Makro Not – Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi

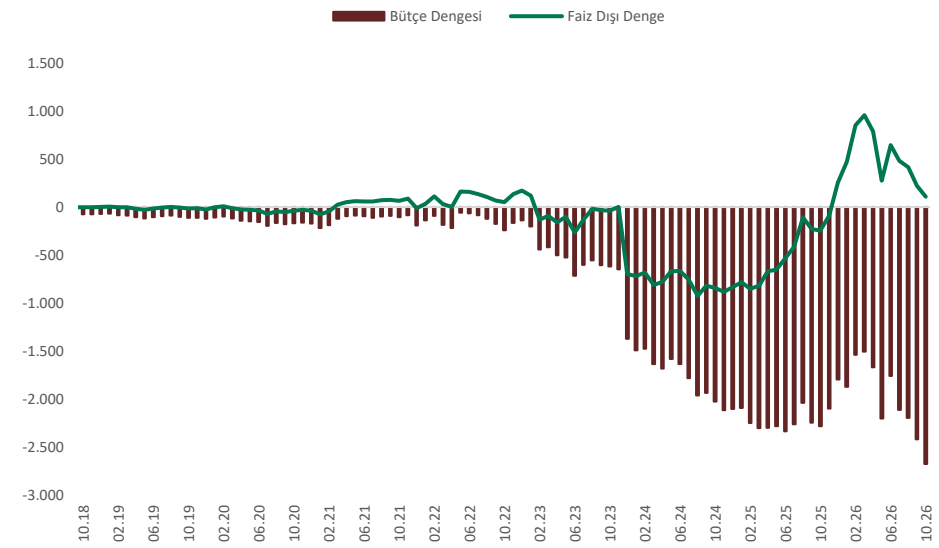
Bütçe ekimde 481 milyar ve faiz dışı denge 179,8 milyar TL açık vermiştir. Faiz baskısı devam ederken cari transferler hafif geriledi, kurumlar vergisi iadeler nedeniyle negatife döndü.

Abdulkadir Doğan
Başekonomist
adogan@sekeryatirim.com.tr
(+90) 212 334 33 33/313

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı ekim ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.298,3 milyar TL, bütçe giderleri 1779,4 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.478milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde **bütçe 481 milyar TL** ve **faiz dışı denge 179,8 milyar TL açık** vermiştir. Kurumlar vergisi iadeler nedeniyle bu ay negatife döndü. Bunu cari transferlerdeki gerileme ile telafi etse de, faiz baskısı bütçe açığını kronikleştiriyor. Faiz dışı dengede de yaşanan gerileme dikkat çekiyor. Mevsimsel etkilerle kurumlar vergisi çekirdek dengeyi ayakta tutuyor. Öte yandan yılın ilk 9 ayındaki faiz giderleri ortalama 250 milyar seviyesinde iken ekimde 300 milyar faiz gideri oluştu. Özellikle faiz ödemelerinin 200 milyar ve üzerinde katılaşması maliye politikasına para politikası ve enflasyon görünümünden gelen olumsuz bir yansıma olarak değerlendirilebilir. Cari transfer kalemi bu ay 679 milyar seviyesinden dönerek 615 milyara geriledi, fakat elektrik üretimine tek seferde 65 milyar transfer göze çarpıyor. Personel giderleri ve cari transferlerdeki artışı finanse edecek vergi tahsilatı politikası yaratılmazsa bütçe açığı bu seviyelerde katılaşacak gibi görünüyor. Personel giderleri hariç hemen her alt başlık 9 aylık ortalamasından yaklaşık 50 milyar yukarı yönlü sapma gösteriyor. Cari transferler bu ay ivme kaybederek bütçeye sınırlı pozitif destek verdi. Sermaye giderleri ve transferlerinde belirgin bir artış söz konusu değil. Faiz dışı dengeye on iki ay birikimli bakıldığında aşağı yönlü eğilime girse de hala pozitif. Burada dikkat edilmesi gereken husus çekirdek bütçe göstergeleri son dönemdeki bozulmaya rağmen hala başa baş seviyesinin üzerinde. Buradan anlıyoruz ki, enflasyon beklentileri ve borçlanma faizlerindeki iyileşme bütçe üzerindeki baskıyı hafifletecektir. Bu kapsamda enflasyon beklentilerinin çıpalanması ve faiz giderlerinin gerilemesi bütçe dengesinin performansı için bir ön koşul olmuştur diyebiliriz. **12 aylık birikimli bütçe açığı 2,68 trilyon ile rekor kırıyor**. Makro dengeleri bir bütün olarak düşünürsek, para politikası tarafındaki dengeden sapma maliye politikasına bütçe üzerinden negatif yansıyor. **Dezenflasyon hızı yavaşlayıp zamana yayıldıkça bütçe üzerine negatif yansıması daha uzun sürecektir**. Gelir politikası ve tahsilatında yatay seyir devam ediyor. Gider kalemlerinde ise enflasyon etkisi belirgin şekilde hissediliyor. Bunun dışında dönemsel yapılan ödemeler ya da transferler bütçede geçici de olsa negatif eğilimi tetikliyor. Yıl başından bu yana 2,3 trilyon ve on iki aylık birikimli 2,7 trilyon bütçe açığı verilmiş. 2025 ekimde bu seviyeler sırasıyla 1,44 trilyon ve 2,3 trilyon olarak gerçekleşmiş. Yıllık bazda baktığımızda enflasyonun üzerinde belirgin bir artış göze çarpıyor. Bu da bize mevcut durumda fiyat etkisinden arındırılsa bile bütçede yapısal bazı negatif eğilimler olduğunu gösteriyor. **Fonlama faizinin gelecek 12 ayda %36-27** bandında dalgalanacak olması ve enflasyon beklentilerinin %20 üzerinde kalması bütçedeki mali disiplin hedefinin 2027 sonlarına kalacağını gösteriyor. Özellikle getiri eğrisindeki yukarı yönlü ivmelenme, fonlama faizindeki gerilemeye uzun vadeli faizlerin eşlik etmediğin gösteriyor. Bu döngünün 2027-2028 döneminde kırılacağını düşünüyoruz.

Bütçe gelir/gider dengesinin değişim oranları olarak detaylarına baktığımızda ekim ayında bütçe giderlerinde önceki yılın aynı dönemine göre %29,9 artış yaşanmıştır. En yüksek oransal artış faiz giderleri (%91,4) ve borç verme giderlerinde (%39,6) yaşanırken, en yüksek gider kalemleri cari transferler (615,2 milyar TL) ve personel giderleri (441,9 milyar TL) olmuştur. Bütçe gelirlerinde ise ortalama yıllık artış %13,2 seviyesindedir. En yüksek artış gelir vergisi (%31,3) ile ithalde alınan KDV (%31,4) kalemlerinde görülmüştür. Bütçe gelirlerine en yüksek düzeyde katkı sağlayan alt kalemler ise gelir vergisi ve dahilde alınan KDV olmuştur (sırasıyla 398,2 milyar ve 209,6 milyar TL).

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



Özet olarak; bütçe ekimde 481 milyar ve faiz dışı denge 179,8 milyar TL rekor açık vermiştir. Borçlanma faizlerindeki yüksek seyir 2023 sonrası bütçe performansında belirgin bir negatif baskı yaratıyor. Nominal faizlerde yaşanacak düşüşler 2027-2028 dönemindeki mali disiplin çıpasına belirgin şekilde pozitif yansıyacaktır. Para politikası dezenflasyonu inşa ettikçe gerileyen faiz oranları mali disipline de katkı sağlayacaktır. Küresel borç yükü ve borçlanma faizleri üzerinde son dönemde artan riskler de kamu maliyesindeki etkinliğin öneminin bir kez daha ortaya koymuştur. 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 disiplininde sürekliliği de beraberinde getirecektir. Ekonomi politikalarındaki normalleşme sürecindeki geçişlerin ek şoklar ve tahminlerimizde güncelleme getirebileceğinin altını çizmek isteriz.

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 güvenirliliğine 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