MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 04-2026

MB Faizi 14,5%

Enflasyon - Resmi 5,9% (Hedef: 4%)

Sberindex 4,5%

Brent 97$ Ural 97$ Gaz 2,7$

USD/RUB 75,2 EUR/RUB 88

TL/RUB 1,67 CNY/RUB 11,0

Manşet TÜRBÜLANS | Gündem 9 MAYIS | Spot HÜRMÜZ

Dedikodu !

İyimser

- Ruble Altına Endeksleniyor?
- Çin'den Mega Altyapı Paketi
- Rusya'ya Gizli **Teknoloji Akışı**
- Petrol 90 doları aştı, **bütçe rahatladı**
- Merkez Bankası faizi yıl sonunda %10?
- Çinli otomotiv devlerinden Rusya'ya yatırım patlaması
- Bankacılıkta **likidite** bolluğu: Kredi kanalları yeniden açılıyor
- **Çin'in dev özel sektör teşviki** Rusya'ya da yarıyor
- **Kuzey Akım 2** yeniden masada: Almanya'nın direnci kırılır mı?

Kötümser

- Resmi **enflasyon** %5'in altında gösteriliyor ama gerçek artış **çift haneli**
- **Hindistan'la para transferi** tıkandı
- Rus Petrolüne Deniz Ablukası
- **Çin'de Gayrimenkul Çöküşü**
- **Baltık'ta** Enerji Krizi
- Avrupa'da **Enerji Karne** Sistemi
- **OPEC+** İç Savaşı
- **Küresel Konteyner Krizi** Geri Dönüyor
- Avrupa Sanayisinde Kitlesel Kapanmalar
- Bankalarda Sessiz **Batık Kredi** Sorunu

Dünya ekonomisindeki Resesyon* ve Rusya'da durum!

Hep söylendiği gibi Rusya büyük bir ekonomik ekonomi değil fakat büyük bir stratejik oyuncu. Bu yüzden küresel oyunlarda taraf olan **Çin, ABD, EuroZone** başaktörleri ile birlikte değerlendirilmeli. Dünya ekonomisi türlü spekülasyonlara rağmen henüz bir küresel krize girmiş değil, ancak **resesyon riski yükselmiş** durumda. IMF senaryosunda 2026 küresel büyümesinin %2'ye düşebileceği, bunun da "küresel resesyon" anlamına geldiği belirtiliyor. 1976–2025 arasındaki 5 büyük küresel krizden (1980–82, 1990–91, 2001–02, 2008–09 ve 2020) önce de benzer sinyallerin **2–3 yıl önceden ortaya** çıktığı belirtiliyor. Buna rağmen bizce mevcut durumda küresel ekonomi hâlâ bir "**dayanıklılık rezervine**" sahip.

Ukrayna krizinden arındırırsak, doğrusu bu küresel resesyon sinyalleri Rusya'da da hissedilmeye başlıyor. Büyüme 2024'te %4,9'dan 2025'te %1'e geriledi; IMF 2026 için %1,1 öngörüyor. 2026'nın ilk çeyreğinde %0,3 daralsa da hükümet buna "**ekonomik soğuma**" diyor. **Petrol ve doğalgazdaki dalgalanma** bütçe üzerinde baskı yaratıyor. 2025'te bütçe açığı GSYH'nin %2,6'sına ulaşırken, petrol ve gaz gelirleri %24 geriledi. Buna karşın Orta Doğu'daki gerilimle petrol fiyatlarının yükselmesi kısa vadede nefes aldırıyor; IMF ve Reuters'a göre yüksek petrol fiyatları Rusya'nın 2026 büyümesini %0,8'den %1,1'e taşıdı. Ancak **yaptırımlar, savunma harcamaları ve yavaşlayan dünya ticaretinin** uzun vadede Rusya'nın dış ticaret fazlasını ve ekonomik büyümesini baskılamaya devam edecek görünüyor.

*__ Resesyon: Ekonominin üst üste iki çeyrek (6 ay) boyunca küçülmesidir.|

Grafikler Konuşsun !



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	5,6	13,6	1,0	466	400	83,4	52	124,3	2,2	-3,9
2026	5,3	8,8	1,0	463	405	84,0	55	127,8	2,4	-2,8

Rus ekonomisi 2026–2028 döneminde **düşük büyüme ancak yüksek faiz** ve hâlâ hedefin üzerinde enflasyon ortamında kalacak; enflasyonun 2026'da %5,5 seviyesinde olup ancak 2028'de %4 hedefine yaklaşması, **politika faizinin ise uzun süre yüksek** kalarak 2026'da %14 civarında seyretmesi bekleniyor. Ekonomik büyüme zayıf (%1–1,8 bandı) kalırken **işsizlik tarihsel olarak çok düşük** seviyelerde olacak, **ücretler reel olarak artmaya** devam edecek ve **bütçe açığı beklenenden daha düşük** gerçekleşecek. Analistler ayrıca **rublede göreceli güçlenme**, petrol fiyatlarında orta seviyeler (60–65 dolar) ve ihracatta sınırlı toparlanma öngörüyor..|

MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 04-2026

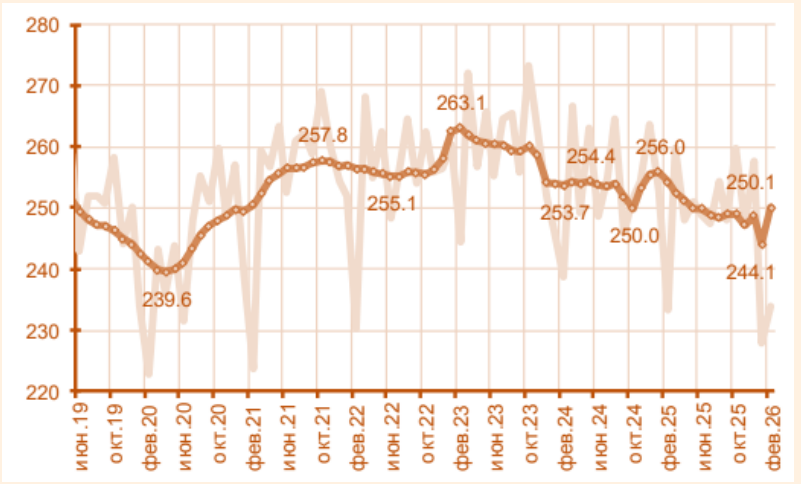
GENEL... GENEL...

Lojistik - Yük taşımacılığı cirosu (milyar t-km)*

Şubat ayında, ekonomik faaliyetin dolaylı bir göstergesi olan yük taşımacılığı cirosu, **Ocak ayındaki "düşüşü" telafi etti.** Genel olarak, bazı dalgalanmalar dışında, yük taşımacılığı cirosunun geçen yılın ortasından bu yana stagflasyon (durgunluk) içinde olduğu söyleniyordu.

Üretim ve ticarette stok oluşturmaktan olsa gerek, toptan ticaret cirosu hafif bir artış gösterdi. Ancak bu "**sıçrama**", ne Ocak ayındaki (KDV artışı koşullarında neredeyse kaçınılmaz olan) "durumsal" düşüşün sonuçlarını, ne de – daha da önemlisi – genel olarak bu segmentteki faaliyetlerin azalması yönündeki orta vadeli eğilimi aşabilmiştir..|

*__(Boru hattı taşımacılığı hariç)





Altın'da 2026 da ne olacak?

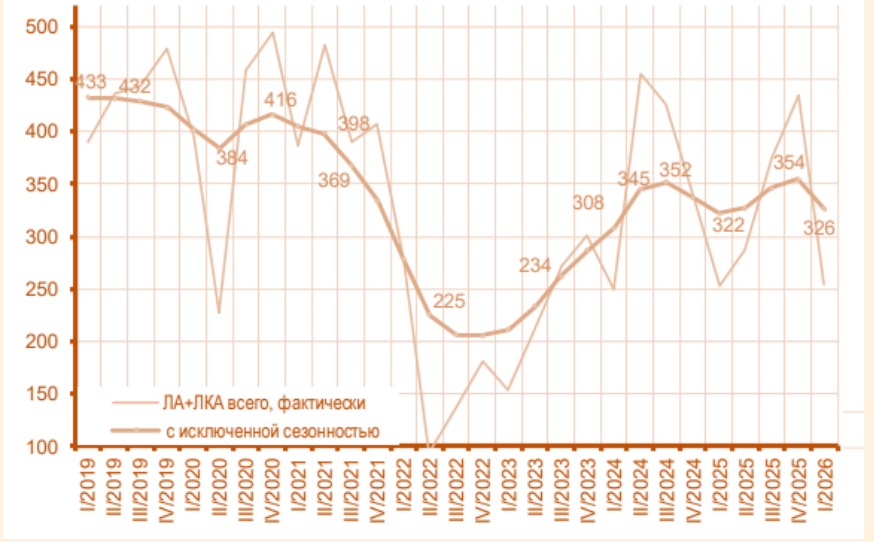
Altın, 2026 **boyunca güçlü kalmaya devam edecek.** Küresel borç seviyelerinin artması, doların zayıflaması, dedolarizasyon süreci, merkez bankalarının altın alımlarının sürmesi, Asya'dan güçlü fiziksel altın talebi, jeopolitik riskler, Orta Doğu'daki çatışmalar, yüksek enerji fiyatları, artan enflasyon.

Tahminler: Dünya Bankası: 2026 ortalama altın fiyatı ≈ 4700 dolar /ons, Bank of America: 12 ay sonunda 6000 dolar/ons, 2026 ortalama tahmini: 5093 dolar/ons.|

Otomobil Satışları

Binek otomobil ve hafif ticari araçta ilk çeyrekte durum daha da kötüleşmiş görünüyor. Yine mevsimsellikten arındırıldığında **araba satış hacimleri düştü. Satışların değer hacmine** ilişkin bilgilerin ortaya çıkmasındaki gecikme (şu an için sadece geçen yıl sonuna ait veriler mevcut), kesin bir sonuca varmayı mümkün kılmıyor.

Bu, "**yeni KDV'ye**" bir **uyum süreci** mi (bu durumda 1. çeyrekte otomobillerin değer bazlı satışlarında buna paralel bir düşüş görülecektir), yoksa ithalatçılar / endüstriyel montajcılar boşalan nişleri giderek **daha pahalı otomobillerle** mi dolduruyor, (bu durumda ise satılan araba sayısındaki düşüşe karşın sabit fiyatlarla değer hacminde bir artış görülecektir) cevabı yakında göreceğiz?|

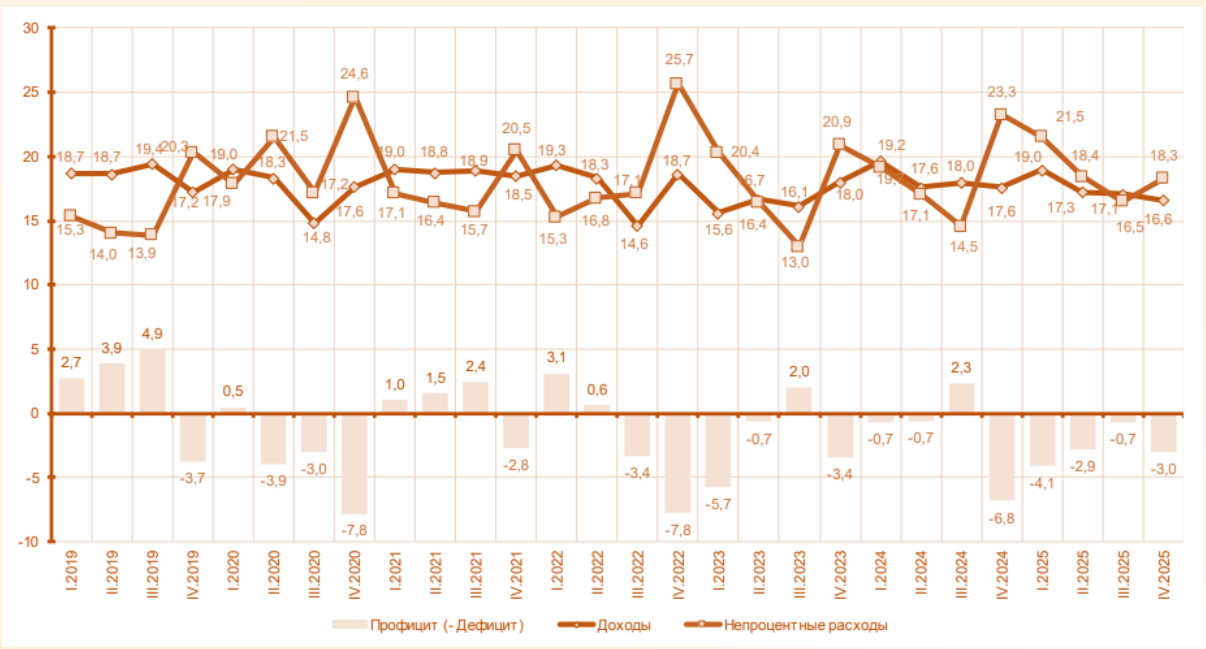


Bütçe Gelirleri?

Yıl sonu verilerine göre, bütçe gelirleri 37,3 trilyon ruble, giderleri 42,9 trilyon ruble ve açık ise 5,65 trilyon ruble olarak gerçekleşti (sırasıyla GSYH'nin %17,4'ü, %20'si ve %2,6'sı). Nispeten **düşük petrol fiyatları** (2025'de 55,6 $/varil, 2024'de ise 68 $/varil) ve rublenin güçlenmesi (92,6 r/$'a karşılık 83,7 r/$) nedeniyle petrol ve gaz gelirlerinde %23,8 oranında bir azalış gözlendi.

Buna karşılık, petrol dışı gelirler %12,6 oranında arttı; bu artış, **vergi değişiklikleri** nedeniyle (KDV ve özel tüketim vergileri, kurumlar vergisi, gelir vergisi) önemli artış sayesinde gerçekleşti.

2025 yılının 4. çeyreğinde federal bütçenin faiz dışı **harcamalarındaki artış** yükseldi ve bu harcamaların hacmi çeyreklik GSYH'nin %18,3'üne ulaştı. Bütçe açığı çeyreklik GSYH'nin %3'üne (1,86 trilyon ruble) ulaştı.|



Kaynaklar: **MonDef**, MB, Rosstat, ЦМАКП, ВШЭ, S&P Global, Trading Economics, Sberindex, Alfa-Investor,
Abone olun: https://www.mondef.ru/publications.html

Nejat Özsimen

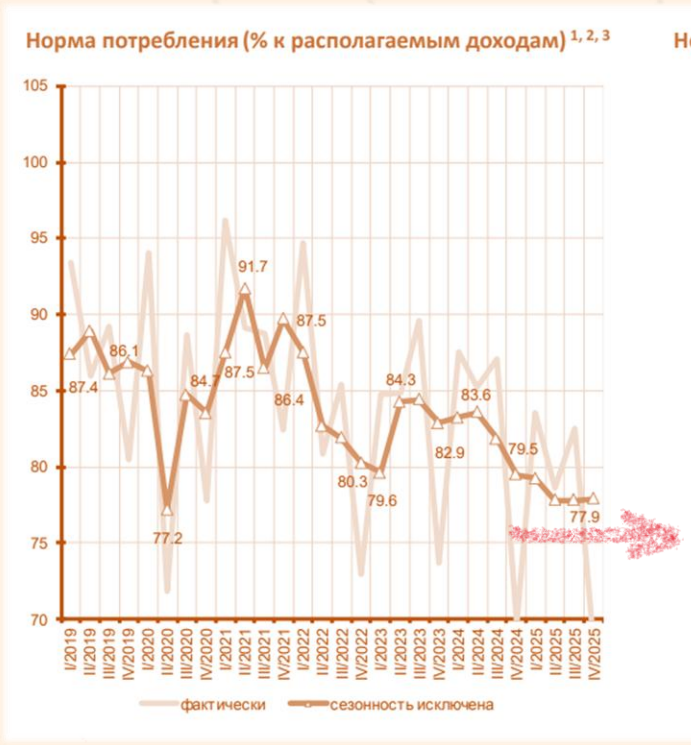
mondef FOMALHAUT

MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 04-2026

GENEL... GENEL...

Halk Fakirleşti mi?

Söylentilerin aksine orta gelir bandındaki hane halkı tüketici davranışlarında genel bir **değişiklik yaşanmadı**. Paradoksal durum yani mevsimsellikten arındırılmış tüketim oranı arka arkaya hiç değişmiyor. Yani halk halen gelirinin 80%'ini harcıyor. Ancak son dönem, **mevduatta yatan tasarruflar hızla düşüyor** (sağdaki grafik). Bankaların mevduat faizlerini indirmelerine bağlı olarak ve **Rublenin güçlenmesinin** döviz mevduatlarını caydırıcı bir etki yapması bir yana, muhtemelen orta gelirli hanelerin kısmen **diğer varlıklara (büyük ihtimal gayrimenkule)** kayması söz konusu, ki bu durum inşaat projeleri üzerindeki şu ana kadarki nispeten ılımlı gidişatı da açıklamaktadır.|

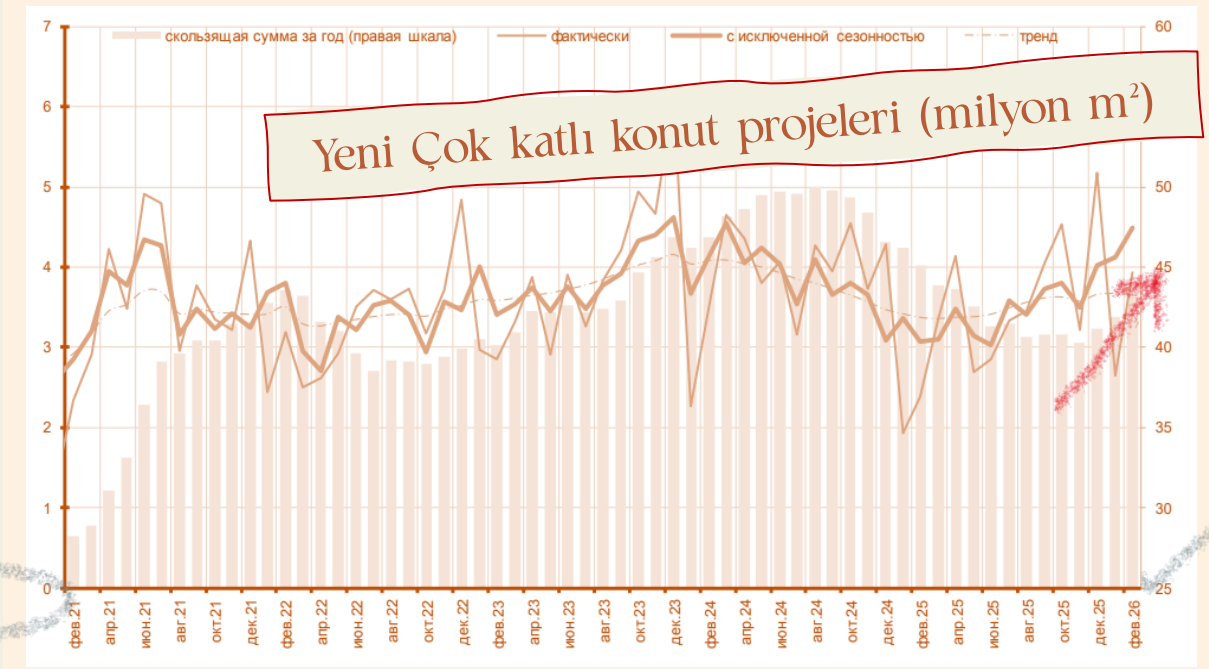




İnşaatta Durum

Yeni başlayan çok katlı konut projelerinin mevsimsellikten arındırılmış sayısı gözle görülür şekilde arttı. Belli ki "Developerlar" sektörde olası bir canlanmayı öngörüyor ve "**konut stoğu**" oluşturma sürecine giriyorlar.

Konut piyasasında **banka ipotek kredileri** -özellikle devlet destekleri- çok kritik. Bugünkü mekanizma sarsıldığı anda GSYH'de yaklaşık %1,7'ye varan kayıp ve milyonlarca istihdam azalması öngörülüyor. İnşaat sektörü ve bağlantılı sanayi (malzeme, mimarlık, emlak vb.), ekonominin yaklaşık %20'sine kadar bir toplam etki yaratıyor. Halen MB faizlerinin yüksekliği talebi baskılıyor. Ülkede konuta erişilebilirlik hem düşük hem de kişi başına yaşam alanı yetersiz, bu da **yoğun ve masif şehirleşme baskısını artırıyor**.|



Temel gıdanın fiyat erişilebilirliği

Orta gelir bandındaki hane halkının aylık gelirine göre erişilebileceği kg temel gıda ürünleri geçen seneye göre iyileşti. Biz genelde temel gıda olarak **un, yağ, şeker ve eti** sayarız. Fakat sepet genişletilince -üstelik neredeyse her kalemde- **satın alma gücünün* arttığını** görüyoruz. Elbette patates, soğan, balık ve tereyağı gibi mevsimsel fiyat artışında lider olan ürünler istisna teşkil ediyor.

***__ Satın Alma Gücü Paritesi (SAGP):** Farklı para birimlerinin gerçek alım gücünü, fiyat düzeyi farklılıklarını eleyerek eşitleyen yöntemdir. Mesela Rusya'da 1.500 rublelik bir doğal gaz faturasıyla alınan ısınma hizmeti, ABD'de 100 dolar maliyetinde olabilir. Bu durumda Ruble'nin yerel piyasadaki gerçek gücü, döviz kurundaki değerinden çok daha yüksektir. **Rusya**, resmi kurla dünyanın 11. büyük ekonomisiyken, SAGP bazında Almanya'yı da geride bırakarak 5. sıraya tırmanmakta, benzer şekilde **Türkiye** de, SAGP sıralamasında dünyada ilk 10 arasına girmek üzeredir..|

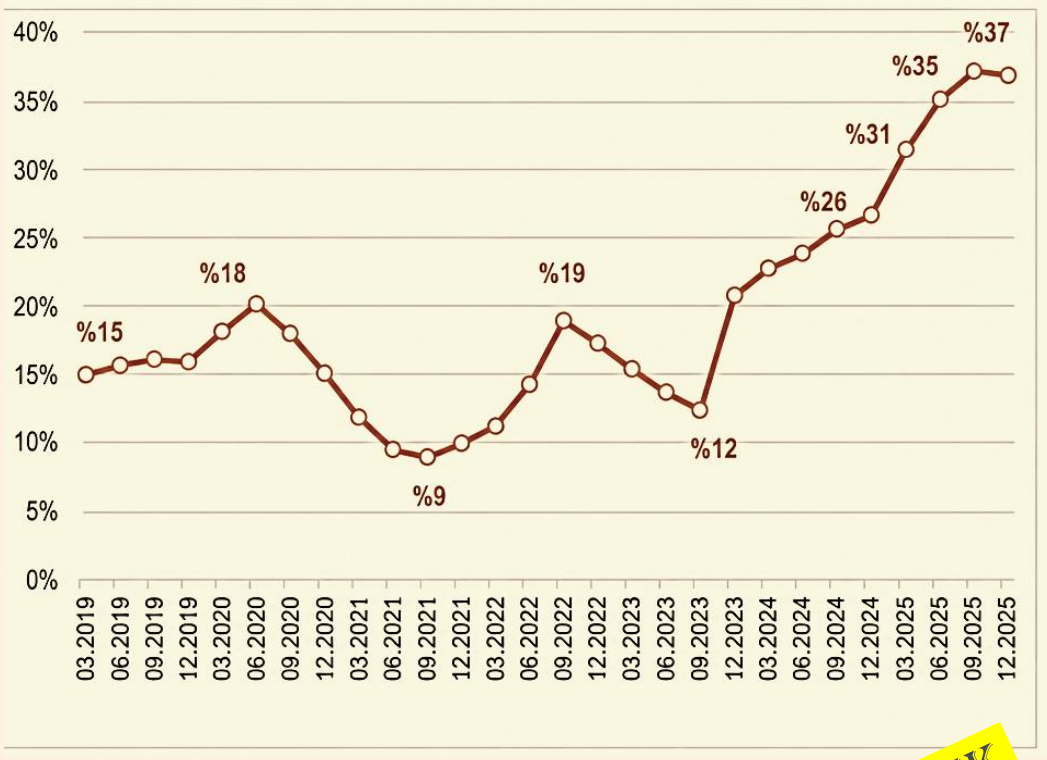


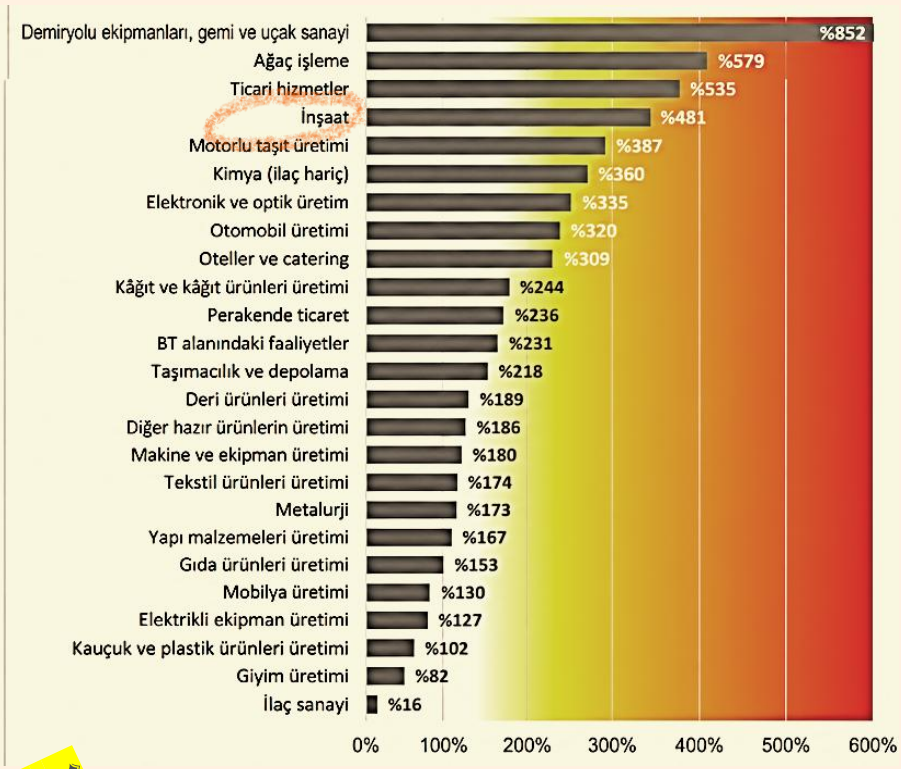
MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 04-2026

KREDİ BORÇLARI / GELİR ORANI

Açıkça yazılmayan bir kuraldır: Bir şirketin ulaşabileceği **maksimum borç**, gelirlerinin 6 katıdır. (600%).

Rusya'da şirket gelirleri üzerindeki **faiz ödemesi yükü**, tarihsel olarak **en yüksek** seviyede – şirket kârlarının artık %37'si faiz ödemelerine gitmeye başladı. **Borçların EBITDA'ya** (Vergi öncesi faaliyet gelirleri) oranında ise özellikle ulaştırma makine sanayiinde, ağaç işleme sektöründe, hizmet sektöründe ve inşaat alanında **son derece yüksek** (500~850%) seviyelerde kalmaya devam etti.|





ÇOK KARIŞTIRILAN BÜTÇE TERİMLERİ İSTEK ÜZERİNE !!

Bütçe Gelir ve giderlerin planlandığı stratejik hesaptır. Temel gelir kaynağı vergiler; gider kalemleri ise maaşlar, sosyal yardımlar ve kamu yatırımlarıdır. Açık veren devletler aradaki farkı borçlanma ile kapatır. Genel olarak bütçe açığının GSYH'ye oranı %3'ü geçmemelidir. Bu oran Türkiye'de %3,5 (deprem sonrası mali disiplin süreci), Rusya'da ise %2 bandındadır.

Cari Denge Ülkenin dış dünyayla yaptığı işlemlerin net sonucunu gösteren "dış dünya cüzdanıdır". Cari Denge = (Mal ve Hizmet İhracatı + Diğer Gelirler) - (Mal ve Hizmet İthalatı + Diğer Giderler) ± Cari Transferler. Sonuç negatifse cari açık, pozitifse cari fazla oluşur. Türkiye, enerji bağımlılığı nedeniyle cari açık veren bir yapıdayken, Rusya fazla veren bir ekonomidir.

Dış Ticaret Dengesi Sadece **"fiziksel mal" alışverişine** (turizm ve hizmetler hariç) odaklanır. **Türkiye**, üretim için enerji ve hammadde ithalinden sürekli dış ticaret açığı verir (2025'te 80-85 milyar dolar). **Rusya** ise büyük bir enerji ihracatçısı olarak -Batı yaptırımlarına rağmen- 2025 sonunda 60 milyar dolar dış ticaret fazlası elde etmiştir.

Devlet Borçlanması Kamu borçlanması, kaynağına göre iç ve dış borçlanma olarak ikiye ayrılır. Devletin kendi vatandaşlarından veya yerli kurumlarından kaynak sağlaması **iç**; yabancı banka ve uluslararası kuruluşlardan kaynak sağlaması ise **dış** borçlanmadır. Ancak modern ekonomide borcun kaynağından ziyade, **hangi para birimiyle alındığı kritik** önem taşır.

Döviz cinsinden alınan borçlarda kaynağın yerli veya yabancı olması fark etmeksizin, devlet "kur riski"ni üstlenmiş olur. Yerel para birimi değer kaybettiğinde, borcun anapara ve faiz yükü kendiliğinden artar.

Devletin iç borçlanması Devletin **kendi sınırları içerisindeki** bankalardan veya vatandaşlardan **kendi para birimiyle** borçlanması olan iç borçlanma, genellikle **Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilleri** aracılığıyla gerçekleştirilir. Bu yöntemin en büyük avantajı kur riski taşımamasıdır; fakat devletin piyasadaki nakdi yoğun kullanması, faizlerin yükselmesine yol açabilir. 2026 yılı başı verilerine göre, G7 ülkelerinin borç/GSYH oranı ortalama %100'ü aşarken, **Türkiye'nin** kamu iç borç stokunun GSYH'ye oranı %18-22 seviyelerindedir. Benzer şekilde **Rusya** da savunma ve sosyal harcamalarını finanse etmek için "OFZ" adı verilen ruble cinsi tahvilleri kullanmakta ve %15-17 civarında bir iç borç oranıyla süreci yönetmektedir.

Devletin dış borçlanması Devletin altyapı projeleri ve bütçe açıklarını kapatmak için **yabancı kurumlardan dövizle sağladığı** kaynaklardır. **Türkiye**, büyümesini finanse etmek için dış kaynağa ihtiyaç duyan bir yapıdadır; 2025 sonu itibarıyla kamu dış borç stoku 210-220 milyar dolar olup GSYH'ye oranı %18-20 civarındadır. Bu oran dünya standartlarında **yönetilebilir** görünse de döviz kurlarındaki hareketlilik maliyetleri doğrudan etkilemektedir. Diğer taraftan **Rusya**, 2026 başı itibarıyla 35-40 milyar dolarlık sembolik dış borcuyla dünyadaki **en düşük oranlardan** birine sahiptir. Rusya'nın dış borcunun GSYH'ye oranı %3'ün altına gerilemiştir.|

Nejat Özsimen

mondef FOMALHAUT