MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 11-2025

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

MB Faizi 16,5% Resmi Enflasyon 7,7% (Hedef: 4%) Sber Endeksi 7,0% Abromov Benzin Endeksi 12,1% Brent 63,3$ Ural 54,4$ Gaz 4,9$ USD/RUB 77,7 ₽* EUR/RUB 90,3 ₽ TL/RUB 1,93 ₽ CNY/RUB 10,9 ₽

Resmi / Halk

Sberbank'ın müşteri verileriyle hesapladığı enflasyonla resmi veriler çok yakınken, tüketici sepetinde yine ünlü ekonomist **Abromov**'un benzin endeksi çok yakınlık gösteriyor.|

Endeks	Enf.(%)
Resmi Enflasyon	7,7%
Hedef	4,0%
Halk İndeksleri	
Sberindex	7,8%
Abromov Benzin Endeksi	12,1%
Borş	21,9%
Vinegret	16,2%
Okroşka	-2,4%
Olivye	4,7%
Şuba	7,8%
Tüketici Sepeti	11,2%

Dedikodu

İyimser

- 19 Aralık'ta MB'dan 15,5% faiz beklentisi
- Batı Aslında Bizi Terk Etmedi, Sadece Tabela Değiştirdi
- **Hindistan** Bizi Dengeler mi?
- **Türkiye** ile yeni petrol / gaz anlaşmaları
- Çin'den **Turizm** Patlaması
- Depoculuk ve Hotel Business Trendi
- Gölge Filo Efsanesi

Kötümser

- Konut Balonu
- Sessiz Devletleştirme
- Mevduatlara El Konulabilir mi?
- Çin'e doğru artan bir bağım

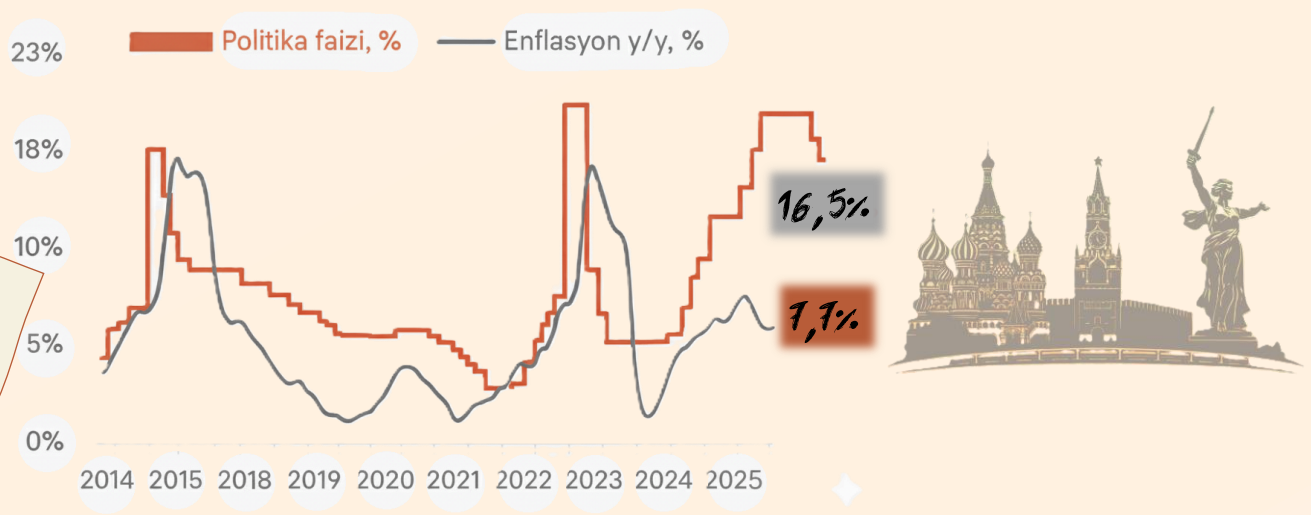
Aşırı Isınma / Savaş Ekonomisi tartışmaları

Rusya ekonomisinde, özellikle savunma sanayi harcamalarının sağladığı güçlü ivmenin, 2025 yılı sonuna doğru yerini daha dengeli ve makul bir büyüme patikasına bırakması beklenmektedir. 2024 yılı genelinde %3,6 seviyelerine ulaşan büyüme hızının, ekonomideki ısınmanın soğumaya başlamasıyla birlikte 2025 sonunda %1 civarında dengelenmesi öngörülmektedir. Bu durum, ekonominin yüksek tempolu büyüme sürecinden, daha durağan bir seyre doğru evrildiğine işaret etmektedir. >

< Bu süreçte para politikası belirleyici bir rol oynamaktadır. Rusya Merkez Bankası, %4'lük resmi hedefin üzerinde seyreden ve %8-9 bandında katılık gösteren enflasyonla mücadele kapsamında kararlı bir duruş sergilemektedir. Politika faizlerinin %21 (şu anda 16,5%) gibi yüksek seviyelerde tutulması stratejisi, enflasyonist beklentileri kırmayı amaçlasa da sivil kanatta krediye erişimi zorlaştırmaktadır. Özellikle konut ve hizmet sektörlerinde gözlemlenen yavaşlama sinyalleri, bu sıkı para politikasının reel sektör üzerindeki yansımaları olarak okunmaktadır.|

Dış ticaret dengesinde ise enerji ihracatının **Asya pazarlarına** yönelimi devam etmektedir. Ancak, **ödeme sistemlerindeki altyapısal kısıtlar** ve artan işlem maliyetleri, ihracat gelirlerinin potansiyel seviyesine ulaşmasını kısmen engellemektedir. Ekonominin yapısal görünümünde en dikkat çeken başlıklardan biri işgücü piyasasındaki sıkışıklıktır. Resmi **işsizlik oranının** %2,3 ile tarihi düşük seviyelere inmesi, istihdam piyasasının tam kapasiteye yaklaştığını, ancak aynı zamanda sanayi sektöründe **nitelikli personel** arzında (tahminen 2,5 milyon kişi) bir açık oluştuğunu göstermektedir. İşverenlerin yetenekli işgücünü çekmek için, verimlilik artışından bağımsız olarak ücretlerde reel bazda %15-20 oranında artışlara gitmesi, maliyet yönlü >

< enflasyonist baskıları canlı tutmaktadır. Uzun vadeli perspektifte ise **teknolojiye erişimdeki kısıtlar üretim potansiyelini sınırlayan** bir faktör olarak varlığını sürdürmektedir. Ayrıca, Ulusal Refah Fonu'nun likit varlıklarının 30 milyar dolar seviyelerine gerilemesi, ekonominin gelecekte karşılaşabileceği dış şoklara karşı mali tamponlarının azaldığına işaret etmektedir. Özetle Rusya, kısa vadede finansman kapasitesini korumayı başarsa da, orta vadede düşük büyüme ve yüksek enflasyonun bir arada görülebileceği bir konjonktüre doğru ilerlemektedir. Bu tablo, **Rusya ekonomisinin Çin ile ticari ve ekonomik iş birliğini** derinleştirerek yeni bir denge noktası arayışında olduğunu göstermektedir..|



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

Veriler / Tahminler

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, BlackRock Investment Institute, Abone olun: https://www.mondef.ru/publications.html

Nejat Özzimen

mondef FOMALHAUT

Öne Çıkanlar!

✓**Ücret artışları** ve halkın **reel harcanabilir gelirlerindeki büyüme** korunmaktadır. Özellikle düşük gelirli nüfusun tüketim sepetindeki **enflasyonun iyileşmesi** ve reel **emekli maaşlarının** geçen yılki değerleri aşması sosyal taban açısından destekleyici bir unsurdur.

✓Ancak, hanehalkı tüketimi ekonominin ana itici gücü olmaya devam etse de, bu büyümenin sürdürülebilirliği risk altındadır. Ücretlerin daha hızlı artırılma imkanlarının sınırlı olması, genişlemenin önünü tıkayabilir. Halihazırda talep ve tüketimde, bilhassa **gıda satışları alanında bir durgunluk** göze çarpmaktadır.

✓**Enflasyon ve Para Politikası** Enflasyon cephesinde belirgin bir iyileşme gözlemlenmektedir. **Enflasyon seviyesi düşmüş** ve istikrarlı bir düşüş trendine girmiştir. Rusya Merkez Bankası'nın politika faizinde yavaş da olsa düşüş süreci devam etmekte olup, bu "düşüş rallisinin" en az 2026'nın ikinci yarısına kadar sürmesi beklenmektedir.

✓Buna karşın finansal koşullardaki sıkılık, reel sektör için hala ciddi bir engeldir: **Politika faizindeki düşüşe** rağmen, enflasyonla arındırılmış **reel faiz farkı** dünyanın en yüksek seviyelerinden biri olmaya devam etmektedir. Yerel para birimi, ticaret dengesi gibi temel faktörlere kıyasla hala "**aşırı değerli**" kalmaktadır.

Üretim, Sanayi ve Sektörel Ayrışma Sektörel bazda keskin bir ayrışma yaşanmaktadır:

✓Tarım sektöründeki yüksek rekolte ve ulaştırma sektöründeki üretim artışı ekonomiyi destekleyen ana unsurlardır. Ayrıca otomotiv pazarı yeni reellere adaptasyon sağlamaya başlamıştır. İmalat sanayinde kapasite kısıtlamalarının öneminin azalması da arz tarafında bir rahatlamaya işaret etmektedir.

✓Özel sektör sanayisinin büyük çoğunluğunda üretim düşüşü yaşanmaktadır. Temel sanayi kollarında kârlılık hızla düşerken, **kârlılık ile faiz oranı arasındaki makasın açılması** endişe vericidir.

✓Yatırım iştahında ve şirketlerin finansal sağlığında bozulma emareleri güçlenmektedir:

✓Kârlılık ve **faiz oranı arasındaki makasın** açılması, özel sermaye yatırımlarını caydırmaktadır.

✓Özellikle **makine ve ekipman yatırımlarında düşüş** gözlemlenmiştir.

✓Şirket gelirleri üzerindeki **faiz ödemesi yükü** son derece yüksek seviyelerdedir.

✓İhracatçıların nakit akışındaki düşüş durmuş olsa da, nakit akışı çok düşük seviyelerde seyretmekte ve **mal ihracatındaki durgunluk** devam etmektedir.

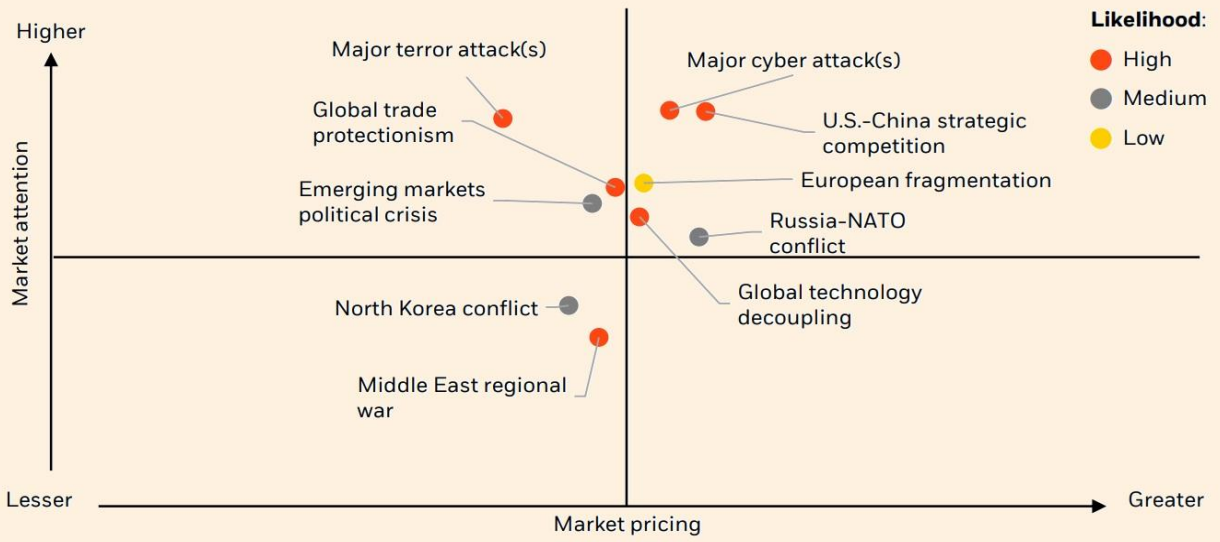
✓Dünya piyasasında **altın/bakır** oranında yatırımcıların risk seviyesi stabilize olmuştur.

✓Nüfus ve şirket yönetimlerinden ekonomiye yönelik olumsuz yorumlarda artış görülmektedir.

✓Genel duruma rağmen, **tarım ve ulaştırma** sektörlerinde büyüme devam ederek pozitif bir istisna oluşturuyor.

Küresel en büyük 10 risk - Geniş Açı |

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. Zaman eğrisinde 10 önemli global risk yandaki gibidir.|



Pratik

Bazen sahadaki gerçek hareketleri anlamak için barometreleri çalıştırmak, sektör pratik göstergelerine başvurmak gerekir.

Mesela Organize Sanayi Bölgelerindeki **elektrik tüketimi** çok net bir sanayi büyüme göstergesidir. Aynı şekilde **lojistikte TIR lastiği satışları**, **kamyon, çekici ve ticari araç satışları** da bize ekonomik hareketliliği, sanayi üretimini, ihracat ve iç ticaretinin arttığını bildirir.

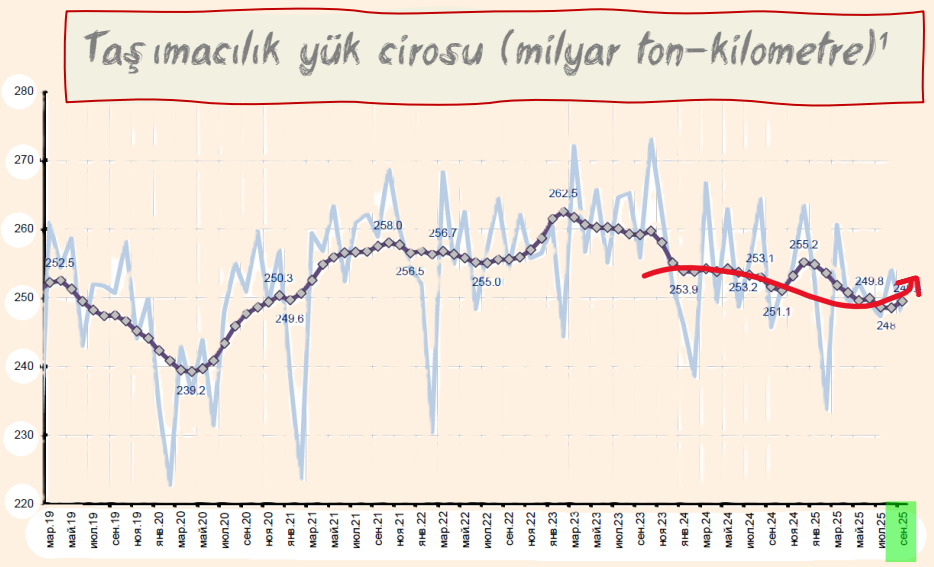
Bazıları ise **plastik pencere satışlarının** ekonominin gerçek pusulası olduğunu kabul eder. Cevap: "hem evet, hem hayır". Bizce buna da aşırı güvenmek yanıltıcı olabilir; çünkü bu göstergenin bir gecikme veya öncülük etkisi vardır ve yalnızca konut sektörünü yansıtan bir proxy'dir. Üstelik mevsimsellik, stoklar ve konut teslim eğilimleri gibi etkilerden arındırılması gerekir. Yani veriyi doğru okumak şart.

Benzer şekilde **duşakabin satışları** iç piyasada tadilat eğilimini gösterir; tıpkı **mobilya ve beyaz eşya** gibi. **Koli ve ambalaj satışları** ise e-ticaret hacmini gösterir.

Biz, "Bir ülkede ekonomi 1 birim büyüyorsa, sivil havacılık sektörü yani havaalimanı inşaatları, havayolu şirketleri ve tüm hizmet kademeleri 2 birim büyür." kuralından yola çıkarak, çok genel bir görünüm de olsa, **sivil havacılık** örneğini de çok önemli buluyoruz.

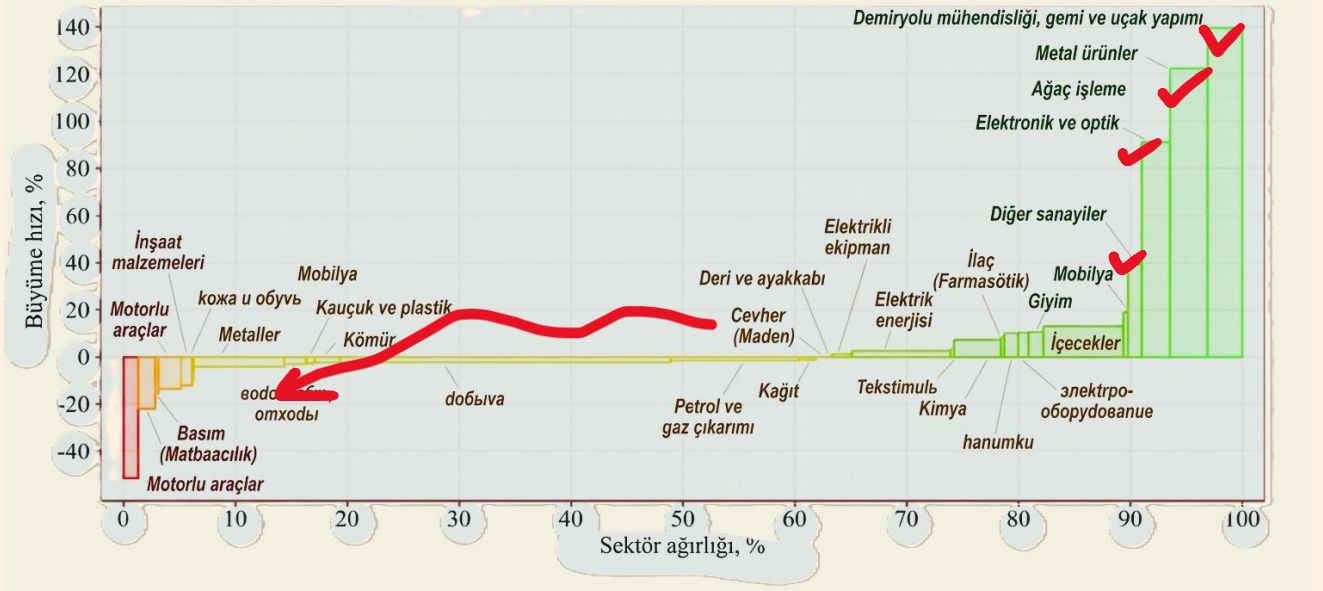
Sektör uzmanları ayrıca bu verileri incelerken mutlaka gecikme etkilerine de bakmalıdır; çünkü her gösterge sektörün farklı bir aşamasını işaret eder. Örneğin **çimento** başlangıç aşamasının öncü göstergesi iken, > **mobilya** bitiş aşamasının gecikmeli göstergesidir. Bu göstergeler zincirini doğru takip edebilmek, yatırım zamanlaması ve proje finansmanının risk modellemesi için hayati önem taşır.

Biz bu ay lojistik istatistiğine bakalım. Aşağıdaki grafik Rusya'da **taşımacılık (boru hattı taşımacılığı hariç) yük cirosunu** gösteriyor. Son aylara baktığımızda düşüş duraksadığını ve zayıf da olsa bir toparlanma büyümesi eğilimi belirdiğini gözlemliyoruz. Ancak, yaşanan uzun süreli düşüş göz önüne alındığında, yük cirosunun yoğunluğu şimdilik düşük seviyede. Ki bu çok kritik bir seviye. Daha düşük değerler yalnızca 2020'de, "Kovid krizi" ve karantinaların etkisiyle gözlemlenmişti.|



Faaliyet türlerine göre üretim

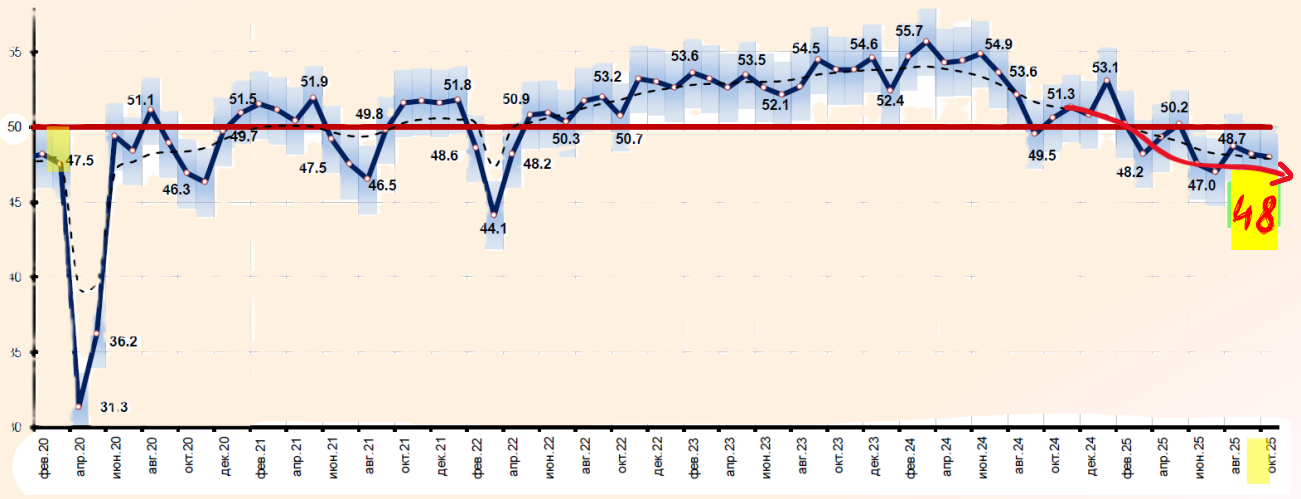
Sanayi üretim verilerinin sektörel bazda nereden nereye geldiğini NATO gerginliğinden hemen önceki (2021 yılı) dönemin verileri ile karşılaştırmak, bizce, ekonomi hakkında derin olmayan siyasi yorumlardan ziyade, daha geniş bir bakış açısı kazandıracaktır. Yandaki grafik, otomotivdeki küresel eğilimi bir kenara bırakırsa,k **sanayi eğilimlerinin ve hacimlerin ya aynı seviyede kaldığını ya da askeriyede yoğunluk kazandığını göstermektedir.**|



İmâlat (PMI) [1]

Sezondan arındırılmış S&P Global PMI® sanayi endeksi, 3 çeyrek sonunda **ısrarla negatif** (%50'nin altında) seyrediyor. Bu durumun arkasında hâlâ \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.|



Sanayi Üretim kapasitelerinin kullanımı

- Üretim kapasitelerinin kullanımı, iş dünyası anketlerine göre, yılın üçüncü çeyreğinde ekonomi genelinde düşmeye devam ediyor ve üstelik yaygın bir şekilde. Kapasite kullanımı **%78 seviyesine** (mevsimsellikten arındırılmış) geriledi; bu da "ekonomi genelinde" artık kapasite aşımı sorunlarının kalmadığını gösteriyor:
- **Madencilik sektöründe**, yaptırımlar ve OPEC+ politikalarının etkisiyle kapasite kullanımı **en az 2019 başından beri görülen en düşük seviyeye** düşmüş durumda.
- **İmalat sanayisinde** kapasite kullanımı **%70'e** (mevsimsellikten arındırılmış) kadar geriledi; bu da daha önce belirtildiği gibi **"büyümeyi sınırlayan kapasite kısıtlarının artık olmadığı"** şeklinde değerlendirilebilir.
- **Lojistik sektörlerinde** kapasite kullanımı çok yavaş düşüyor ve şu anda **%77** seviyesinde (mevsimsellikten arındırılmış).
- **İnşaat sektöründe** kapasite kullanımı oldukça hızlı düşerek **%75'e** (mevsimsellikten arındırılmış) indi; bu durum, sektördeki krizin derinleştiğini yansıtıyor.

Sanayi Kapasite kullanımı neden çok önemlidir?

Enflasyon ve Merkez Bankası Politikalarını Belirler. %85 üzeri talep artışı ve büyüme, %70 altında ise şirketler yatırımı keser, işten çıkarmalar başlar. (Ornek: 2008 Krizi öncesi ABD'de kapasite kullanımı %80'den %66'ya düşmüştü).

