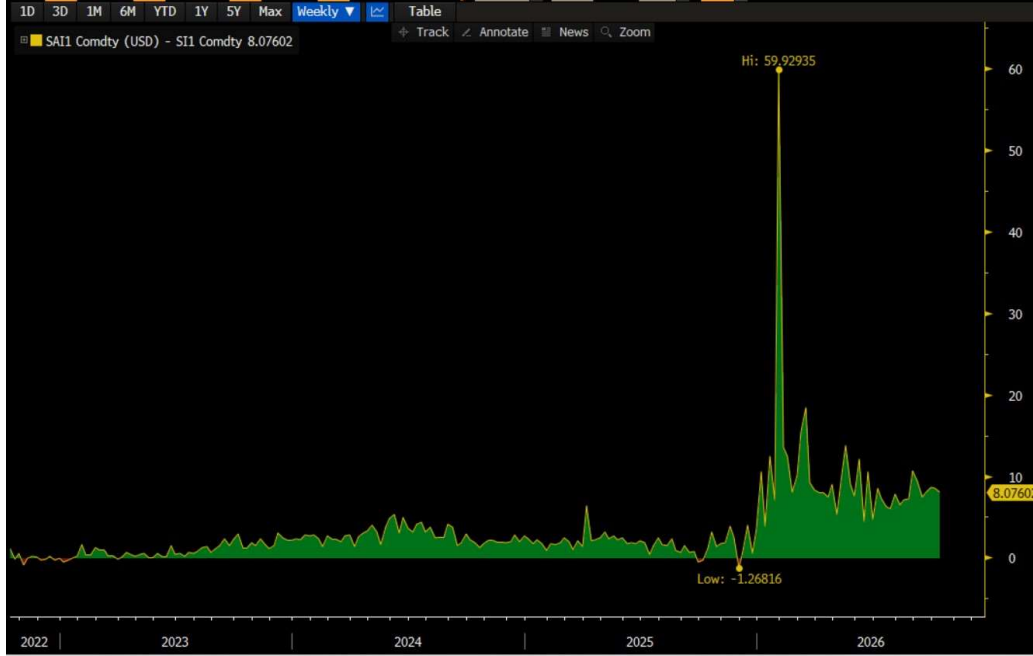


- 2011 balonunda bir yıl önce global MB'ler nerdeyse 20 yıl sonra ilk defa altında alım yönlü olmuştu.
- ABD'nin kredi notunun düşürülmesi ve mali riskleri ile Avrupa tarafında borç krizi ile bölgenin bütünlüğü tehdit altındaydı.
- Orta doğu da arap baharı ile oldukça hareketli zamanlar geçirmiş ve Suriye riskleri artmaya başlamıştı.
- 2011 yılı zirvesinden 15 Nisan 2013 tarihine kadar genel kanı altının yükseliş trendine bir noktada geri döneceğiydi. Dönmedi. Fed tarafından tetiklenen taper tantrum ile 'reel getirilerde' iyi bir yükseliş yaşandı.

Mevcut durumda da benzer diyebileceğimiz çok değişken var. Benzemeyenler de var. Örneğin; bu derecede çok savaşlar yoktu. Gene de acaba bir noktada 15 Nisan 2013 benzeri bir kırılma yaşar mıyız?

Gümüş: 2027'de Arz Fazlası?

Çin-ABD gümüş fiyatları makası:



Deutsche Bank'ın 2027 arz fazlasına dair argümanları:

Deutsche's main arguments are:

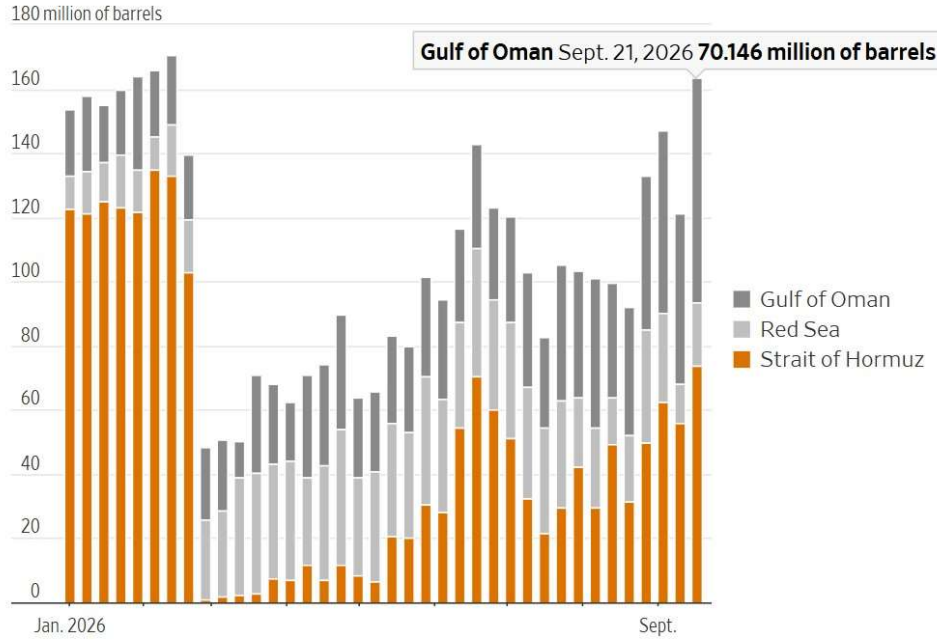
Driver	Deutsche's assessment
More available bullion	London held over 914 million ounces at end-August, including over 300 million ounces freely available —up 70% since October 2025.
Falling solar consumption	Global solar silver demand could decline more than 20% in 2026 , with Chinese demand down 33%.
Less silver per cell	Silver consumption per solar cell could fall 17% , through thinner contacts and substitution.
Potential investment selling	Silver-backed funds could release approximately 40 million ounces by end-2027 , conditional on past Fed tightening patterns repeating.

- Sanayi tarafında ve özellikle güneş enerjisi tarafında talebin önemli ölçüde gerileyeceğini düşünen DB'den 2027 yılında arz fazlası olabileceğinin paylaşılması önemli.
- Uzun zamandır arz açığı temelinde fiyatlama dinamiği açıklanırken karşı bir argüman gelmesi artık piyasada aşağı yönlü fiyat risklerinin daha çok konuşulabileceği anlamına geliyor.
- Çin-ABD fiyat makası 2022-2025 döneminin hala üzerinde olsa da çılgınlık zamanlarının baya bir aşağısında.
- Sene başında beri getirilerde gümüş %16, platin %18 ve paladyum %28 eksi.
- Sene başında nerdeyse herkesin aşırı olumlu olduğu değerli metaller tarafında reel getirilerin artışı ile 2026 yılında kayıplar çok net bir şekilde karşımıza çıkıyor.

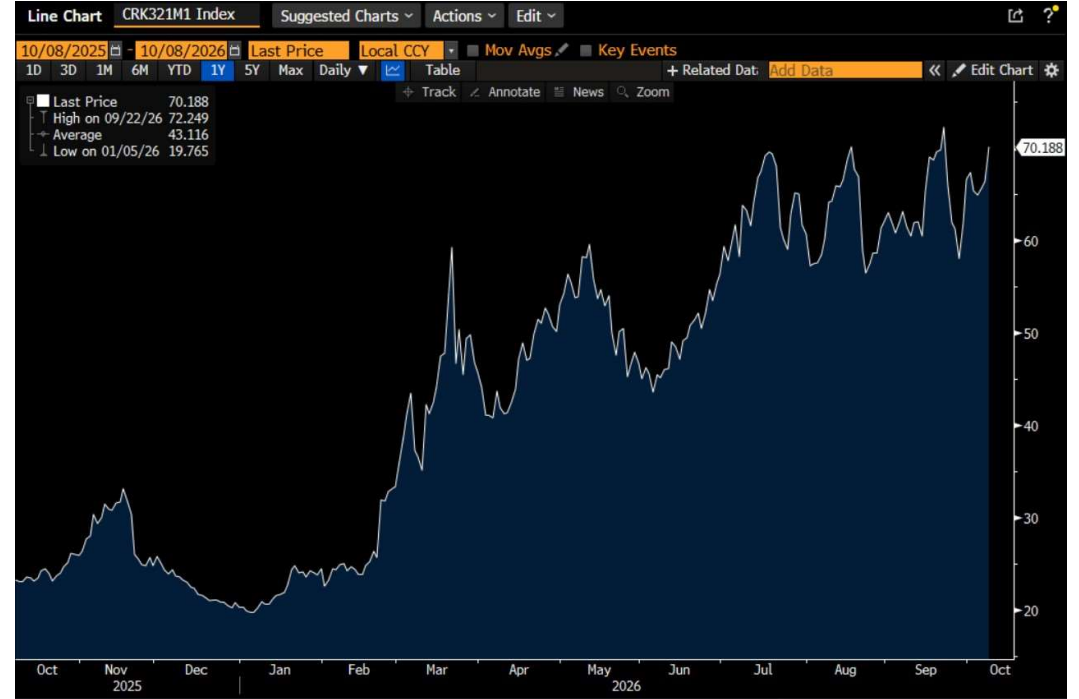
Petrol: Yarın Barış Olsa Bile Savaş Öncesi Fiyatlar Görülür Mü?

Orta doğu petrol ihracatı:

Middle East oil exports, weekly



ABD crack spread (Rafineri marjları):



- İhracat rakamları savaş öncesine dönüyor gibi olsa da bu verileri düzenli takip etmek zor. Sevkiyatların yapılma tarzı (ABD donanması korunması ile) ve geçişlerde takip etme sistemlerinin kapatılması düzenli takibi zorlaştırıyor. Daha doğrusu kesinlik bilgisine dair kuşkuları arttırıyor.
- Savaş öncesine kıyasla taşıma masraflarında önemli artış var. Varil başına %10'lardan %35'lere yükseldi. Sigorta maliyetleri de hala yüksek.
- Rafineri marjları da hala oldukça yüksek. Altyapı tarafında tamiri zaman alacak hasarlar yaşandı.

Özet

- **Eylül ayında finansman maliyetleri arttı.** Bu durum teknoloji ağırlığı görece düşük ve SZ temasından çok yararlanmayan global borsa endekslerine olumsuz yansıdı.
- SZ teması ve teknoloji sektörü ise olumlu ayrışmasına devam etti. **SZ temasında Q3 bilanço sezonu diğer makro veriler ve Fed beklentilerine kıyasla çok daha önemli.** SZ değer zincirinde Foxconn, TSMC ve Samsung öncü rakamları da S&P 500 teknoloji sektörü adına da olumlu bir Q3 sezonuna işaret ediyor.
- Trump ve zayıf dolar görüşü çok net bir hasar aldı. ABD’de reel getiriler yükseldi ve **dolar tarafında temel olarak pozitif bir yapı oluştu.**
- EUR tarafında da gerek politik riskler gerekse bölge içindeki faiz makasları temel tarafta negatif bir etki gerçekleştirdi.
- Artan reel getiriler ile değerli metallerde aşağı yönlü riskler arttı. Benzer bir düşünce kripto piyasası içinde belirtilebilir.
- Fed tarafında haftaya açıklanacak TÜFE/ÜFE verileri önemli olacak. Mevcut beklentiler Aralık ayında artış.
- Piyasalar, AMB ve BoJ tarafında da Aralık ayında artışı fiyatlıyor. Eylül ayı FED, ECB ve BoJ’un aynı ay içinde beraber artış yapmaları açısından tarihte bir ilkti. **İkincisi de Aralık ayında bekleniyor.**

ABD tarafında hisse piyasası açısından Q3 bilanço sezonu ve çoklu varlık fiyatlamalarında haftaya TÜFE/ÜFE verilerinin **nominal ve reel getirilere etkileri** en çok takip edilecek değişkenler olacak.

ABD’de ara seçimler yaklaşırken Trump yönetiminin güç kaybına dair olasılıkların arttığı ve **enerji maliyetlerinin yüksek seyrine devamı ettiği** bir yapıda ekim ayına başladık.

Eylül ayı Fed tutanaklarında da çıkan sonuç: **Enflasyon riskleri yukarı yönlü ve istihdam piyasası riskleri dengeli.**

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporun tarafınızla paylaşılması, bu rapora herhangi bir platformdan erişim sağlamanız veya raporu herhangi farklı bir yol ile edinmeniz Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") ile aranızda bir Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi kurulduğu veya böyle bir ilişkinin kurulması için tarafınıza teklif yapıldığı anlamına katiyen gelmeyecektir. Raporda yer alan hiçbir ifade veya değerlendirme hukuki, vergisel veya finansal danışmanlık niteliğinde değildir ve bu niteliği sahip olacak şekilde yorumlanamaz.

Raporun hazırlanmasında kullanılan yöntemler veya sunulan görüşler hiçbir yatırımcının veya müşterinin ihtiyaçlarına yönelik değildir. Ayrıca, Ak Yatırım'ın, Ak Yatırım ortaklarının ve de bunların hiçbir çalışanının veya danışmanının, herhangi bir şekilde bu raporda yer verilen bilgiler, öngörüler ve tahminler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili sorumluluğu bulunmamaktadır. Ak Yatırım tarafından kurum içinde farklı departmanlarda istihdam edilen kişilerin veya Ak Yatırım ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Her halükarda Ak Yatırım, bu bilgilerin departmanları, iştirakleri ve ortakları arasında akışının engellenmesine yönelik gerekli tüm tedbirleri almaktadır. Bilgilere ve verilere erişim, söz konusu bilgi ve verilerin değerlendirilmesi ve diğer makul nedenlerden ötürü Ak Yatırım, Ak Yatırım ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak iş, hizmet sözleşmesi kapsamında ilişkide bulunan kurum ve kişiler, Ak Yatırım ile aralarında herhangi bir iş veya hizmet sözleşmesi bulunmaksızın iş birliği ilişkisi bulunan kurum ve kişiler ile raporun hazırlanmasına katkıda bulunan, bilgi ve veri sağlayan kurum ve kişiler ile Ak Yatırım müşterileri arasında önlenmesi mümkün olmayan çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte durum ve ilişkiler ortaya çıkabilir.

Ak Yatırım rapor kapsamında hakkında tahmin ve değerlendirmelere yer verdiği sermaye piyasası ve diğer yatırım araçlarının ihraççıları, bu ihraççıların iştirakleri, bağlı ortaklıkları ve ilişkili diğer taraflarıyla iş ilişkisine girebilir, iş ilişkisi teklifinde bulunabilir. Raporda yer alan işlem ve tahminler ile Ak Yatırım'ın, Ak Yatırım ortaklarının, iştiraklerinin, sayılan kurumların yöneticilerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin doğrudan veya dolaylı olarak aynı veya farklı doğrultuda pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir.

Raporu hazırlayan veya raporda adı yer alan Ak Yatırım çalışanları, raporda yer alan analiz ve tahminlere ilişkin Ak Yatırım tarafından belirlenen kısıtlamalar kapsamında hareket ederler. Çıkar çatışması durumlarında Ak Yatırım, internet sitesinde (www.akyatirim.com.tr) yer alan [Çıkar Çatışması Politikası](#)'na uygun olarak hareket eder.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Ak Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gönderilemez ve gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Raporda yer alan her türlü unsura dair haklar münhasıran Ak Yatırım'a aittir. Ak Yatırım, raporların internet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir.

Bu raporun tarafınızla paylaşılmasını istemiyorsanız Ak Yatırım ile iletişime geçebilirsiniz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.