MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 09-2025

MB Faizi 17% **Resmi** Enflasyon 8,1% (Hedef: 4%) **ECB** Faizi 2,65% **FED** Faizi 4-4,25% Sber Endeksi 8,1% Abromov Benzin Endeksi 8,5% Brent 65,9$, Ural 62,3$, Gaz 3,38$ USD/RUB 82,9 ₽ EUR/RUB 97,1 ₽ CNY/RUB 11,6 ₽

Endeks	Enf.(%)
Resmi Enflasyon	8,1%
Hedef	4,0%
Halk Indeksleri	
Sberindex	8,1%
Abromov Benzın Endeksi	8,5%
Borş	25,9%
Vinegret	20,1%
Okroşka	11,6%
Olivye	12,8%
Şuba	14,0%
Tüketici Sepeti	16,6%

Resmi veriler / Halk Endeksleri

Resmi değerler ile halk indeksleri bu ay şaşırtıcı derecede tutarlılık gösteriyor. Bunlar içerisinde **Sberbank** ve Ünlü ekonomist **Abromov**'un benzin fiyatlarının resmi enflasyona ilişkisi itibarlı sayılıyor._|

Manşet Washington | Gündem KDV 22% | Spot MB 17%

Petrol ve Gaz | Ticaret Dengesi

Petrol ve Gaz | Ural ham petrolü, Ağustos ayından bu yana varil başına 61-65 dolar aralığında işlem görüyor; bu Brent petrolünün 65-69 dolar aralığıyla kıyaslandığında daha düşük bir seviye. Çin, **Rus ham petrolünün en büyük alıcısı** olmaya devam ederken, Rusya da **Hindistan'ın bir numaralı tedarikçisi** konumunu sürdürüyor. Hindistan'ın alımlarına yanıt olarak Washington, Yeni Delhi'nin direnci üzerine Hindistan ithalatına %50 **tarife** uyguladı. Bu hamleye rağmen Hindistan, alımlarını sürdüreceğini açıkladı. Putin'in birkaç ay içerisinde Hindistan'ı ziyareti planlanıyor.

Öte yandan, Eylül ayındaki Ukrayna drone saldırıları, Rus ihracatını aksattı ve üretim riskini artırarak Moskova'yı sevkiyatlarda diğer batı limanlarına yönlendirdi. Yaptırımlı tankerlere yeni kısıtlamalar ise **Rus petrol akışını daha da karmaşık** hale getirdi.

Temmuz ayında **AB ve İngiltere**, piyasanın %15 altında ayarlanan "yüzer fiyat tavanı" (şu anda 47,60 dolar/varil) uygulayarak ek tedbirler getirdi. Bu seviye, Aralık 2022'de G7 tarafından belirlenen 60 dolarlık tavanın oldukça altında kalıyor._|

Gaz; ABD doğal gazı, düşen üretim nedeniyle MMBtu başına 3,37 dolara yükselerek 10 haftanın zirvesine ulaştı. Uzun vadede, yeni projelerle 2030'a kadar küresel LNG kapasitesinin %60 artması bekleniyor ve bu artışın yarısı ABD'den gelecek. Bu durum, Asya ve Avrupa'da arz fazlası ve daha düşük fiyat riski yaratarak ABD ihracatçılarını zorlayabilir. Ancak, yenilenebilir enerji yatırımlarının yavaşlaması ve yapay zeka için artan elektrik ihtiyacına güçlü talep, fiyatlara destek sağlayabilir._|

Dedikodu

- MB Faizinin **24 Ekim'**de mevcut %17'den %16'ya düşeceği
- **KDV**'nin Ocak 2026'da ye 22% yükselmesi
- Bankaların **şikayete göre yeni Rating S**istemi
- **Amerika ve İsrail'in İran'la savas eskalasyou**
- Yıl sonu CNY/RUB 12,1 ₽ USD/RUB 87,1 ₽ EUR/RUB 101,1 ₽
- **Çin, Hindistan Endonezya ve Vietnam'la** ile her alanda yakın temas
- **Vietnam, Nepal ve Bangladeş**'ten işgücü
- Avrupa yeni yaptırımları ve bütün **köprülerin sistematik yıkılışı**
- Askeri Operasyonun şiddetleneceği
- **Ural** Petrolünün **2026'da** 60 USD/v ortalamasını koruması. (Brent 68 USD/v)

Rus Tipi Ekonomi | Devlet Kapitalizmi

Rus iktisatçıların bugünkü temel doktrini bir yanda, "**her ne pahasına olursa olsun**" işlemesi gereken **sivil havacılık, tarım, eğitim, sağlık** gibi kamu hizmetleri; diğer yanda verimlilik, kârlılık ve maliyet-fayda dengesi üzerine kurulu saf "ekonomi" mantığının kombinasyonudur._|

İmalat (PMI)

PMI, imalat ve hizmet sektörlerindeki reel durumu gösteren en iyi parametredir. 50'nin üzeri genişleme, 50'nin altı daralmayı ifade eder.



окт.24	ноя.24	дек.24	янв.25	фев.25	мар.25	апр.25	май.25	июн.25	июл.25	авг.25	сен.25
50.6	51.3	50.8	53.1	50.2	48.2	49.3	50.2	47.5	47.0	48.7	48.2

Ekonominin nabzı imalat sanayindedir. 5 büyüklerin imalat PMI'leri karşılaştırılınca Hindistan ve Brezilya'nın güçlü genişleme eğiliminde iken, ABD toparlanma sinyali ile dalgalı, Çin ve Euro Bölgesi 50 eşiğine yakın fakat daralma baskısında; Türkiye ise uzun süreli daralma eğilimini koruduğu gözlemleniyor. Yukarıdaki grafikte Rusya'nın temkinli/kırılgan seyrinin altını çizerken, verilerin bölgesel ve sektörel heterojenlikten (dengesizlikten) arındırılması gerektiğini de belirtilmeliyiz. _|

Makro - ekonomik veriler (Aralık 24-25 / Ort.)

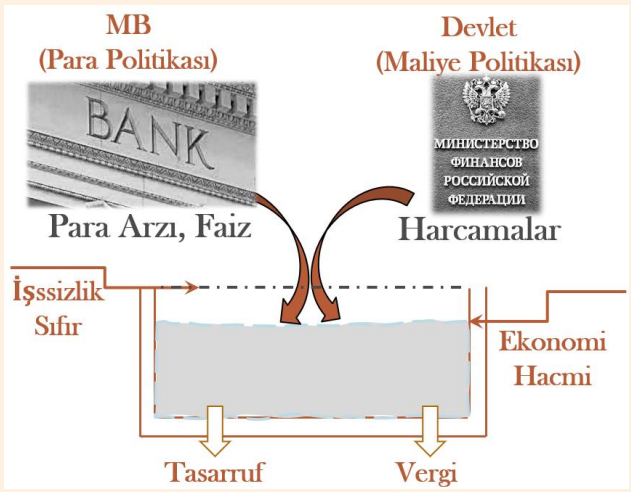
Yıl	Enflasyon	'Reel" MB Faizi	Büyüme (%, YoY)	İhracat (10^9 USD)	İthalat (10^9 USD)	USD / RUB (Yıllık ort.)	Petrol (USD/Varil)	Reel Maaş artışı (2021=100)	İşsizlik (%)	Bütçe dengesi (%GSYH)
2023	7,4	2,5	4,1	465	380	84,7	63	108,5	3,2	-2,3
2024	9,5	8,0	4,3	476	381	92,4	68	119,1	2,5	-1,6
2025	6,8	12,5	1,4	450	381	87,3	58	122,6	2,4	-2,2
2026	4,7	9,0	1,6	455	390	97,5	60	125,6	2,6	-1,5
2027	4,3	5,9	1,8	474	397	101,5	60	128,2	2,8	-1,1

MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 09-2025

Yatırım | Faiz | Enflasyon

Biz makroekonomiyi analiz ederken temel 3 parametreye, işsizlik, enflasyon ve merkez bankası faizine odaklanırız. İşsizlik yüksek olduğunda ekonomi tam kapasite çalışmaz ve tüketim düşer. Devletler bu dengeyi sağlamak için hükümet harcamaları, vergiler, faiz oranları ve para arzı gibi araçları kullanır.

Vergiler arttığında, bireyler ve şirketler gelirlerinin önemli bir kısmını vergi olarak ödedikleri için yatırım yapamaz hale gelir. Bu durumu engellemek için devletin vergileri azaltması veya topladığı vergileri hükümet harcamaları şeklinde ekonomiye geri kazandır-



-ması gerekir. Aksi takdirde ekonomik faaliyetler yavaşlar, işsizlik artar. Öte yandan, hükümetin aşırı harcama ve yatırım yapması piyasada para bolluğuna yol açar ve bu da enflasyonu tetikleyerek paranın değerini düşürür.

Faiz oranları düşürüldüğünde, sermaye sahipleri paralarını bankada tutmak yerine daha yüksek getiri elde etmek için yatırım yapmaya yönelir. Bu durum ülkedeki yatırımları artırarak işsizliği azaltır.

Ancak aşırı düşük faiz ve para arzındaki kontrolsüz artış enflasyon riskini beraberinde getirir. Tersine, faizler yükseltildiğinde bireyler tasarrufa yönelir, harcamalar azalır ve talep düşer. Bu da yatırımların ve üretimin yavaşlamasına, dolayısıyla işsizliğin artmasına neden olur. Merkez bankaları döviz kurunu kontrol etmek amacıyla faizleri önemli ölçüde artırabilir. Bu durum yabancı yatırımcıları ve yerel tasarrufları çekerek döviz girişini artırır ve döviz kuru üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturur.

Ancak yüksek faiz ortamı, yatırımların cazibesini azaltır ve girişimciler risksiz faiz gelirini tercih eder. Aynı zamanda tüketicilerin harcama yerine tasarrufa yönelmesi talebi düşürür, bu da üretimin azalmasına ve işsizliğin artmasına yol açar. Aşırı tasarrufların neden olduğu bu olumsuz etki, merkez bankasını faizleri indirme baskısıyla uğraştırırken, diğer yandan konut ve borsa piyasalarında oluşabilecek krizlere/sert düşüşlere karşı bir koruma sağlar.

Aşağıdaki soru-cevaplar umuyoruz Rusya Merkez Bankası'nın bugünkü pozisyonunu ve direncini izah edecek niteliktedir. _|

Faizler düşüyor, mevduattan çekip mortgage almak için doğru zaman mı?

Mevduatlar cazip kalmaya devam edecek çünkü faiz indirimleri kademeli olacak, **mevduat faizi enflasyonun üzerinde** tutulacak. _|

Bankacılık sektöründe sorunlu kredilerden dolayı destek ya da yeniden yapılandırma ihtiyacı olabilir mi? Bankaların sermaye yeterliliğinde sorun yok, **sektör kârlı** (2025 ilk yarı kârı ₽1,7 trilyon). Takipteki krediler düşük seviyede, risk maliyeti %0,9 ile tarihsel olarak normal. Tüketici kredilerinde karşılık oranı yüksek (%90), konut kredilerinde daha düşük (%67) ama teminat güçlü. Dolayısıyla **bankacılıkta ciddi risk görmüyoruz.**

Varsayımsal bir stres senaryosunda dahi, bir banka sermaye yeterliliği sorunu yaşarsa, bunu kredi portföy büyümesini yavaşlatmak, satmak veya teminatlandırmak (seküritizasyon) gibi dış yardım olmadan **çözebilecek araçlara sahiptir.** _|

Enflasyonu bir "ağrı skalası" ile ölçsek, Rusya bugün nerede olur? Düşük enflasyon, **insanların bunu fark etmediği seviyedir** (Rusya için %4, birçok gelişmiş ekonomi için %2). _|

Rusya Merkez Bankası'nın "rahat" kabul ettiği işsizlik oranı nedir? Yıl sonunda işsizliğin %3'ü aşma ihtimali nedir?

İşsizlik değil enflasyon %4 olduğunda konfora ulaşılacak. İşgücü piyasasının normale döndüğünün niteliksel göstergesi, **işgücü kıtlığının hafiflemesi ve ücret artışlarının verimlilik artışıyla uyumlu olmasıdır.** Ayrıca işsizliğin mutlaka yükselmesi gerekmez; işçiler sektörler arasında hareket edebilir.

Mevcut veriler işçi çıkarmayı planlayan şirketlerin oranı artsa da, işe alım yapmayı planlayan şirketlerin sayısının hala onların **iki katı** olduğunu gösteriyor.

Yapısal dönüşüm nedeniyle ekonomide **heterojenlik (dengesizlik) artmıştır**; bazı şirketler büyürken diğerleri küçülmektedir. _|

Türkiye'de faiz %46, enflasyon %35; Arjantin'de %29'a karşı %40. Eğer faizi keskin şekilde (örneğin yarıya) indirsek ne olur?

Para politikası yıllık enflasyon ile bugünkü faiz farkına bakarak ölçülmez; güncel aylık fiyat artış hızları ve beklentiler dikkate alınır.

Dolayısıyla, faizi enflasyonu dikkate almadan hızlı indirmek fiyatların yeniden fırlamasına ve **enflasyon sarmalına** yol açar. Faizi yarıya indirme önerisi, 2021'de Türkiye'de uygulandı. Faiz %24'ten %10'a düşürüldü ama o dönemde enflasyon zaten yükselme eğilimindeydi. Sonuçta 2023'te enflasyon %85'e çıktı. Ancak faiz neredeyse %50'ye yükseltildikten sonra düşmeye başladı. Bu örnek, politika faizinin enflasyon ve beklentilerle uyumlu olması gerektiğini gösteriyor. _|

İnsanların yeniden ipotekli konut kredisi kullanmaya başlaması için politika faizinin hangi seviyeye gelmesi bekleniyor?

İnsanların mortgage kullanımı kişisel koşullarına bağlıdır.

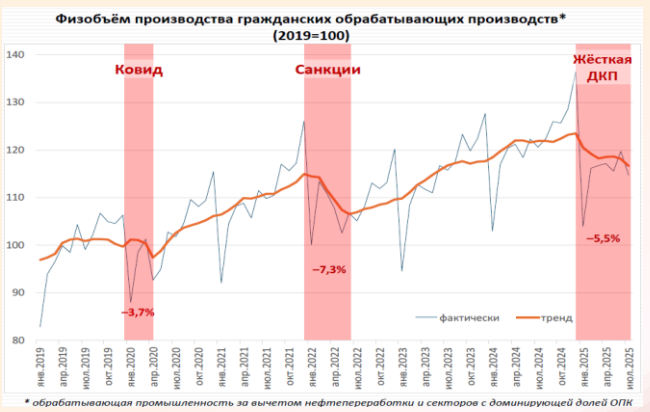
Mortgage kredilerinin, devlet destek programları olmadan önemli ölçüde büyüyebileceği dönem, enflasyonun %4 civarında olduğu 2017-2019 yıllarıdır. O dönemde mortgage faizleri %8-9 seviyesindeydi.

Dengeli büyüme için daha **uygun referans 2017-2019 seviyeleridir.** _|

GSYİH? Bu yıl için GSYİH tahmini (1,4%) değişmedi. OPEC+ kısıtlamalarıyla ihracat ve üretimdeki toparlanma, bazı sektörlerde, özellikle borç yönetiminde sorun yaşayan şirketleri zorlasa da **GSYİH'da büyümenin pozitif** kalmasını destekleyecektir. _|

Rublenin 7 aydır değer kazanması sürdürülebilir mi? Bu trend tersine dönerse enflasyon hızlanır mı? Ruble güçlenmesi bu yıl esasen sıkı para politikasından kaynaklanıyor; bu da faizin talep ve enflasyona etki kanallarından biri. _|

Sıkı Para politikasının İmalat sektörüne etkisi



MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 09-2025

KDV 22%? 2026'da KDV'nin %20'den %22'ye yükseltilmesi gündemde. Bu hükümetin son dönemdeki **üçüncü önemli vergi artışı olacak**. Daha önce kurumlar ve gelir vergisinde artışa gidilmiş ve şirketlerin ekstra kazançları üzerine bir defalık vergi uygulanmıştı.

Öte yandan, Maliye hassaslaşan bir bütçe açığı ile karşı karşıya. Yılın ilk 8 ayında açık 4,2 tr. rubleye ulaşmış durumda. Bu rakam, açıklanan GSYİH'nın %1,7'sine (3,8 tr. ruble) hedefinin oldukça üzerinde.

Maliye Bakanlığı'nın ay sonuna kadar açıklaması beklenen güncellemiş bütçe projeksiyonlarında, 2025 yılı planlı bütçe açığının GSYİH'nın %2,5'ine (yaklaşık 5,5 trilyon ruble) yükseltilmesini bekliyoruz. Daha önce de ifade ettiğimiz gibi, %2,5 seviyesindeki bir **bütçe açığı/GSYİH** oranının sürdürülebilir kabul edilebileceği görüşündeyiz.

Temkinli olmak adına, bu durumu Türkiye, Euro Bölgesi ve Amerika ile karşılaştırınca – eğer sürdürülebilirse– Rusya için kırılgan bir durum olmadığı göze çarpıyor. (Maastricht Kriteri «**Oranın %3'ü geçmemesi**» kuralı).

Vergilerin Yapısı ve KDV

2024 yılı sonunda KDVden elde edilen gelirler 13,5 trilyon ruble oldu – bu, toplam tahsilatın neredeyse %37'sine denk geliyor. Özellikle, **KDV'nin bütçeye katkısı, petrol ve gaz gelirlerinden daha fazla**. Buna KDV'nin tahsilatı en kolay vergilerden biri olması da eklenince KDV'yi artırmak, aynı zamanda hazineyi kuvvetlendirmenin **en etkili yolu**. KDV vergi oranındaki 2 puanlık temel bir artıştan 1-1,5 trilyon ruble ilave gelir öngörülüyor. 2026 yılı için planlanan bütçe açığının 2,2 trilyon ruble olduğu düşünüldüğünde, bu oldukça kayda değer bir miktar.

KDV Artışının Enflasyona Olası Etkisi

Rusya'nın yakın geçmişinde benzer bir deneyimi var. 2019'da da KDV'nin %18'den %20'ye yükseltilmesi, enflasyonu yaklaşık 0,6-0,7 puan artırmıştı. Ancak bu etki kısa sürmüş ve bir yıl içinde ortadan kalkmıştı. Öte yandan, artışın talep hacmi üzerinde önemli bir düşüş yarattığı da gözlemlenmişti.

Mevcut koşullar ise 2019'dakinden farklı sanki. Yüksek seyreden fiyat artışları ve enflasyon beklentileri, bu seferki artışın enflasyona yansımasının daha güçlü olacağına işaret ediyor. Ayrıca, şirketlerin yüksek faiz giderleri ve personel maliyetleri karşısında karlılıklarını düşürme esnekliği oldukça sınırlı. Bu nedenle, vergi maliyetinin fiyatlara kuvvetli yansıtılması kaçınılmaz görünüyor. Bu yüzden biz de **KDV'nin %22'ye çıkarılmasının enflasyonu 1,0-1,5 puan artıracağını** düşünüyoruz. _|

En büyük 10 risk | İş dünyasının manevra alanı kendi coğrafyasıdır. Fakat son 10 yılda makroekonomi reflekslerinde uzak coğrafyaların **kelebek etkileri** oldukça önem kazandı. Tahmini ve tahlili zor bu **politize/ekonomi** bizleri güncel gerilimleri bir skalada takip etmeye zorluyor. Gümrük savaşları ve **Çin-ABD-EuroZone**'un üç büyüklerinin nüfuz mücadelesindeki bu çok katmanlı rekabet ortamı, şirketlerin ve yöneticilerin hem makro hem mikro finansal planlamaların sürekli güncellemelerini zorunlu kılıyor. Sizlere 10 önemli global riski zaman eğrisinde sunuyoruz. _|

Risk	Açıklama	Skor
Küresel ticaret	ABD'ye giren mallara yönelik gümrük vergileri	8
Orta Doğu bölgesel savaşı	Bölgesel çatışmanin enerji altyapısını tehditi	5
ABD-Çin stratejik rekabeti	Tayvan veya Güney Çin Denizi'ndeki gerilimler	9
Küresel teknoloji ayrışması	ABD ve Çin arasındaki teknoloji ayrışmasının kapsam ve boyutu	7
Büyük siber saldırılar	Kritik fiziksel ve dijital altyapıda uzun süreli kesintiler	9
Büyük terör saldırıları	Büyük can kaybı ve ticari aksaklıklar	9
Rusya-NATO çatışması	Catışmanın Ukrayna dışına taşma riski	6
Gelişen piyasalarda siyasi krizler	Gelişmekte olan ülkelerin siyasi sistemleri ve kurumları	5
Kuzey Kore	Kuzey Kore nükleer silahlanması	5
Avrupa'da parçalanma	Düşük ekonomik büyüme ve enflasyonist baskılar, popülizm	5

