

## Makro Not – Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi

**Ocak'ta bütçe 139.3 milyar açık ve faiz dışı denge 23.8 milyar TL fazla vermiştir. Bütçe dengesindeki aylık performans olumlu seyretse de, mali disiplin hedeflerinin oldukça gerisinde kalıyor.**

**Abdulkadir Doğan**

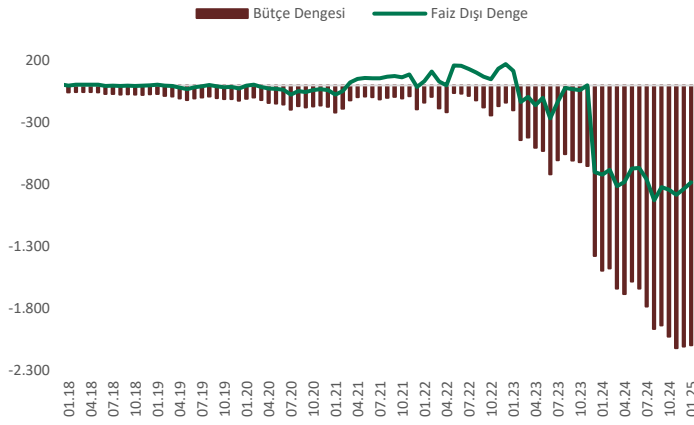
Başekonomist

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

(+90) 212 334 33 33/313

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı Ocak ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 917 milyar TL, bütçe giderleri 1.056,3 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 893.3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde **bütçe açığı 139.3 milyar TL** olurken **faiz dışı denge 23.8 milyar TL** fazla vermiştir. Bütçe performansında yılsonu gerçekleştirmeleri düşünüldüğünde, uzun süredir devam eden **enflasyonist baskı ve etkisi zayıf kalan mali tedbirler** bütçe açığında tarihi zirveleri beraberinde getirmiştir. Yeni yılla birlikte, para politikasına maliye politikasından gelecek desteğin önemi artmış ve maliye politikasına düşen görev yükü kritik hale gelmiştir. Ocak ayı bütçe detaylarında Elektrik Üretim A.Ş.'ye yapılan transferler 14.2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir (önceki ay 15.3 milyar ve 2024 boyunca 213.7 milyar transfer yapılmıştır). BOTAŞ'a kış mevsimi etkisiyle 35 milyar transfer yapılmıştır (önceki ay 29 milyar ve 2024 toplamı 66 milyar TL) Gider kalemlerinin yıllık artış performansı incelendiğinde enflasyonun genel olarak gerisinde kaldığını görüyoruz. Fakat mal ve hizmet alımı gibi, kamunun kemer sıkma kalemleri ortalamanın üzerinde yıllık %71 artış yaşamıştır. Bu kapsamda özellikle mali tedbirlerin rakamlara yansımaları, beklenti yönetimi açısından zaruri hale gelmiştir. Emeklilik sisteminde yapılan değişiklik, deprem felaketi ve devam eden yüksek enflasyon bütçedeki toparlanmayı sınırlayan en önemli kalemler olarak karşımıza çıkıyor. Harcama kalemlerindeki katılaşmayı tersine çevirebilecek en önemli dönüşüm gelirler politikasından gelecektir. Vergi tahsilatındaki düzenlemelere rağmen bütçe giderlerindeki katılık ve alınan tedbirlere rağmen artan harcamalar, kronik bir bütçe açığına evirilmiş durumdadır. On iki aylık birikimli bütçe açığı 2.1 trilyon TL ve bu seviye son on yıl ortalamasının yaklaşık dokuz katı. Maliye politikasında henüz istenilen sıkılık düzeyine erişilemediğini ve bütçe açığından enflasyona ek baskı gelebileceğini hatırlatmak isteriz. Enflasyon raporu ve para politikası metinlerinde referans verilen **para ve maliye politikası eşgüdümü fiyat istikrarının olmazsa olmaz ön koşulu haline** gelmiş durumdadır. Para politikasının tek başına fiyat istikrarı getirmesinin mevcut konjonktürde zaman alacağını ve maliye politikasına ağırlık verilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bütçe giderlerinde önceki yılın aynı dönemine göre %37.6 artış yaşanmıştır. En yüksek oransal artış sermaye transferleri (%137.7) ve mal/hizmet alımı giderlerinde (%71.3) yaşanırken, en yüksek kalemler cari transferler (120 milyar TL) ve personel giderleri (100 milyar TL) olmuştur. Bütçe gelirlerinde ise ortalama yıllık artış %48.6 seviyesindedir. En yüksek artış gelir vergisi (%92) ile banka/sigorta muameleleri vergisi (%101) olarak öne çıkmıştır. Bütçe gelirlerine en yüksek düzeyde katkı sağlayan alt kalemler ise gelir vergisi ve dâhilde alınan KDV olmuştur (sırasıyla 95 milyar ve 57 milyar TL). Bütçe gelirlerindeki artış hızının giderlerin üzerinde seyretmesi, bütçe açığının hızını azaltıyor. Bununla birlikte hedeflenen seviyelerin hala oldukça gerisinde bir bütçe performansı var.

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



Bütçe dengesinin mali disiplin çıpası olan %2 bütçe açığı/GSYİH hedeflerinden sapması para politikasında seçimlerin yanı sıra dışsal şokların da bir sonucudur. 2022 öncesi performansı yakalayabilmek için bazı yapısal dönüşümler zorunlu gibi görünüyor. 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 tedbirlerle 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 Ocak'ta 139.3 milyar TL açık verirken faiz dışı denge 23.8 milyar fazla vermiştir.** Gelir vergisi toparlanması sürerken, harcamalardaki toparlanma ile KDV gelirleri de artış kaydetmiştir. Mal ve hizmet alımındaki artış ile giderler kalemi birlikte değerlendirildiğinde kamudaki tasarruf tedbirlerinin hedeflenen düzeyde olmadığını görüyoruz. Para politikasındaki geçmiş dönem tercihlerinin kamu maliyesindeki disiplini sektöre uğrattığı bir dönem yaşıyoruz. Mevcut gerçekleştirmeler dikkate alındığında bütçe açığı/GSYİH seviyesinin yaklaşık %4.8 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Mali disiplin çıpasında bu açık %1.5-2.5 bandında seyretmiştir. 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 disiplini de beraberinde getirecektir. Bütçe görünümünde fiyat istikrarı ile uyumlu seviyelere 2025 yılından itibaren kademeli olarak ulaşacağı 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)