1. Enflasyon Gelişmeleri

Ekim ayında aylık TÜFE hem manşet (%0,4) hem de çekirdek göstergede (%0,3) beklentileri 0,1 puan aşarak fiyat baskılarının enerji bağlantılı kalemlerle sınırlı kalmayıp mal ve hizmetler geneline yayıldığını gösterdi. Geçen yılki hükümet kapanması nedeniyle yıllık değişimler bu yıl yayımlanmazken, interpolasyon yöntemiyle elde ettiğimiz verilerle manşet enflasyonun yıllık bazda %4'e yükseldiğini, yıllık çekirdek enflasyonun ise %2,8 ile mayıs ayından bu yana en yüksek seviyeye ulaştığını hesaplıyoruz. Kasım ayı itibarıyla petrol fiyatlarındaki geri çekilme enerji ve ulaştırma üzerinden enflasyonda aşağı yönlü alan oluştursa da jeopolitik belirsizlikler enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskleri canlı tutuyor. Bununla birlikte, hem barınma hem çekirdek hizmet kalemlerindeki katılığın sürmesi ve çeşitli mal gruplarında fiyat artışlarının daha da belirgin hale gelmesi hedefe vakitlice ulaşabilme konusundaki riskleri artırıyor. Yüksek gelen ekim ayı tarım dışı istihdam ve enflasyon verileri ile Fed Yönetim Kurulu Üyesi Christopher Waller'ın enflasyonun hızlanmaya devam etmesi halinde aralık ayı toplantısında 50 baz puanlık bir artışa destek verebileceğini açıklaması sonrasında piyasaların aralık ayı için fiyatlamaları 0-25 baz puandan 25-50 baz puan aralığına kayarken, 2027'nin ikinci yarısına kadar beklenen toplam faiz artış sayısı 2'den tekrar 3'e yükseldi.

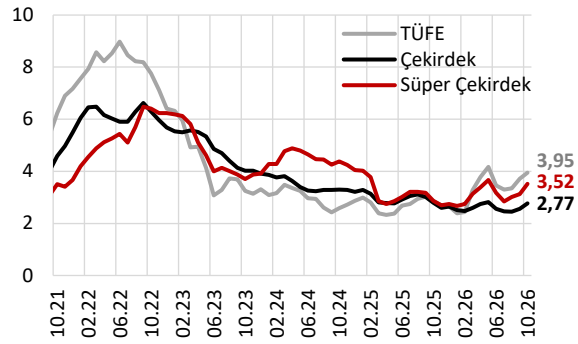
- Harcama gruplarına göre, ağustos (%2,1) ve eylülde (%5,2) petrol fiyatları ve rafineri marjlarındaki yukarı yönlü ivmelenmeyle hızlı yükselen **enerji** kalemi ekimde aylık %0,7 artarak manşet enflasyona önceki aylara kıyasla daha sınırlı düzeyde katkı (+5 bp) yaptı. **Gıda** grubunda aylık enflasyon %0,5 ile nisandan bu yana en yüksek oranda gerçekleşti (aylık katkı: +6 bp).

- Tarife etkilerinin sönümlenmeye başladığı Ekim 2025'ten Haziran 2026'ya kadar olan dönemde aylık ortalama %0,02 artarak dezenflasyon sürecine olumlu katkıda bulunan **çekirdek mal fiyatları** ekimde **ikinci el araç** fiyatlarındaki düşüşe (%-1,2) rağmen, başta **mobilya** (%1,2), **beyaz eşya** (%1,3), **görüntü ve ses ekipmanları** (%1,8), **bilgisayar ve çevre birim** (%0,5), **cep telefonu** (%1,4), **sağlık bakım** (%0,5) ve **kişisel bakım ürünleri** (%0,4) olmak üzere birçok kalemde yaygın fiyat baskılarının etkisiyle %0,2 artarak üst üste dördüncü ayda da yukarı yönlü ivmenin korunduğuna işaret etti (yıllık oran: %0,71→%0,84).

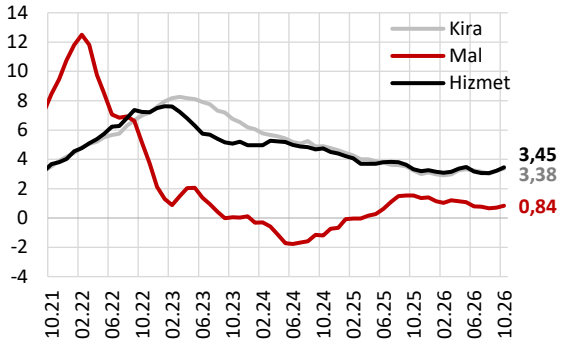
- Hizmetler tarafında, manşet TÜFE'nin %35'ini oluşturan **barınma** grubu fiyatları **ev sahiplerinin eş değer kira bedeli (OER)** enflasyonunun önceki ay olduğu gibi %0,3 ile bir miktar güçlü gelmesi ve aydan aya dalgalı seyreden **konaklama** kalemindeki %0,6'lık artış öncülüğünde %0,3 yükseldi (aylık katkı: +11 bp). Bununla birlikte, yakıt maliyetlerindeki yukarı yönlü eğilimin devamıyla **uçak bileti** fiyatları %0,4, **şehir içi ulaşım** %6,6, **ulaştırma** grubundaki genel fiyatlar ise %0,8 arttı (aylık katkı: +5 bp). Böylelikle önceki 12 aylık ortalamada %0,26 olan **çekirdek (enerji hariç) hizmet** aylık enflasyonu ekimde %0,34 olarak gerçekleşti (yıllık oran: %3,16→%3,40).

- Enflasyon ana eğilimine dair yıllıklandırılmış **medyan enflasyon** eylüle kıyasla 0,2 puan artışla %2,9'a, **kırpılmış enflasyon** ise 0,6 puan artarak %3,6 ile Mart 2025'ten bu yana en yüksek seviyeye yükseldi (Grafik 4). Temmuz-ağustos döneminde %2'nin altına gerileyen **3 aylık ortalama çekirdek enflasyonun yıllıklandırılmış** seviyesi %3,75 ile son 30 ayın en yüksek seviyesine ulaştı. İç talep ve ücretlerle ilişkisi nedeniyle yakından takip edilen **süper çekirdek** (supercore, barınma hariç çekirdek hizmetler) ise bu ayda daha fazla kalemde görülen fiyat baskılarıyla aylık %0,40 artarken, yıllık değişim %3,13'ten %3,52'ye yükseldi (Grafik 1, Grafik 3 ve Tablo 1).

Grafik 1. Tüketici Enflasyonu* (yıllık, %)

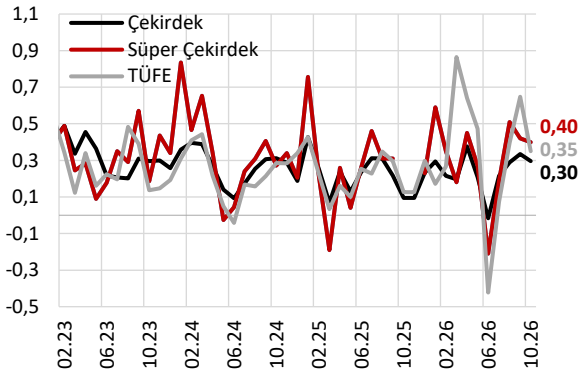


Grafik 2. Mal-Hizmet Enflasyonu* (yıllık, %)



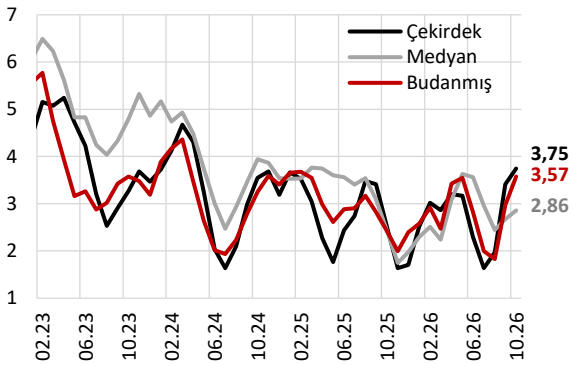
Kaynak: Bloomberg.
*Çekirdek: Gıda ve enerji dışı TÜFE. Süper çekirdek: Barınma dışı çekirdek hizmet. Ekim 2025'te hükümet kapanması nedeniyle veriler açıklanmadığı için ilgili aydaki endeks Eylül 2025 ve Kasım 2025 değerlerinin ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

Grafik 3. Aylık Enflasyon (m.a., %)



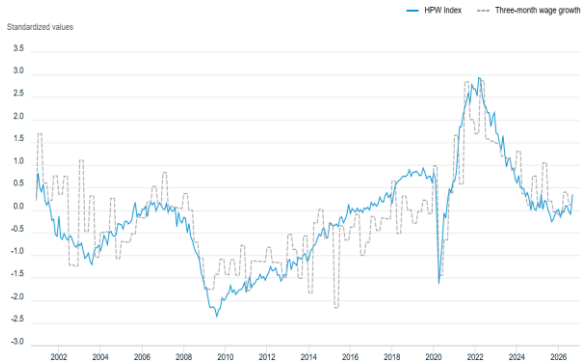
Kaynak: Bloomberg.
Not: Çekirdek: Gıda ve enerji dışı TÜFE. Süper çekirdek: Enerji ve barınma dışı hizmet. Ekim ve Kasım 2025'e ilişkin aylık çekirdek ve manşet enflasyon değişimleri yıllık endekslerin 2 aylık ortalamaları alınarak tarafımızca hesaplanmıştır.

Grafik 4. Enflasyon Eğilimi* (%)



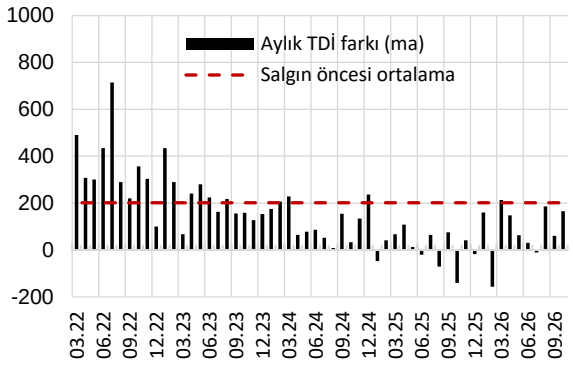
Kaynak: Bloomberg, New York Fed.
*Mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyonun üç aylık hareketli ortalamasının yıllıklandırılmış değeri.

Grafik 5. İşgücü Piyasası Sıkılık Endeksi



Kaynak: New York Fed

Grafik 6. Aylık Tarım Dışı İstihdam Artışı (bin kişi)



Kaynak: Bloomberg, BLS

2. İstihdam Gelişmeleri

Ekim ayında istihdam artışları sektörlerin geneline yayılırken, güçlü istihdam görünümü Fed'in enflasyona yoğunlaşmasına imkân tanıyarak aralık toplantısında faiz artışına alan açıyor

- ✓ **Tarım dışı istihdam** ekimde 165 bin kişi artışla beklentilerin (+70 bin) üzerinde gerçekleşerek önceki aylara kıyasla daha güçlü bir görünüm ortaya koyarken, ağustos ve eylül ayı değişimleri toplamda 84 bin kişi yukarı revize edildi. Böylelikle, eylülde 79 bin kişi olan 3 aylık ortalama artış ekimde 137 bine yükseldi (Grafik 6).

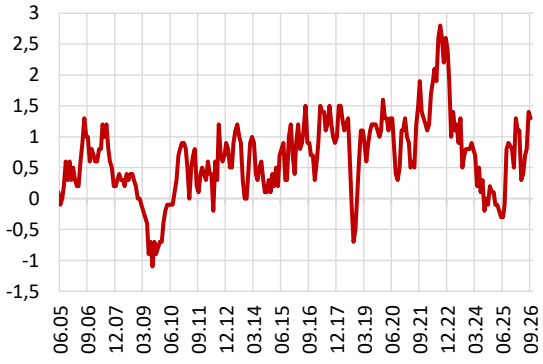
- ✓ Üst üste beşinci ayda da istihdam artışı kaydeden **imalat** sektörleri (+19 bin) diğer anket verileriyle uyumlu şekilde pozitif görünümünü korudu. Veri merkezlerinin inşasına yönelik yüksek yatırım faaliyetine rağmen konut sektöründeki durgunluğun bir yansıması olarak **inşaat** sektörü istihdamı ekimde 3 bin kişi azaldı. Diğer yandan, hizmetler tarafındaki 144 bin kişilik yüksek artışta **eğlence ve konaklama** (-13 bin) ile **toptan ticaret** (-9 bin) haricinde sektörlerin geneline yayılan görünüm ön plana çıktı. **Profesyonel hizmetlerdeki** 144 bin kişilik artış tek başına hizmet sektöründeki toplam istihdam artışının neredeyse yarısını oluşturdu. Bununla birlikte **sağlık ve sosyal bakım** (+55 bin) ve **taşımacılık** (+25 bin) ile önceki ay istihdamın daraldığı **kamu** (+6 bin) ve **finans** (+7 bin) gibi sektörler de manşet rakamı destekledi.

- ✓ **Ücretler** tarafında aylık artış %0,4 ile beklentileri (%0,3) aşarken, yıllık ücret artış hızı salgın sonrası dönemin en düşük seviyesi olan %3'ten %3,1'e yükselerek dezenflasyona dair olumsuz sinyal verdi (yıllık beklenti: %2,9, Grafik 18).

- ✓ **İşgücüne katılım oranındaki** yükselişe (%61,8→%61,9) rağmen güçlü istihdam artışının desteğiyle işsizlik oranı %4,2'den %4,1'e geriledi (beklenti: %4,2, Grafik 8).

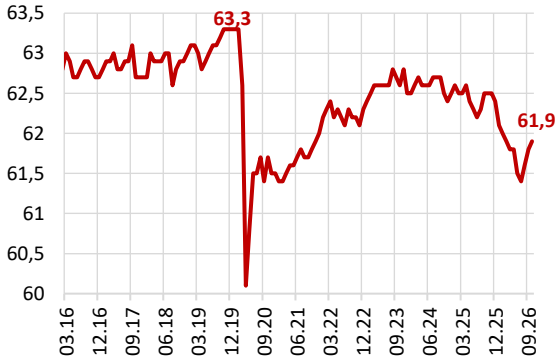
- ✓ İş değiştiren/işte kalan ücret makası başta olmak üzere işgücü piyasasına ilişkin diğer göstergeler son aylardaki canlanmayı teyit etmekle birlikte işe alım ve işten ayrılma oranları tarihsel ortalamaların altında, uzun süreli işsizliğin ise salgın öncesi seviyelerin üzerinde seyretmesi istihdam piyasasındaki dengeli görünümün şimdilik korunduğuna işaret ediyor (Grafik 7, Grafik 16, Grafik 17, Grafik 19 ve Grafik 20).

Grafik 7. İş Değiştiren ve İşte Kalan Ücret Artış Farkı (%)



Kaynak: Atlanta Fed

Grafik 8. İşgücüne Katılım Oranı (%)



Kaynak: Bloomberg

2. Piyasa Tepkisi

- Ekim ayına ilişkin güçlü tarım dışı istihdam ve yüksek enflasyon verileriyle birlikte Fed Yönetim Kurulu Üyesi Christopher Waller'ın enflasyonun hızlanmaya devam etmesi halinde merkez bankasının güvenilirliğini korumak için 50 baz puanlık bir artışa destek verebileceğini açıklamasının ardından Fed vadeli kontratlarında aralık için faiz artışı fiyatlamaları 0-25 baz puandan 25-50 baz puan aralığına kayarken, önümüzdeki yılın ilk yarısına kadar Fed'den beklenen toplam faiz artışı sayısı da 2'den 3'e yükseldi (Grafik 9).

- Faiz artışı beklentilerindeki güçlenmeyle 2 yıllık ABD tahvil getirisi 18 baz puanlık artışla %4,74'e yükseldi. 2 yıllık tahvil getirisindeki bu yükseliş, yaklaşık iki yıldır günlük bazda kaydedilen en yüksek artış oldu. 10 yıllık getiri ise günü 11 baz puan artışla %4,99'da tamamladı (Grafik 10).

- Dolar endeksi (DXY) diğer önemli para birimleri karşısında %0,6 değer kazandı (Grafik 11). Türkiye'nin 5 yıllık CDS priminde ise veri sonrasında anlamlı bir hareket oluşmadı (Grafik 12).

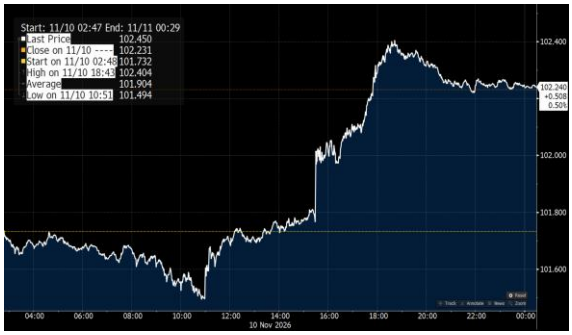
Grafik 9. Yıl Sonuna Kadar Beklenen Faiz Artısı Miktarı



Grafik 10. ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi



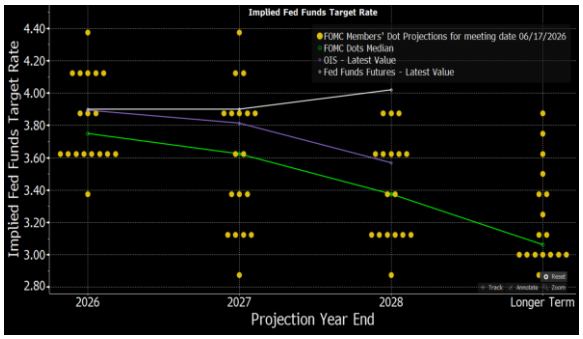
Grafik 11. DXY



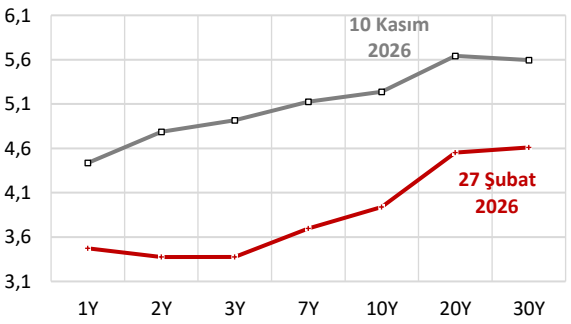
Grafik 12. Türkiye 5Y CDS Risk Primi



Grafik 13. Eylül 2026 Dot Plot



Grafik 14. ABD Hazine Tahvil Getiri Eğrisi (%)



Kaynak: Bloomberg, BLS.

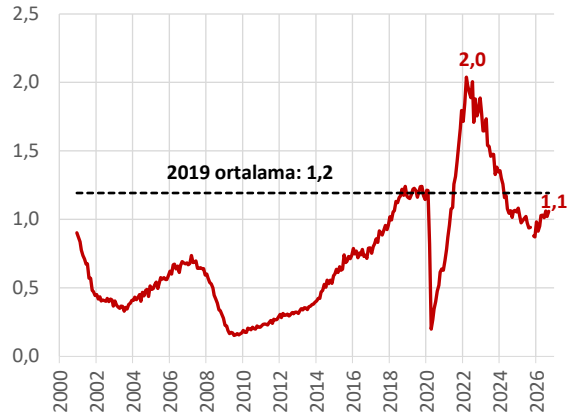
Tablo 1. Aylık Enflasyon Isı Haritası (m.a., %)

	TÜFE	TÜFE (enr hariç)	TÜFE (enr ve gıda hariç)	TÜFE mallar (enr ve gıda hariç)	TÜFE hizmet (enr hariç)	TÜFE süper çekirdek	TÜFE (yapışkan - sticky)	TÜFE (yapışkan, barınma hariç)	TÜFE (medyan)	TÜFE (kırpılmış)	PCE (enr ve gıda hariç)	PCE (kırpılmış)
01.20	0,19	0,27	0,26	-0,05	0,37	0,41	0,27	0,23	0,30	0,23	0,18	0,19
02.20	0,05	0,25	0,25	0,28	0,25	0,27	0,19	0,16	0,24	0,21	0,20	0,21
03.20	-0,45	-0,06	-0,12	-0,16	-0,10	-0,52	0,03	-0,15	0,24	0,16	-0,08	0,10
04.20	-0,79	-0,21	-0,49	-0,88	-0,37	-1,03	-0,15	-0,42	0,18	0,01	-0,32	0,12
05.20	-0,09	-0,01	-0,13	-0,35	-0,05	-0,38	0,02	-0,13	0,24	0,16	0,10	0,15
06.20	0,48	0,22	0,16	-0,09	0,27	0,46	0,26	0,37	0,15	0,17	0,16	0,13
07.20	0,51	0,43	0,58	0,55	0,59	1,02	0,52	0,76	0,28	0,34	0,36	0,22
08.20	0,37	0,35	0,39	0,92	0,18	0,22	0,23	0,30	0,21	0,23	0,29	0,17
09.20	0,26	0,17	0,19	0,70	0,03	-0,03	0,02	-0,02	0,09	0,13	0,16	0,11
10.20	0,12	0,15	0,14	0,28	0,09	-0,04	0,08	-0,01	0,15	0,13	0,09	0,12
11.20	0,23	0,21	0,25	0,19	0,25	0,49	0,20	0,31	0,12	0,15	0,09	0,08
12.20	0,43	0,18	0,13	0,23	0,10	0,06	0,12	0,10	0,12	0,18	0,28	0,13
01.21	0,24	0,04	0,02	0,02	0,03	-0,06	0,08	0,04	0,11	0,09	0,26	0,17
02.21	0,34	0,14	0,15	-0,09	0,24	0,22	0,18	0,16	0,20	0,24	0,25	0,20
03.21	0,52	0,22	0,25	0,22	0,26	0,33	0,19	0,17	0,18	0,24	0,40	0,19
04.21	0,62	0,75	0,81	1,78	0,48	0,73	0,41	0,56	0,24	0,36	0,59	0,22
05.21	0,66	0,63	0,66	1,63	0,32	0,41	0,35	0,41	0,27	0,44	0,46	0,22
06.21	0,85	0,79	0,79	1,86	0,45	0,56	0,28	0,25	0,27	0,42	0,49	0,21
07.21	0,46	0,40	0,36	0,30	0,39	0,51	0,35	0,40	0,25	0,42	0,41	0,27
08.21	0,28	0,17	0,13	0,18	0,08	-0,14	0,25	0,22	0,33	0,39	0,34	0,25
09.21	0,45	0,34	0,25	0,44	0,19	-0,03	0,26	0,17	0,43	0,46	0,19	0,34
10.21	0,96	0,74	0,70	1,42	0,45	0,41	0,47	0,51	0,58	0,77	0,52	0,40
11.21	0,86	0,64	0,62	1,11	0,42	0,43	0,39	0,37	0,43	0,57	0,50	0,32
12.21	0,69	0,62	0,63	1,39	0,34	0,33	0,38	0,37	0,40	0,53	0,55	0,39
01.22	0,60	0,59	0,55	0,98	0,39	0,36	0,55	0,65	0,51	0,59	0,49	0,49
02.22	0,69	0,59	0,53	0,53	0,53	0,56	0,50	0,53	0,52	0,57	0,48	0,41
03.22	1,12	0,36	0,27	-0,38	0,52	0,61	0,43	0,40	0,50	0,52	0,40	0,28
04.22	0,31	0,57	0,50	-0,10	0,74	0,96	0,59	0,65	0,55	0,45	0,33	0,28
05.22	0,95	0,62	0,53	0,44	0,56	0,55	0,58	0,58	0,60	0,70	0,35	0,40
06.22	1,26	0,73	0,68	0,53	0,76	0,78	0,68	0,64	0,63	0,73	0,62	0,60
07.22	-0,01	0,46	0,35	0,09	0,46	0,23	0,51	0,39	0,56	0,44	0,34	0,37
08.22	0,06	0,54	0,49	0,26	0,55	0,39	0,59	0,50	0,62	0,58	0,51	0,46
09.22	0,42	0,59	0,57	0,16	0,73	0,70	0,63	0,53	0,56	0,53	0,42	0,33
10.22	0,56	0,44	0,39	0,01	0,53	0,32	0,46	0,31	0,61	0,44	0,40	0,41
11.22	0,26	0,34	0,31	-0,24	0,49	0,25	0,49	0,33	0,48	0,38	0,29	0,29
12.22	0,02	0,36	0,36	-0,17	0,54	0,30	0,46	0,22	0,44	0,45	0,35	0,33
01.23	0,53	0,42	0,41	0,15	0,52	0,40	0,50	0,38	0,55	0,52	0,42	0,41
02.23	0,34	0,47	0,49	0,13	0,63	0,49	0,54	0,41	0,59	0,43	0,35	0,34
03.23	0,12	0,29	0,34	0,21	0,38	0,24	0,33	0,19	0,38	0,21	0,40	0,34
04.23	0,34	0,42	0,45	0,44	0,46	0,28	0,47	0,38	0,40	0,33	0,32	0,32
05.23	0,16	0,35	0,36	0,46	0,32	0,09	0,31	0,14	0,40	0,24	0,33	0,31
06.23	0,22	0,20	0,22	-0,12	0,37	0,18	0,29	0,12	0,38	0,24	0,24	0,23
07.23	0,20	0,21	0,21	-0,36	0,42	0,35	0,30	0,15	0,26	0,23	0,14	0,22
08.23	0,48	0,21	0,20	-0,25	0,34	0,29	0,35	0,29	0,34	0,28	0,12	0,20
09.23	0,39	0,28	0,31	-0,29	0,54	0,57	0,40	0,31	0,46	0,34	0,33	0,26
10.23	0,14	0,30	0,30	0,08	0,37	0,19	0,35	0,28	0,37	0,27	0,22	0,24
11.23	0,15	0,28	0,30	-0,27	0,47	0,44	0,30	0,13	0,47	0,25	0,17	0,21
12.23	0,19	0,24	0,26	-0,08	0,36	0,34	0,34	0,26	0,34	0,26	0,14	0,15
01.24	0,31	0,35	0,36	-0,29	0,60	0,83	0,52	0,56	0,45	0,44	0,42	0,44
02.24	0,41	0,35	0,40	0,16	0,48	0,47	0,33	0,23	0,37	0,32	0,30	0,26
03.24	0,44	0,34	0,39	-0,08	0,53	0,65	0,40	0,36	0,39	0,31	0,37	0,27
04.24	0,22	0,26	0,27	-0,11	0,40	0,34	0,37	0,35	0,34	0,22	0,19	0,22
05.24	0,05	0,14	0,14	-0,13	0,21	-0,03	0,21	0,03	0,19	0,12	0,13	0,23
06.24	-0,04	0,11	0,09	-0,18	0,20	0,04	0,24	0,19	0,21	0,16	0,21	0,20
07.24	0,17	0,18	0,17	-0,25	0,31	0,24	0,26	0,15	0,21	0,20	0,17	0,16
08.24	0,16	0,24	0,25	-0,16	0,36	0,31	0,28	0,14	0,30	0,19	0,21	0,19
09.24	0,21	0,31	0,31	0,14	0,36	0,41	0,31	0,29	0,34	0,29	0,27	0,27
10.24	0,29	0,30	0,31	0,04	0,40	0,27	0,30	0,22	0,32	0,32	0,29	0,29
11.24	0,28	0,30	0,29	0,19	0,29	0,34	0,22	0,19	0,29	0,28	0,14	0,22
12.24	0,34	0,20	0,19	-0,01	0,22	0,21	0,21	0,13	0,26	0,25	0,17	0,24
01.25	0,43	0,41	0,43	0,30	0,47	0,76	0,39	0,45	0,32	0,38	0,33	0,22
02.25	0,23	0,24	0,25	0,20	0,29	0,22	0,28	0,27	0,29	0,28	0,32	0,23
03.25	0,03	0,11	0,07	-0,07	0,11	-0,19	0,19	0,05	0,32	0,21	0,11	0,23
04.25	0,16	0,21	0,24	0,09	0,30	0,26	0,29	0,26	0,32	0,24	0,30	0,24
05.25	0,10	0,15	0,13	-0,04	0,17	0,04	0,19	0,12	0,25	0,19	0,23	0,19
06.25	0,25	0,24	0,23	0,19	0,28	0,26	0,34	0,37	0,31	0,28	0,25	0,28
07.25	0,23	0,28	0,31	0,21	0,35	0,46	0,36	0,44	0,28	0,25	0,18	0,15
08.25	0,35	0,33	0,31	0,22	0,32	0,31	0,28	0,23	0,29	0,25	0,22	0,25
09.25	0,30	0,22	0,22	0,20	0,23	0,31	0,21	0,23	0,20	0,20	0,23	0,18
10.25	0,13	0,09	0,09	0,03	0,10		0,12	0,09	0,12	0,15	0,18	0,14
11.25	0,13	0,09	0,09	0,03	0,10		0,12	0,09	0,12	0,15	0,16	0,14
12.25	0,30	0,29	0,23	0,03	0,27	0,23	0,28	0,25	0,26	0,30	0,32	0,19
01.26	0,17	0,28	0,30	0,04	0,39	0,59	0,36	0,47	0,19	0,19	0,40	0,20
02.26	0,27	0,24	0,22	0,08	0,27	0,35	0,21	0,21	0,17	0,23	0,34	0,16
03.26	0,87	0,17	0,20	0,11	0,23	0,18	0,20	0,14	0,19	0,19	0,26	0,21
04.26	0,64	0,40	0,38	0,03	0,50	0,45	0,38	0,24	0,40	0,43	0,28	0,26
05.26	0,47	0,20	0,21	-0,11	0,29	0,27	0,24	0,17	0,30	0,26	0,31	0,25
06.26	-0,42	0,02	-0,02	-0,09	0,03	-0,21	0,07	-0,06	0,17	0,01	0,13	0,13
07.26	0,07	0,20	0,22	0,20	0,23	0,19	0,29	0,31	0,26	0,22	0,14	0,17
08.26	0,40	0,27	0,29	0,11	0,33	0,51	0,25	0,32	0,17	0,22	0,26	0,16
09.26	0,65	0,29	0,33	0,25	0,37	0,42	0,28	0,24	0,23	0,29	0,32	0,23
10.26	0,35	0,32	0,30	0,16	0,34	0,40	0,39	0,47	0,30	0,37		

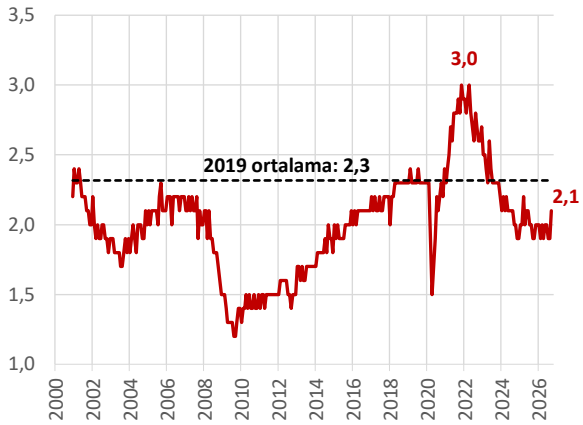
Kaynak: Fred, St. Louis Fed

Not: PCE verileri TÜFE'ye göre gecikmeli açıklanması nedeniyle ekim ayı verileri bulunmamaktadır. Ekim ve Kasım 2025'e ilişkin diğer aylık enflasyon verileri yıllık endekslerin 2 aylık ortalamaları alınarak tarafımızca hesaplanmıştır.

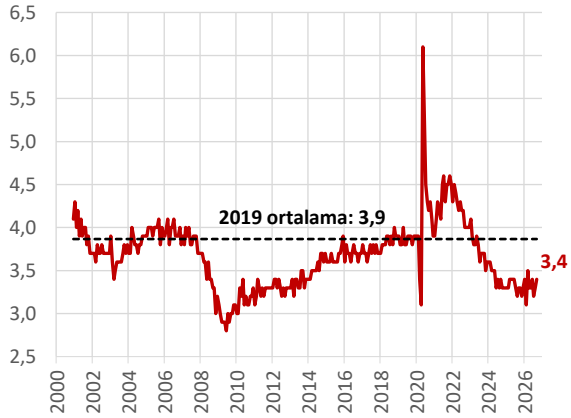
Grafik 15. İşsiz Başına Açık İş (V/U, Tarım Dışı)



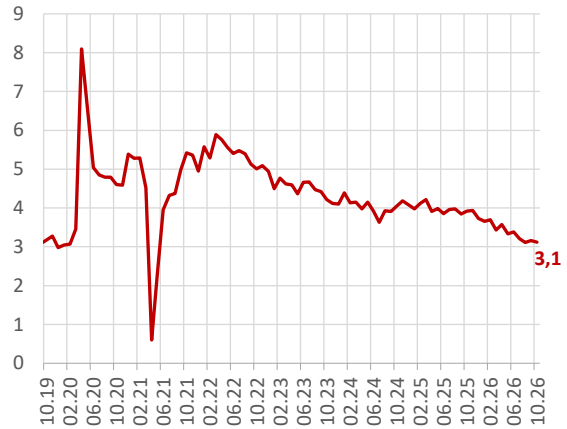
Grafik 16. İşten Ayrılma Oranı (Tarım Dışı, %)



Grafik 17. İşe Alım Oranı (%)



Grafik 18. Ortalama Saatlik Ücret (yıllık % değişim)

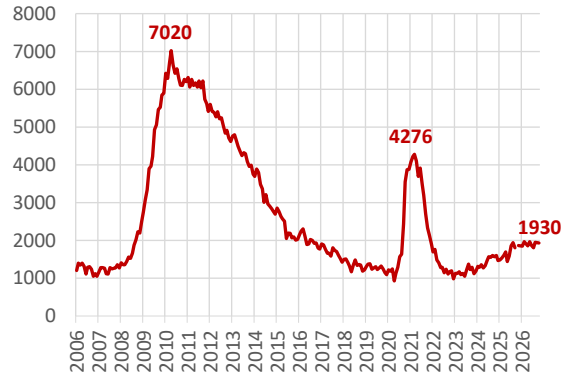


Grafik 19. İşsiz Kalma Süresi (mevs. ard., hafta)



Kaynak: St. Louis Fed

Grafik 20. 27 Hafta ve Daha Fazla İşsiz Kalanların Sayısı (bin kişi)



Kaynak: St. Louis Fed