MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 05-2026

MB Faizi 14,5%

Enflasyon - Resmi 5,6% (Hedef: 4%)

Sberindex 5,6%

Brent 91$ Ural 83$ Gaz 3,$

USD/RUB 71,7 EUR/RUB 82,8

TL/RUB 1,56 CNY/RUB 10,6

Dünya ekonomisindeki Resesyon !

IMF'ye göre küresel büyümenin %2'nin altına düşmesi **küresel resesyon*** anlamına gelmektedir. Dünya ekonomisi türlü spekülasyonlara rağmen henüz bir küresel krize girmiş değil, ancak resesyon riski yükselmiş durumda. İran krizinin uzaması ve Hürmüz Boğazı'ndaki kesintilerin devam etmesi halinde enerji fiyatlarının yükselmesi, navlun ve sigorta maliyetlerinin artması nedeniyle küresel büyüme ciddi baskı altında kalabilir. Goldman Sachs resesyon ihtimalini %30, JPMorgan %35, Moody's ise yaklaşık %50 olarak değerlendirmektedir.

Enerji piyasalarında özellikle LNG tarafında arz riski öne çıkmakta. Katar'daki LNG altyapısında oluşan hasarlar 17% üretim kaybı ve süresi belirsiz tamiratlar, küresel arzda uzun süreli açık yaratacak görünüyor. LNG tesislerinin zaten yüksek kapasiteyle çalışması nedeniyle küçük arz kayıpları bile doğal gaz fiyatlarında sert yükselişlere neden oluyor ve bu durum enerji ithalatçısı ülkelere maliyet baskısını artırmaktadır.

Yükselen enerji fiyatları ve jeopolitik belirsizlikler yatırımcıları alternatif rezerv varlıklara yönlendirmektedir. Merkez bankalarının elindeki altının piyasa değeri ilk kez ABD tahvillerinin değerini aşmıştır. ABD tahvilleri küresel finans sisteminin temel taşı olmaya devam etse de güvenli liman özelliği zayıflamaktadır. Aynı zamanda Çin yuanının uluslararası ticarette ve rezerv para olarak kullanımı kademeli olarak artmaktadır.|

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

Manşet RESESYON | Gündem SPIEF | Spot HÜRMÜZ

İyimser

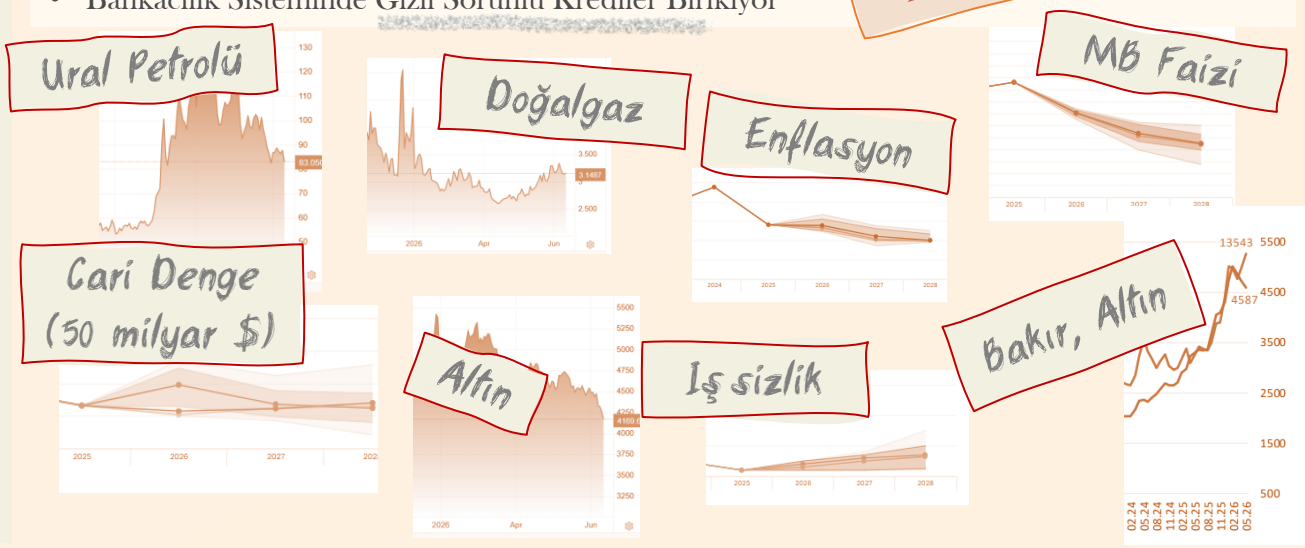
- İran Krizi Rusya'nın En Büyük Jeopolitik Fırsatına Dönüşüyor
- Enerji Şoku Rusya'nın Cari Fazlasını Patlatacak
- Faizler Düşerken Borsa Yeni Ralliye Hazırlanıyor
- Savunma ve Teknoloji Sektörleri Yeni Büyüme Motoru Oluyor
- Çin Fonları Rus Tahvil Piyasasına Giriyor
- Konut Kredilerinde Yeni Teşvik Paketi
- Rusya'nın Altın ve Döviz Rezervleri Beklenenden Hızlı Büyüyor
- BRICS ortak ödeme sistemi Eylül'den önce sessizce devreye alınıyor (kripto değil, altın destekli token – ilk işlem Hindistan-Rusya)
- Merkez Bankasından %15'ten %12'ye indirme sinyali
- Ruble gayrıresmî olarak gayrimenkul + paladyum sepetine endeksleniyor (resmî kur farklı, ama içerde "gerçek ruble" böyle hesaplanıyor)
- Kuzey Akım 2'nin sağlam kalan hattı için İsviçreli bir firmadan teklif

Dedikodu !

Kötümser

- Hürmüz Boğazı Kapanırsa Küresel Resesyon Kaçınılmaz
- Petrol 120 Doları Aşarsa Talep Çöküşü Başlayabilir
- Çin Ekonomisinde Beklenen Toparlanma Gelmiyor
- Rusya'da Şirket İflaslarında Sessiz Artış ("sessiz batık krediler")
- Bütçe Açığı Beklenenden Hızlı Derinleşiyor
- Ruble halen dünyada en çok değer kazanan para birimi
- Savunma Harcamaları Sivil Sektörü Baskılıyor
- Bankacılık Sisteminde Gizli Sorunlu Krediler Birikiyor

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	4,9	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 ekonomisinde sert bir kriz beklenmiyor. Enflasyon tahmini %5,3'e düşürülürken, Merkez Bankası politika faizinin yıl ortalamasında %14,1 gibi yüksek bir seviyede kalacağı öngörülüyor. Bu sıkı para politikası nedeniyle GSYH büyüme tahmini %0,7'ye indirilmiş durumda. Buna rağmen işsizlik oranının yalnızca %2,3 seviyesinde kalması bekleniyor. Analistler bütçe açığının GSYH'nin %2,6'sına ulaşacağını öngörse de artan ihracat ve güçlü ruble tahmin ediyorlar. Petrol fiyatı varsayımı 70 dolar/varil seviyesine çıkarılmıştır. Genel tablo, yüksek faiz ve düşük büyüme eşliğinde enflasyonun kontrol altına alındığı, işgücü piyasasının güçlü kaldığı ve ekonominin yavaş fakat istikrarlı bir dengeye doğru ilerlediği yönündedir...|

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

Nejat Özçimen
mondef FOMALHAUT

MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 05-2026

RESMİ ENFLASYONA KRONİK GÜVENSİZLİK...

Resmî enflasyon ile insanların hissettiği enflasyon arasındaki fark, çoğu zaman verilerin yanlış olmasından değil, insanların tüketim alışkanlıklarının birbirinden farklı olmasından kaynaklanır. Enflasyon aslında tek bir ürünün değil, binlerce mal ve hizmetin fiyat değişimlerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Devlet kurumları, geniş bir tüketim sepetini baz alarak hesaplama yapar. Bu nedenle açıklanan rakamlar, ortalama bir tüketiciyi temsil eder; ancak hiçbir bireyin birebir yaşadığı enflasyonu temsil etmez. Mesela en makul görülen SberİndeX -ki bu ay resmi açıklanan değerle (5,6%) birebir tuttu- kendi müşterilerinin neredeyse sonsuz işlem istatistiğine dayanıyor. Market ürünleri, kira, ulaşım, sağlık, eğitim, iletişim ve yüzlerce farklı kalem düzenli olarak takip ediliyor. Bu nedenle metodolojik açıdan bakıldığında açıklanan rakamların belirli bir tutarlılığı vardır. Sorun genellikle hesaplama yönteminden değil, farklı gelir gruplarının farklı harcama kalıplarından kaynaklanıyor. Emekli bir vatandaş bütçesinin büyük kısmını gıdaya ve ilaca harcarken, yüksek gelirli bir kişi daha çok hizmet, teknoloji veya seyahate harcama yapabilir. |



Bir diğer önemli konu psikolojidir. İnsanlar fiyatı hızla artan ürünleri daha kolay hatırlar, fiyatı sabit kalan veya düşen ürünleri ise çoğu zaman fark etmez. Örneğin ekmek, süt veya yumurta fiyatındaki artış günlük yaşamda sürekli görüldüğü için daha fazla dikkat çeker.

Buna karşılık cep telefonu, televizyon veya bazı dayanıklı tüketim ürünlerinde fiyat artışı daha düşük olsa bile bu durum algıyı çok etkilemez. Bu nedenle enflasyonu değerlendirirken sadece ortalama (TÜFE) rakamına değil, medyan enflasyon, çekirdek enflasyon ve temel ihtiyaç maddelerindeki fiyat değişimlerine de bakmak gerekir.

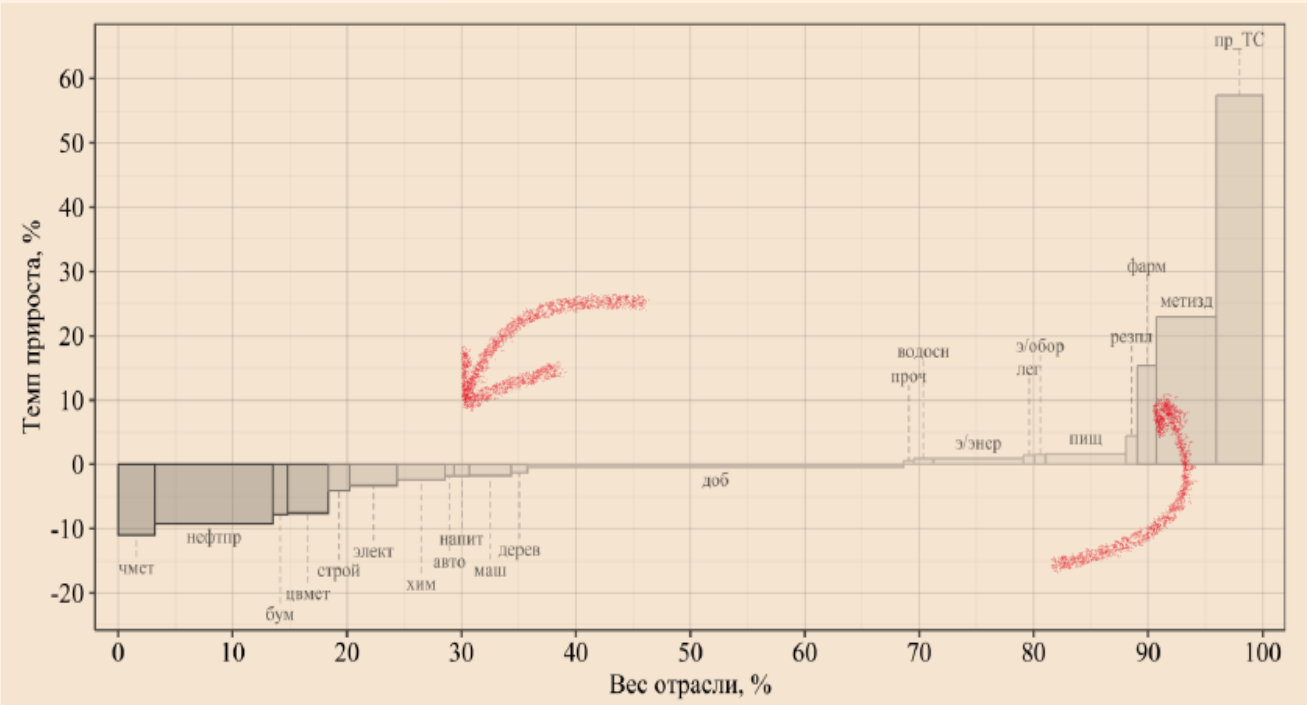
Medyan enflasyon, aşırı yükselen veya düşen ürünlerin etkisini azaltarak daha dengeli bir görünüm sunar. Temel ihtiyaç enflasyonu ise vatandaşın günlük yaşam maliyetini daha iyi yansıtır. Ancak bunlar resmî enflasyonun yerine geçmez, sadece onu tamamlar. Bu yüzden doğru yaklaşım, resmî enflasyonu ekonominin genel göstergesi olarak kabul etmek; farklı gelir grupları ve tüketici profilleri için ayrıca medyan enflasyon ve temel ihtiyaç enflasyonu gibi göstergeleri birlikte değerlendirmektir. Böylece hem istatistiksel gerçeklik hem de vatandaşın günlük yaşam deneyimi aynı anda dikkate alınmış olur.

Yandaki grafikte Rusya'da itibarlı sayılan kurumların tahminleri görülebilir.|

SANAYİDE DURUM

Rusya sanayisinde büyümenin yönü konusunda ciddi bir görüş ayrılığı bulunuyor. Rosstat sanayi üretiminin aylık yaklaşık %0,3 artmaya devam ettiğini ve son aylarda üretimin geçen yılın aynı dönemine göre %1,9 yükseldiğini gösterirken, ЦМАКП, sanayide yıl başındaki düşüşten sonra sadece sınırlı bir toparlanma yaşandığını, üretimin esasen yatay seyrettiğini, pozitif görünümün büyük ölçüde savunma sanayiine (ОПК) bağlı sektörlerden kaynaklandığı savunuyor. Dahası bu sektörler çıkarıldığında sivil ekonomide üretim, geçen yılın aynı döneminin altında kalmakta. (Yıllık %97 seviyesinde yani yaklaşık %3'lük daralma). Metalurjide yüzde 9,9%, makine sanayiinde 8,9%, otomotivde 7,9% düşüş var. Sektörel eğilim olarak bakıldığında ise madencilikte düşüş durmuş, otomotiv üretiminde toparlanma sürmüş ve inşaat malzemeleri ile çelik üretiminde sınırlı bir canlanma görülmüştür. |

Buna karşılık **petrol rafineri** faaliyetleri ciddi şekilde gerilemiş, **kimya** sektöründe hafif daralma yaşanmış ve **gıda** sanayisindeki önceki büyüme ivmesi sona ermiştir. Özellikle **petrol ürünleri** üretimi son ay %3,6 düşerek en zayıf alanlardan biri olmuştur. Orta vadede, **savunma sanayii** ile bağlantılı sektörlerin (**metal ürünleri, elektronik, optik ekipmanlar, havacılık ve diğer ulaşım araçları üretimi**) son üç yılda olağanüstü büyüdüğü görülmektedir. Buna karşılık **inşaat** malzemeleri, **otomotiv**, **makine** üretimi ve bazı geleneksel sanayi kolları hâlâ 2021–2024 seviyelerinin altında. Özetle Sivil ekonomide ise tablo daha zayıf olup birçok sektörde durgunluk veya hafif daralma devam etmektedir. Bu nedenle manşet veriler pozitif görünse de ekonominin tüm kesimleri aynı performansı göstermemektedir.|



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

Nejat Özçimen

mondef FOMALHAUT

MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 05-2026

KÜRESEL BAKIŞ...

Küresel ekonomi artık düşük risk ve bol likidite döneminden çıkmış, jeopolitik gelişmelerin ekonomik göstergeler kadar önemli hale geldiği yeni bir döneme girmiştir. İran-İsrail / Rusya-AB gerilimi, Hürmüz Boğazı üzerindeki riskler ve ABD-Çin rekabeti enerji, ticaret, teknoloji ve sermaye akımlarını yeniden şekillendirmektedir. Dünya giderek çok kutuplu bir yapıya dönüşürken, şirketler ve yatırımcılar daha yüksek volatiliteye hazırlıklı olmak zorundadır.

2026 yılında dünya ekonomisi büyümeye devam etse de hız belirgin şekilde yavaşlamıştır. Enflasyon birçok gelişmiş ülkede kontrol altına alınmış olsa da merkez bankaları faiz indirimlerinde temkinli davranmaktadır. Sonuç olarak küresel ekonomi, "**ucuz para ve düşük risk**" döneminden "**yüksek risk primi ve seçici yatırım**" dönemine geçmiştir. Önümüzdeki yıllarda düşük ama pozitif büyüme temel senaryo olarak görülmektedir.

Küresel ekonominin en önemli yapısal risklerinden biri tarihi seviyelere ulaşan kamu borçlarıdır. Dünya kamu borcu yaklaşık 110 trilyon dolara ulaşmış ve küresel GSYH'nin %94'üne yükselmiştir. OECD verilerine göre hükümetler ve şirketler 2026 yılında yaklaşık 29 trilyon dolar yeni borçlanma planlamakta, bunun büyük kısmı yeni yatırım yerine mevcut borçların çevrilmesi için kullanılmaktadır. Yüksek faiz ortamı bütçeler üzerinde baskı yaratırken, yatırımcılar daha yüksek getiri talep etmektedir.|

Şirketler için yeni dönemin en önemli kavramı dayanıklılıktır (Resilience / Устойчивость). Geçmişte düşük maliyetli üretim ve ucuz finansman yeterli olurken, bugün tedarik zinciri güvenliği, enerji bağımsızlığı, alternatif pazarlar, teknoloji yatırımları ve jeopolitik risk yönetimi kritik önem taşımaktadır. Çin, Hindistan, Körfez ülkeleri, Türkiye ve Güneydoğu Asya yeni büyüme merkezleri olarak öne çıkmaktadır. 2026–2030 dönemi için yeni realiteler; düşük fakat pozitif büyüme, kademeli faiz indirimleri, yüksek kamu borçları, borç sürdürülebilirliği, parçalanan küreselleşme, enerji güvenliği ve jeopolitik rekabet olacaktır. Bu ortamda başarılı olacak ülkeler ve şirketler en düşük maliyetle çalışanlar değil, değişen ekonomik ve siyasi koşullara en hızlı uyum sağlayabilenler olacaktır.|

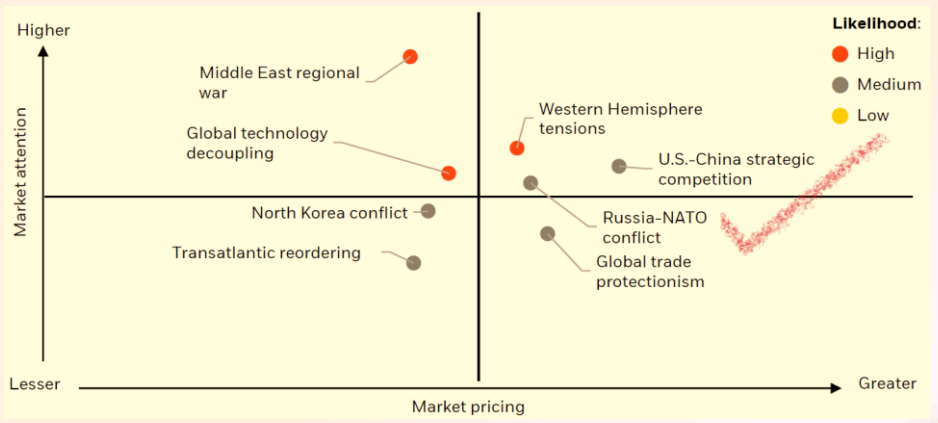




GSYH Büyüme Oranı, %	2025
Dünya (SAGP)	3,4
ABD	2,1
Avro Bölgesi	1,4
Japonya	1,2
Çin	5,0
Hindistan	7,6
Brezilya	2,3
Rusya	1,0
Ortalama Yıllık Enflasyon,	4,1

Risk	Açıklama	Skor
Orta Doğu savaşı	Bölgesel çatışmanin enerji altyapısını tehditi	9
Küresel teknoloji ayrışması	ABD ve Çin arasındaki teknoloji ayrışmasının kapsam ve boyutu	9
Enerji güvenliği krizi	Küresel enerji piyasalarındaki aksaklıklar, küresel makro görünümü olumsuz etkilemektedir.	9
Büyük terör veya siber saldırılar	Terror veya siber saldırılar insanlara, işletmelere veya altyapıya büyük zarar verir.	9
Batı Yarımküre gerilimleri	ABD, bölgesel hedefleri için ekonomik ve askeri müdahaleci bir yaklaşım benimser	9
Küresel ticaret savaşları	ABD'ye giren mallara yönelik gümrük vergileri	7
ABD-Çin stratejik rekabeti	Tayvan veya Güney Çin Denizi'ndeki gerilimler	7
Rusya-NATO çatışması	Catışmanın Ukrayna dışına taşma riski	6
Transatlantik yeni düzeni	Bu jeopolitik ve ekonomik baskılar, Avrupa'nın rekabet gücünü zorlamaktadır.	6
Kuzey Kore	Kuzey Kore nükleer silahlanması	5





MAKROEKONOMİ | RUSYA
BÜLTEN 05-2026

İSTEK ÜZERİNE !!

4 BANKA - 4 ALIŞKANLIK

Sberbank: En muhafazakâr bankadır. Nakit akışı en önemli kriterdir. Kovenant seti daha geniştir. Uzun vadeli ilişki sever. Devlet bağlantılı şirketlere daha sıcaktır. Stabil ilişki amaçlar. Teminat önceliği orta seviyede iken, **DSCR** hassasiyeti yüksektir.

VTB: Sektörel projelere daha açıktır. Büyük projelerde daha esnek oranlar verir. Sberbank'a göre teminata daha fazla ağırlık verir. Yapılandırma konusunda daha pragmatik. Daha esnek kredi ve sık yeniden müzakere imkânı sunar. **DSCR hassasiyeti yüksek**, kovenant sayısı orta derecedir.

Alfa-Bank: Rusya'nın en büyük özel bankası olan Alfa-Bank, piyasa odaklılığı ve hızıyla öne çıkar. Kredi esnekliği Sberbank'tan yüksek olsa da VTB ölçeğindeki dev projelere girmez. Gri alanlardan kaçınarak kârlılık ve nakit akışına odaklanır; DSCR hassasiyeti çok yüksek, teminat önceliği orta-üst seviyededir. Likit teminatları (nakit, vb.) tercih eder. Sistemleriyle kovenant ihlallerini anlık tespit eder. **Maaşlar, leasing** gibi yan ürünleri şart koşar.

Sovcombank: Karmaşık finansman modellerine yatkınlığıyla bilinir. "**Zor**" projelere özel çözümler üretir. Kredi esnekliği yüksek, DSCR hassasiyeti dengelidir. Şirket hissesi üzerinde rehin/opsiyon talep edebilir. Kovenant sayısı orta düzeyde olup, ilişki odaklıdır; üst düzey karar vericilere (C-level) erişim oldukça kolaydır.

Rusya'da hem özel hem devlet bankalarının baktıkları tipik kriterler, **nakit akışının kârdan daha önemli olması, son 3 yıl finansal tablolarının sıhhati, inşaat firmaları için son 2 yılda tamamlayıp, teslim ettikleri işlerin profili, işverenlerin çeşitliliği, vergi ödeme disiplini**. İlaveten, grup şirketleri konsolidasyonu dikkatle incelenir. Yüksek ciro olup zayıf nakit akışı, sağlıklı kâr ama zayıf DSCR, grup içi borçların gizlenmesi çok hassas konulardır..|

RUS BANKALARININ BAKTIĞI 7 ORAN

1. Likidite Oranları (Ликвидность)

Cari Oran / Коэффициент текущей ликвидности: Dönen Varlıklar ÷ Kısa Vadeli Borçlar ≥ 1,2 ve üzeri değer, şirketin kısa vadeli borçlarını rahatça karşılayabileceğini gösterir. Düşük ise kısa vadeli nakit sıkışıklığı ve kredi riski anlamına gelir. Borç yönetiminde temel göstergelerden biridir.

Asit-Test Oranı / Коэффициент быстрой ликвидности: Stoklar genellikle likit olmadığından bu oran, gerçek nakit ödeme gücünü yansıtır. (Dönen varlıklar − Stoklar) ÷ (KVB) oranının ≥ 0,8 olması beklenir. Genellikle 0,8 ve üzeri, şirketin kısa vadeli borçlarını rahatlıkla karşılayabileceğini gösterir.

Mesela Cari oran: 0,95, Asit-test: 0,6 ise "Kısa vadeli borçlar çevrilemez." denir. Özellikle işletme kredilerinde zayıf likidite sebebiyle reddedilir.

2. Borçluluk & Sermaye Yapısı (Финансовая устойчивость)

Borç / Özsermaye Oranı (Leverage) / Коэффициент финансового рычага: Toplam Borç ÷ Özsermaye oranının ≤ 2,0 olması beklenir. 2,0 ve altı, şirketin borç/özsermaye dengesinin sağlıklı olduğunu, yüksek olması, fazla borçlanma riskini ve potansiyel finansal sıkıntıyı işaret eder.

Özsermaye Oranı / Коэффициент автономии: Yüksek oran şirketin varlıklarının ne kadarının özsermaye ile finanse edildiğini gösterir.

Mesela Borç / Özsermaye: 3,5, Коэффициент автономии: 0,18, Bankanın yorumu: Şirket aşırı borçlu, özkaynak yetersiz.". Veya, Ciro var, istikrar yok YoY büyüme: −25%, Sektör: Stabil sektör, Bankanın yorumu: "İş modeli sürdürülebilir değil.", Sonuç: Reddedilir veya vade kısaltılır.

3. Karlılık Oranları (Рентабельность)

Net Kâr Marjı / Рентабельность продаж: Şirketin satış gelirleri üzerinden ne kadar net kâr elde ettiğini gösteren kârlılık oranıdır. Yüksekse maliyet kontrolü ve gelir verimliliği iyidir. Net Kâr ÷ Satış Geliri (Выручка) oranının hep pozitif olması beklenir.

Aktif Karlılığı (ROA) / Рентабельность активов (ROA): Şirketin toplam varlıklarını kullanarak ne kadar kâr ürettiğini gösterir. Net Kâr ÷ Toplam Varlıklar oranının ≥ %3 ise şirketin varlıklarını etkin kullanarak kâr sağladığını gösterir.

4. Borç Servis Kabiliyeti (Обслуживание долга)

Faiz Karşılama Oranı / Коэффициент покрытия процентов: Şirketin faaliyet kârı ile faiz giderlerini karşılama kapasitesini gösteren orandır. FAVÖK ÷ Faiz Gideri oranının ≥ 2,0 olması beklenir. (2 ve üzeri değer, şirketin faiz ödemelerini güvenle yapabileceğini gösterir).

DSCR / Коэффициент покрытия долга: Şirketin operasyonel nakit akışı ile toplam borç servisini (anapara + faiz) karşılama kapasitesini gösteren orandır. Operasyonel Nakit Akışı ÷ (Anapara + Faiz) oranının ≥ 1,2 olması beklenir.

5. Operasyonel Nakit Akışı / Borç / Покрытие долга денежным потоком: Operasyonel Nakit Akışı ÷ Toplam Borç oranın yüksek olması, kâr yerine operasyonel nakit akışı kapasitesini gösterir.

6. Faaliyet Verimliliği (Деловая активность)

Alacak Devir Hızı / Оборачиваемость дебиторской задолженности: Oran yüksekse, şirket alacaklarını kısa sürede nakde çevirebiliyor ve likidite yönetimi güçlüdür. Satış Gelirleri ÷ Ortalama Alacaklar oranı yüksekse, tahsilat süresinin kısa olduğunu ve nakit akışının etkin yönetildiğini gösterir.

Stok Devir Hızı / Оборачиваемость запасов: Satılan Malın Maliyeti ÷ Ortalama Stoklar oranının ilişkisinin hızlı olması beklenir. Yavaş devir, nakit sıkışıklığı ve stok maliyetlerinin artması riskini taşır. Yavaş devir = likidite riski demektir.

7. Ciro Büyümesi (YoY) / Темпы роста выручки: Bu yılın Satış Geliri − Geçen Yılın Satış Geliri) ÷ Geçen Yılın Satış Geliri × 100 oranının stabil ve pozitif ciro büyümesi beklenir. Ani düşüşler kırmızı bayrak olarak değerlendirilir ve teminat veya ek kovenant gerekliliği doğurabilir.|