

## Makro Not – Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi

**Kasım'da bütçe 16.7 milyar açık ve faiz dışı denge 129.7 milyar TL fazla vermiştir. Vergi tahsilatındaki iyileşme, sınırlı harcama ve faiz ödemesi bütçe açığındaki negatif eğilimi sınırlamıştır.**

**Abdulkadir Doğan**

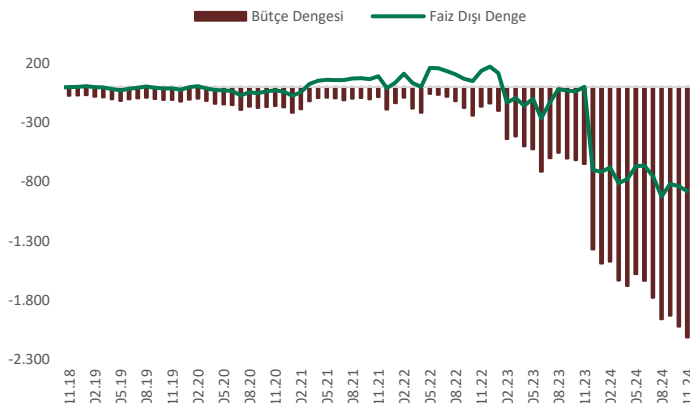
Başekonomist

[adogan@sekeryatirim.com.tr](mailto:adogan@sekeryatirim.com.tr)

(+90) 212 334 33 33/313

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı Kasım ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 939.5 milyar TL, bütçe giderleri 956.1 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 809.8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde **bütçe açığı 16.7 milyar TL** olurken **faiz dışı denge 129.7 milyar TL** fazla vermiştir. Enflasyonun bütçe dengesi üzerine en belirgin yansımaları, cari transferler ve personel giderleri üzerinden yaşanmaya devam ediyor. Bu döngünün 2025 itibariyle daha sakin bir seyir izleyeceğini tahmin ediyoruz. Elektrik Üretim A.Ş.'ye yapılan transferler 14.9 milyar TL olarak gerçekleşmiş, 2024 boyunca 198.4 milyar transfer yapılmıştır. On bir ay sonra ilk kez BOTAŞ'a 29 milyar TL transfer yapılmıştır. Personel giderleri ve cari transferlerdeki artışı karşılayabilecek bir vergi tahsilatı politikası 2025 ajandasında en hayati konulardan birini oluşturacaktır. Emeklilik sisteminde yapılan değişiklik, deprem felaketi ve devam eden yüksek enflasyon bütçedeki toparlanmayı sınırlayan en önemli kalemler olarak karşımıza çıkıyor. On iki aylık birikimli bütçe açığı 2.1 trilyon TL ve bu seviye son on yıl ortalamasının yaklaşık dokuz katı. Vergi tahsilatındaki düzenlemelere rağmen bütçe giderlerindeki katılık ve alınan tedbirlere rağmen artan harcamalar, kronik bir bütçe açığına evirilmiş durumdadır. Kasım ayı gibi mevsimsel etkilerin devreye girdiği dönemler hariç tutulduğunda genel eğilim negatif. **Maliye politikasında henüz istenilen sıkılık düzeyine erişilemediğini ve bütçe açığından enflasyona ek baskı gelebileceğini hatırlatmak isteriz.** Para politikası odaklı ilerleyen ekonomi yönetimi, son dönemde maliye politikası tedbirlerini arttırmış durumda. Para politikasının tek başına fiyat istikrarı getirmesinin mevcut konjunktürde zaman alacağını ve maliye politikasına ağırlık verilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bütçe giderlerinde önceki yılın aynı dönemine göre %42.5 artış yaşanmıştır. En yüksek oransal artış personel giderleri (%82) ve SGK primi giderinde (%75) yaşanırken, en yüksek kalemler cari transferler (343 milyar TL) ve personel giderleri (244 milyar TL) olmuştur. Bütçe gelirlerinde ise ortalama yıllık artış %25.8 seviyesindedir. En yüksek artış gelir vergisi (%118) ile banka ve sigorta muameleleri vergisi (%133) olarak öne çıkmıştır. Bütçe gelirlerine en yüksek düzeyde katkı sağlayan alt kalemler ise gelir ve kurumlar vergisi olmuştur (sırasıyla 168 milyar ve 185 milyar TL).

**Grafik 1: Bütçe Dengesi ve Faiz Dışı Denge (12 ay birikimli, milyar TL)**



Yılın on ayı birlikte değerlendirildiğinde maliye politikasının uzun yıllar devam eden mali disiplin çıpasından uzaklaştığını görüyoruz. Enflasyon ve deprem felaketinin tetiklediği giderlerdeki artışı telafi edebilecek bir gelirler politikası henüz oluşturulamamıştır. Para politikasının uzun süredir sıklık düzeyini koruduğu ortamda maliye politikasına ek görevler düştüğünü daha önceki raporlarımızda belirtmiştik. Giderleri kısıcı birtakım tedbirler alınırken, mali disiplin çıpasının etkin şekilde uygulanacağına yönelik söylemler orta vadeli hedefler konusunda beklentileri canlı tutuyor. Son dönemde alınan mali tedbirleri bu anlamda sınırlı olumlu buluyoruz. Özellikle enflasyon nedeniyle artan personel giderleri, bütçenin diğer kalemlerinde kesinti yaşanmadan telafi edilemeyecek boyutta. Bir diğer alternatif ise, **ek vergi gelirleri yaratmak** ve son dönemde bu uygulamalar artmış durumda. Özellikle para politikası sonucu bozulan enflasyon görünümünün diğer makro göstergelere de zamanla yansımaları kaçınılmaz bir sonuçtu. Hem enflasyon hem de yüksek giderlerin etkisiyle mali disiplin uzun süredir negatif bir görünüme sahip... Vergi tahsilatlarında mevsimsel etkilerle iyileşme yaşansa da genel trend bozulma eğilimini devam ettiriyor. Bu kapsamda son dönemde alınan tasarruf tedbirlerinin kararlılıkla uygulaması maliye politikasının istikrarı için kritik önem taşıyor. **Para politikası sayesinde enflasyon seviyesi %30 düzeyine çekilse de buradan sonraki yapısal kırılmaların para politikası dışında ek tedbirlere ihtiyacı olacaktır.** Bu kapsamda maliye politikasına ciddi görevler düşüyor. Gelir tahsilatı zayıf seyrini sürdürürse, yılsonu bütçe açığı tahminlerin de ötesinde gerçekleşebilir. Bütçe üzerinde para politikası kaynaklı baskılar azalsa da enflasyonun etkisi bir süre daha devam edecektir. Covid öncesi dönemdeki bütçe performansı ve mali disiplin görünümüne 2025-2026 itibarıyla ulaşabileceğini öngörüyoruz.

Özet olarak; **bütçe Kasım'da 16.7 milyar TL açık vermiştir.** Personel giderleri ve cari transferlerdeki yüksek seyir, mevsimsel gelirler arındırıldığında bütçede belirgin bir açığa işaret ediyor. **Para politikasındaki geçmiş dönem tercihlerinin kamu maliyesindeki disiplini sekteye uğrattığı** bir dönem yaşıyoruz. Yılsonu bütçe açığı 2013-2023 ortalamalarından belirgin ölçüde sapma yaşayacaktır. Yılın son çeyreğinde ve özellikle Aralık'ta hesap dönemi kapanışları nedeniyle çok yüksek bir bütçe açığı görebiliriz. Maliye politikasının para politikasıyla eşgüdümlü olarak sıkılaştırıcı bir yapıya dönmesi orta vadede mali disiplin ve fiyat istikrarına katkı sağlayacaktır. Vergi gelirlerinin etkinliğini arttırmak ve giderleri kısıtlayıcı yönde uygulanacak politikalar bütçe disipliniinde sürekliliği de beraberinde getirecektir. Bütçe görünümünde fiyat istikrarı ile uyumlu seviyelere 2025 yılından itibaren kademeli olarak ulaşılacağı beklentimiz devam ediyor. Ekonomi politikalarındaki normalleşme sürecindeki geçişlerin ek şoklar ve tahminlerimizde güncelleme getirebileceğinin altını çizmek isteriz.

# Şeker Yatırım

## UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. - Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34,  
[arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)