MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 10-2025

MB Faizi 16,5% **Resmi Enflasyon** 8,0% (Hedef: 4%) **Sber Endeksi** 7,8% **Abromov Benzin Endeksi** 11,7% **Brent** 64,4$ **Ural** 58,4$ **Gaz** 4,3$ **USD/RUB** 80,9 ₽(84 ₽)* **EUR/RUB** 93,4 ₽ (96 ₽)* **TL/RUB** 1,93 ₽ (1,9 ₽)* **CNY/RUB** 11,3 ₽ (11,7 ₽)*

* Parantez içi yıl sonu tahmin

Endeks	Enf.(%)
Resmi Enflasyon	8,0%
Hedef	4,0%
Halk İndeksleri	
Sberindex	7,8%
Abromov Benzin Endeksi	11,7%
Borş	23,8%
Vinegret	17,5%
Okroşka	5,4%
Olivye	8,9%
Şuba	10,6%
Tüketici Sepeti	13,8%

Resmi veriler / Halk Endeksleri

Bu ay resmi ve halk indekslerinde **Sberbank** çok yakınken, **Abromov**'un ve klasik Rus mutfağı* arasında bir menfi fark gözlemledik.|



* Borş ve benzeri kalemler, Rus temel gıda ürünlerinden geleneksel yemeklerdir. Birçok ekonomist, tüketici sepetlerini bu **klasik mutfak endeksleri** ile karşılaştırırlar.|

Manşet Savaş Ekonomisi | Gündem MB 16,5% | Spot ABD-Çin

MB'nın Para Politikası Tartışmalarına cevabı

Neden faiz oranı ile resmi enflasyon arasında bu kadar fark var? | Fark gerçekten büyük. 4 yıldır bütün inatçı faktörler ısrarla faiz oranını yukarı itiyor. İnsanların tasarruflarının değer kaybetmeyeceğinden emin olabilmeleri için faizlerin yüksek olması gerekiyor. Aksi hâlde kimse tasarruf yapmaz, bankaların da ekonomiyi krediyle destekleyecek kaynağı kalmaz.

Sıkça konuşulan **KDV artışı**, geri dönüşüm (**Утилизация**) vergisi, **benzin** fiyatlarındaki yükselişler "geçici etkiler". KDV artışı fiyatları bir defalığına yükseltir, sürekli bir enflasyon nedeni hâline gelmez. Benzin için de aynı durum geçerli. Bunlar halkın enflasyondan duyduğu endişeyi artıyor. Yani daha yüksek faiz oranı ihtiyacı doğuruyor.

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

Bir diğer önemli neden, iş gücü piyasası. **Düşük işsizlik harika bir şey**, ancak bu durum artık iyice iş gücü açığına dönüştü. Dünyada böyle sıkı iş gücü piyasasına sahip başka büyük bir ekonomi yok. Son iki yılda **maaş devrimi** yaşandı. Rekabet, maaşların verimlilikten daha hızlı artmasına neden oldu. Bu da enflasyonu yukarı iterken, maaşların satın alma gücünü düşürdü.

Ülke genelinde her ay 15 bin işletme hâlâ "**çalışan bulmak ve elde tutmak zor**" diyor. Heterojen ve münferit örnekler yanıltıcı.

"Resesyon eşiğinde miyiz?" Hayır, gerçek bir resesyonda iki şey olur: işsizlik hızla artar, ardından reel maaşlar düşer. Şu anda Rusya'da bunların hiçbiri yaşanmıyor.|

Rusya Ekonomisi | Bugün

Rusya'nın modern ekonomisi, 1990'lardaki kaostan, 2000'lerdeki enerjiye dayalı büyümeye ve ardından 2022 sonrası, **histerik bir hâl alan seri yaptırımlar** ve jeopolitik izolasyonla, Batı piyasalarından kopuşu hızlandırdı; Rusya "kapalı ama dirençli" bir ekonomi modeline geçti.

Yakın eksenden bakınca ise bugün Rusya ekonomisi, üretim, savunma ve iç pazar temelli bir "jeoekonomik direnç ekonomisi" niteliği taşır. Bu anlamda tam bir piyasa ekonomisi değildir; **devlet kapitalizmi ile jeopolitik pragmatizm arasında** bir modeldir. Devletin ağırlığı, stratejik sektörlerde (**enerji, savunma, ulaşım**) çok belirgindir.|

Dedikodu

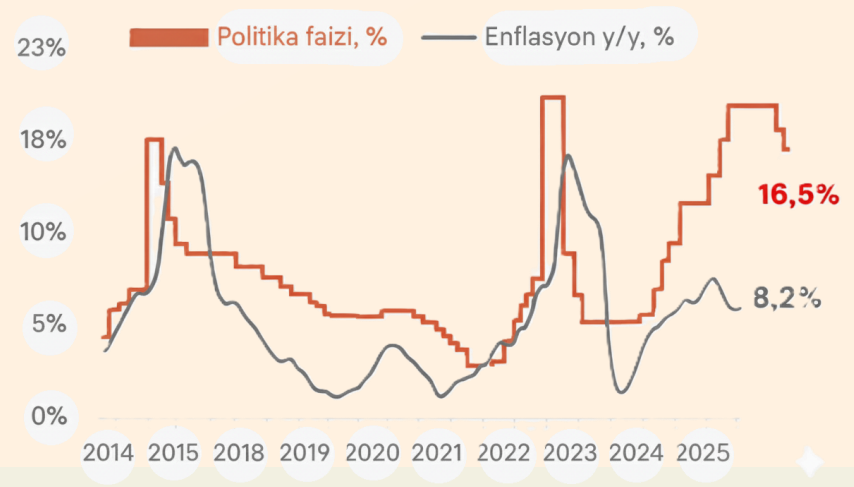
İyimser

- Dış şoklara karşı bağışıklık tamamlandı.
- Altın Çağını Yaşayan Yerli Tarım
- Asya'dan Gelen Gizli Teknoloji Transferi
- Yerli Turizm Patlaması
- Ruble Bölgesel Rezerv Para mı oluyor?

Kötümser

- Teknik stagflasyon doğru mu?
- Rosneft-Lukoil ambargosu / içeride benzin?
- AVM'ler borç krizinde mi?
- Çin'e doğru artan bir bağımlılık
- Hindistan, Çin, Türkiye petrol almıyor?

Enflasyon – Resmi Faiz = Realite



Geniş Açı Aşırı tasarruflardan oluşan enflasyonist "sarkıntı", bir yandan, kilit faiz oranlarının keskin bir şekilde düşürülmesi olasılığını sınırlar (daha önce birikmiş fonların hızlı bir şekilde tüketici pazarına çıkmasını önlemek için), diğer yandan – ekonominin yavaşlaması koşullarında konut ve borsa piyasasının keskin bir "düşüşünden" korunması için bir kaynak yaratır.|

Makro – ekonomik veriler

Rusya makro-ekonomik verileri (Aralık 24 - Aralık 25 / Ort.)

Yıl	Enfl.	'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)
2024	9,5	8,0	4,3	477	383	92,4	68	119,1	2,5	-1,6
2025	6,4	12,5	1,2	452	384	85,5	58	123,1	2,3	-2,4
2026	4,7	8,5	1,6	458	393	96,0	59	126,5	2,5	-1,6

Kaynaklar: **MonDef**, MB, Rosstat, ЦМАКП, ВШЭ, S&P Global, TRADING ECONOMICS, Alfa-Investor

Abone olun: https://www.mondef.ru/publications.html

Nejat Özzimen

mondef FOMALHAUT

MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 10-2025

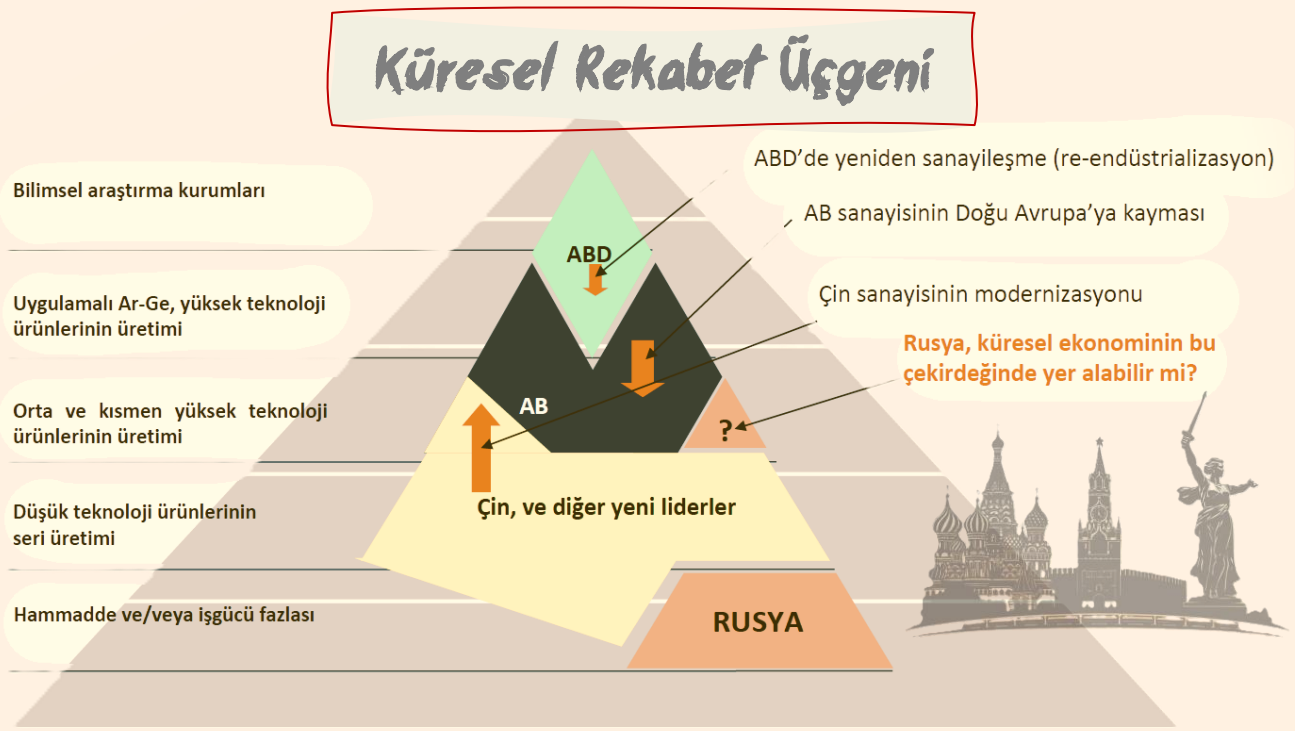
ABD, Çin ve Rusya

ABD- Çin Görüşmesi ve Ticaret Savaşı'nda 90 Günlük ATEŞKES!

Dünya artık üç ana güç ekseni üzerine kurulu: ABD, Çin ve Rusya. **Askerî** açıdan, bu üçünün birbirini yenmesi söz konusu değilken, **finans** gücü açısından ABD, Çin'den ve özellikle Rusya'dan oldukça önde.

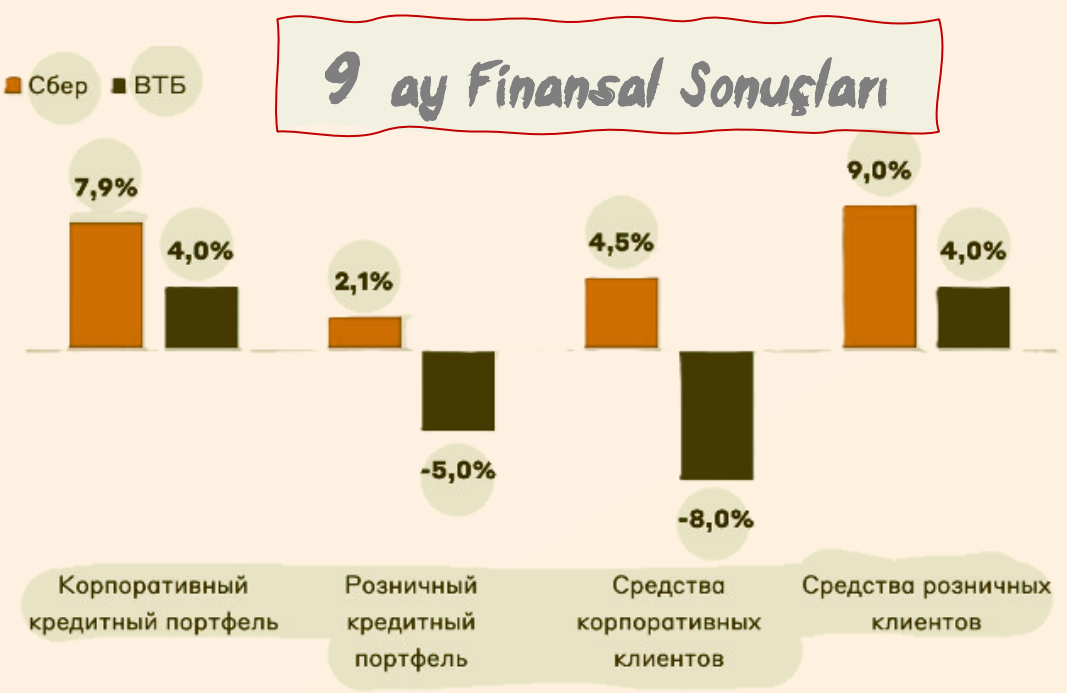
Teknoloji açısından ise ABD, Rusya'dan elbette önde fakat Çin'den nispeten ileride. **Kültürel etki** (influence) açısından da ABD, açık farkla, Çin ve Rusya'dan önde...

Doğal kaynaklar açısından Rusya ve ABD çok güçlü ve Çin'den belirgin öndeler. Doğal kaynakları açısından Rusya stratejik bir konumda. Bunun üzerine bir de **nükleer** kapasitesi ile **Rusya, Çin ile birleşirse ciddi bir ağırlık merkezi** oluşturur. Bu yüzden bizce geçtiğimiz ayki ABD-Çin görüşmesi hem dünya piyasaları hem de Rusya için özel bir anlam ifade ediyor.|



Sberbank ve VTB

Rusya'nın iki devi olan Sberbank ve VTB Rusyada dominant bankalar içerisinde 60%'a tekabül eden aktif büyüklükleri ile **sistemin aynasıdır**. Rusya ekonomisinin dayanıklılığını ve özellikle bankacılık sektörünün **yaptırımlara adaptasyonunu** göstermesi açısından kritik öneme sahiptirler. 2025 yılının ilk 9 ayına ait finansallarına göre her iki banka da, 2022'de uygulanan ağır yaptırımların ilk şokunu atlattıktan sonraki 2023 ve 2024'teki rekor kârlar eğilimini 2025'in ilk 9 ayında da sürdürmüştür. Sektör lideri Sberbank, özellikle yüksek faiz ortamından ve güçlü yerel tüketici talebinden faydalanarak istikrarlı ve **yüksek kârlılık** sergilerken, VTB uluslararası operasyonları nedeniyle yaptırımlardan daha derin etkilenmiş olsa da, toparlanma ve kârlılığını artırma yolunda açıkça ilerlemektedir.|



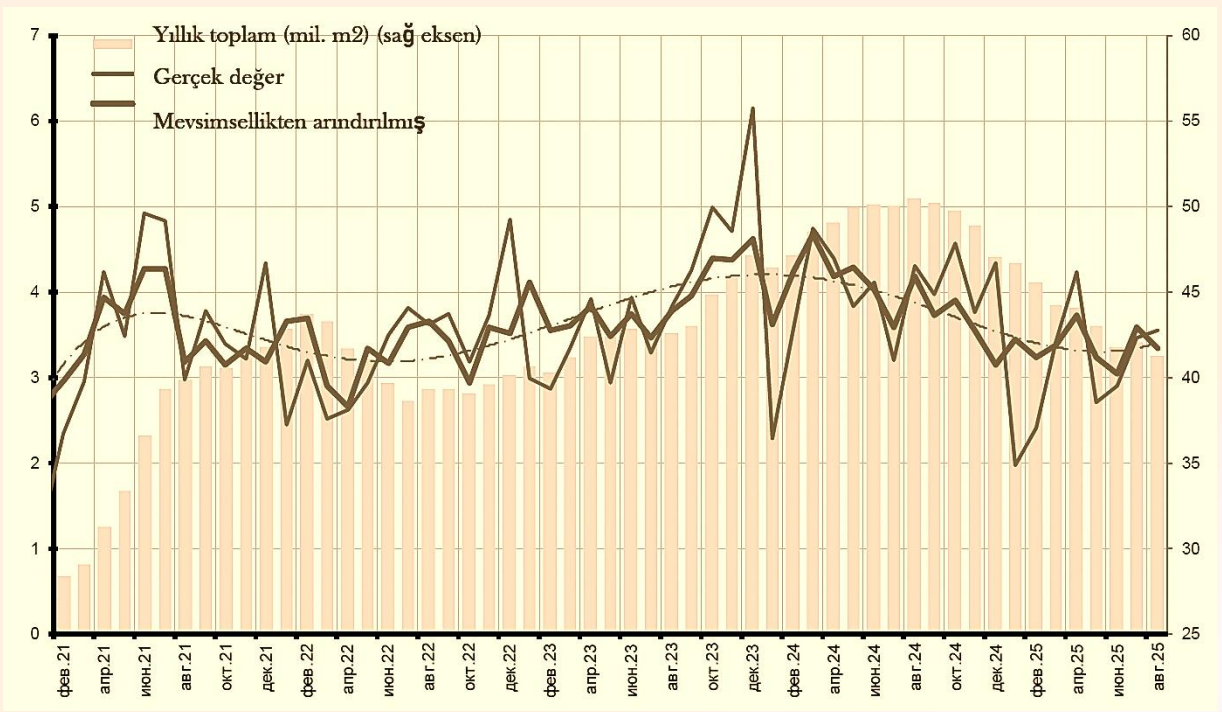
İnşaat Proje Sayısı

İnşaat sektörü, ekonomide **askeri sanayi** ile birlikte çok belirleyici bir faktör haline geldi.

Rusya'nın **konut problemi, batılı ülkelerle kıyaslandığında, neredeyse hiç yok. Problem kaliteli konut stoğunda**.. Dünyada Japonya ile Rusya hane başına m^2 oranında* en altlarda (en üstte ABD ve Türkiye) yer alıyor. Son verilerde çok daireli masif konutlarda açıklanan yeni proje sayısı son çeyrekte istikrar kazandı.

Ancak bu seviye, 3 yıl öncesi düzeyinde. Bu keskin belirsizlik ve üstelik de **demografi ve sosyal etkileri**, hükümeti büyüme politikalarında **konut inşaatı kaleminde çok temkinli** davrandırıyor. |

*Sırasıyla JP 37 m^2, Rusya 47 m^2 | ABD 250 m^2, TR 150 m^2



Kaynaklar: **MonDef**, MB, Rosstat, ЦМАКП, ВШЭ, S&P Global, TRADING ECONOMICS, Alfa-Investor

Abone olun: https://www.mondef.ru/publications.html

Nejat Özçimen

mondef FOMALHAUT

MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 10-2025

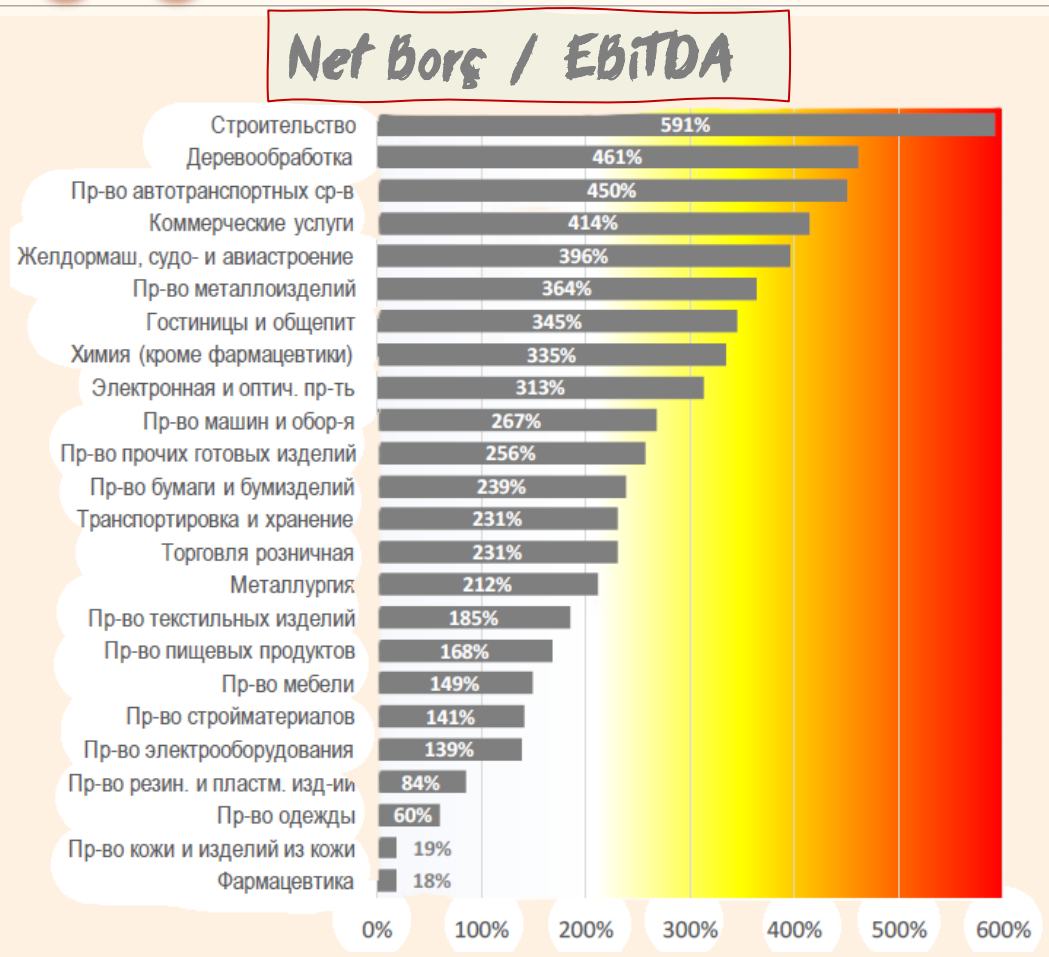
Kredi Borçları

Bankacılık pratiğinde bir firmanın kredi yüküne bakılırken faaliyet karının (EBİTDA)[1] **maksimum 6 katı ile çarpılır.**

Faaliyet kârı (vergi öncesi elde kalan para) üzerindeki **borç yükü yapısal bir sorun** halinde. Bu yük inşaat sektöründe son derece yüksekken, orman ürünleri ve otomotiv sanayilerinde de **kritik seviyede** seyrediyor..

Faiz ödemelerinin şirket gelirleri üzerindeki yükü de hızla artıyor ve 2025 yılının üçüncü çeyreğinde **tarihî rekorunu yenileyerek %35'i aştı.**

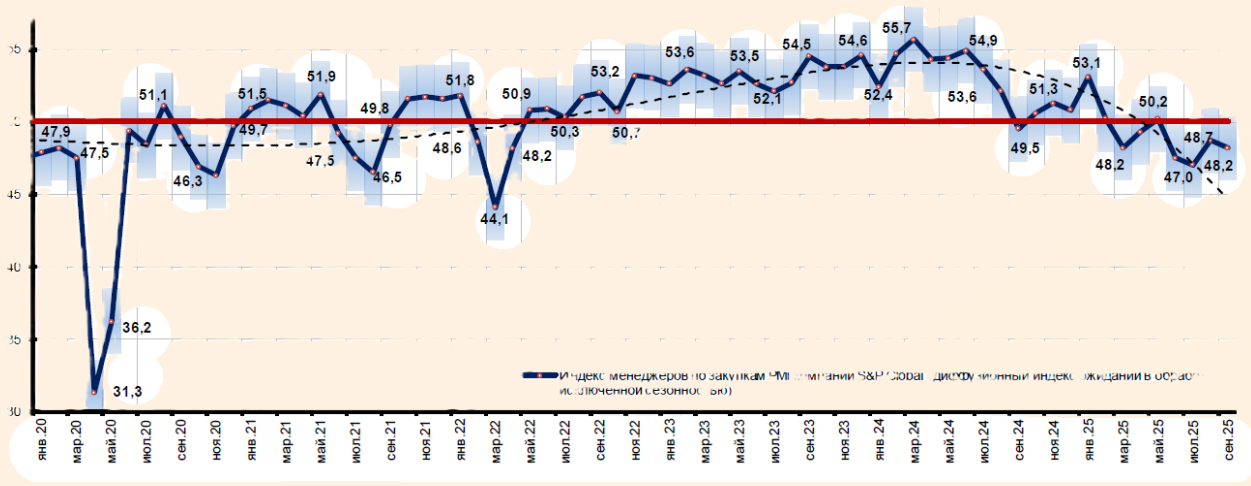
[1] EBİTDA, "Şirket, sattığı mal veya hizmetten, o mal veya hizmeti üretmek için yaptığı doğrudan harcamaları (personel, kira, malzeme vb.) çıkardıktan sonra geriye ne kadar nakti kalıyor?" sorusuna cevap verir.|



İmâlat (PMI) [1]

Sezondan arındırılmış S&P Global PMI® sanayi endeksi, 3 çeyrek sonunda **ısrarla negatif (%50'nin altında)** seyrediyor. Bu durumun arkasında hâlâ oldukça sıkı para politikası, durgunluğun (hatta resesyonun) başlangıcına dair sinyaller, maliye politikasının sıkılaştırılması ve **rublenin güçlenmesinin ihracatçı gelirleri üzerindeki olumsuz etkisi** gibi etkenler bulunuyor. Sorun şu ki, "iş dünyasının" **ekonomiye olumsuz bakışının** kronik hâle gelmesi, özel yatırımlardaki düşüşle "zihinsel başlayan" durgunluğun gerçekte de **kalıcı hâle** gelmesine yol açabilir.|

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



İyi

- Ücretlerde ve halkın **reel gelirlerinde artış** devam ediyor;
- Halkın **tüketimindeki artış** neredeyse tüm alanlarda (genel olarak) sürüyor.

İyileşme Belirtileri

- İmalat sanayinde **atıl üretim kapasitesi stoğu** arttı; bu durum kapasite sınırlamalarının öneminin azaldığını gösteriyor;
- İhracatçıların gelen **nakit akışındaki düşüş sona erdi;**
- Düşük gelirli kesimin tüketim sepetine göre hesaplanan enflasyonunda **iyileşme** görüldü.
- **Otomotiv** piyasasının yeni koşullara uyum sağladığına dair işaretler ortaya çıktı.

Kötü

- Sanayinin çoğunluğunda, özellikle sivil sektörlerde, daralma yaşanıyor. **Taşımacılık inatla düşüyor;**
- Yatırım alanında, özellikle **makine ve ekipmanlarda bir düşüş** eğilimi başladı;
- Büyük ölçüde parasal olmayan faktörlerden kaynaklanan enflasyon artışı yeniden başladı;
- **Mal ihracatında** (cari fiyatlarla, sezondan arındırılmış) **düşüş** yeniden gözlemleniyor.

Kötüleşme Belirtileri

- Çok sektörlerde kârlılık, "paranın maliyeti" düzeyine eşitlendi veya altına düştü; bu durum **özel yatırımları caydırıyor;**
- Ekonominin temel itici gücü hane halkı tüketimi olmakla birlikte, bu tüketimin daha fazla artışı, **ücretlerin yoğun biçimde yükseltilmesi ile paradoksa dönüştü;**
- Halk ve şirketlerin ekonomiye dair **olumsuz** değerlendirmeleri uzun süreli bir karakter kazandı;
- Şirket gelirleri üzerindeki **faiz ödeme yükü son derece yüksek** seviyede bulunuyor;
- **Rus para birimi**, temel göstergelere (ticaret dengesi bakiyesi, döviz alım-satım hacmi) dayalı değerine kıyasla hâlâ "**aşırı değerli**" konumda;
- Küresel piyasalarda yatırımcıların güvenli varlıklara yöneldiğine dair işaretler var (**altın/bakır oranı tarihî zirvelerde**).

Nejat Özsimen

mondef FOMALHAUT