

## Makro Not – Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi

**Bütçe mayısta 298,2 milyar ve faiz dışı denge 169,3 milyar TL açık vermiştir. Kurumlar vergisindeki güçlü tahsilata rağmen gelir vergisindeki belirgin düşüş bütçe açığını tetikledi.**

**Abdulkadir Doğan**

Başekonomist

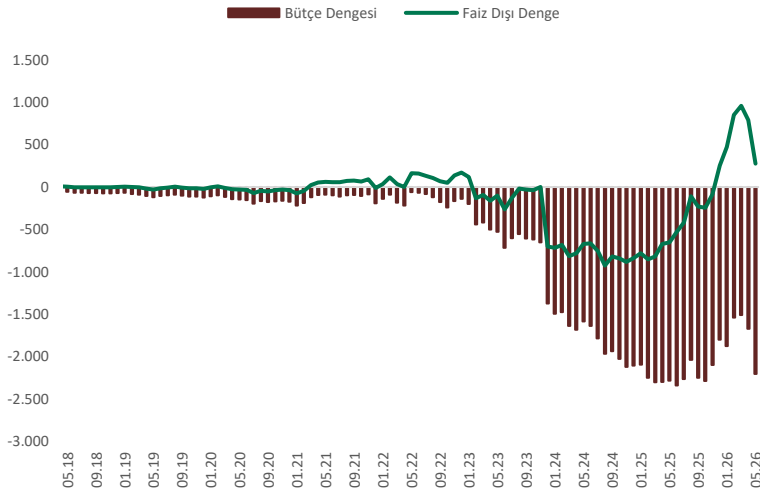
[adogan@sekeryatirim.com.tr](mailto:adogan@sekeryatirim.com.tr)

(+90) 212 334 33 33/313

Hazine ve Maliye Bakanlığının yayımladığı mayıs ayı merkezi yönetim bütçe verilerine göre bütçe gelirleri 1.086,2 milyar TL, bütçe giderleri 1.384,4 milyar TL olmuştur. Aynı dönemde faiz dışı bütçe giderleri 1.255,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu veriler eşliğinde **bütçe açığı 298,2 milyar TL** olurken **faiz dışı denge 169,3 milyar TL açık** vermiştir. Maliye politikası tarafında jeopolitik gelişmelerin hane halkı enerji maliyetlerinde yarattığı baskıyı hafifletmek için alınan tedbirler bütçe üzerindeki baskıyı arttırıyor. Baz senaryomuzda mayısta kurumlar vergisi öncülüğünde mevsimsel bir pozitif hava bekliyorduk. Şubat ve mayıs ayındaki kurumlar vergisi tahsilatları dönemsel pozitif bir hava yaratıyor. Bu etkiden arındırıldığında 15-20 milyar TL bandında olan kurumlar vergisi bu ay 367 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Fakat **gelir vergisinde 2025 aylık ortalamasından bile daha düşük bir performans söz konusu**. Yılın ilk dört ayında ortalama 298 milyar TL olan gelir vergisi bu ay 91 milyar TL'ye gerilemiştir. Bu etkiden arındırıldığında bütçe performansı başa baş gidiyor diyebiliriz. Faiz giderleri de bu ay 128 milyar liraya gerilemiştir. Fakat ilk beş ay toplamı şeklinde baktığımızda bütçeden yapılan faiz ödemesi 1,26 trilyon TL ve oldukça yüksek bir seviye. Bütçe açığındaki tahminlerin neredeyse tamamı faiz giderlerinden oluşuyor ve birincil bütçe dengesi hala pozitif. Gider kalemlerinin detaylarını incelediğimizde personel giderleri nisan ayıyla yakın seviye diyebileceğimiz 407 milyar TL düzeyinde. Bu kalemler enflasyonun etkisini yansıttığından oynaklık düzeyi çok düşük. Faiz giderleri 128 milyar lira ile mayısta sert bir düşüş kaydetti fakat toplam düzeyde baktığımızda oldukça yüksek bir seviyede. Cari transferler 524 milyar düzeyinde yataya yakın. Bu kalem 500 milyar düzeyinde katılmış durumda. Bu ay BOTAŞ'a 25 milyar ve kamu bankalarına 24 milyar transfer yapılmıştır. Ayrıca bu ay emeklilere bayram ikramiyesi kapsamında 58 milyar transfer yapılmıştır. Sermaye transferleri, borç verme ve sermaye giderlerinde belirgin bir değişim göze çarpmıyor. Her ne kadar sıkı duruş birincil bütçe dengesini kontrol altında tutsa da borçlanma faizlerindeki yüksek seyir genel bütçe dengesini aşağı çekiyor. Bunun temel nedeni de enflasyondaki yüksek seyir ve dezenflasyonun henüz hedeflenen seviyelere gerilememesi. Son enflasyon raporunda da belirtildiği gibi tahminlerle uyumlu bir patikaya evrilen enflasyon hem mali disipline hem de fiyat istikrarına katkı yapacaktır. Politika yapıcılar para politikası duruşunu ayarlarken yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan gelen baskıların sınırlı kalacağı bir varsayım ile hareket etmişlerdi. Mevcut durumda ise artan enerji maliyetlerinin bütçe üzerindeki baskısını hafifletmek amacıyla elektrik ve doğalgaz fiyatlarına yapılan zam, enflasyondaki katılığı körüklüyor. Bunun ikincil etkisinin kamu maliyesine yansımaları negatif. İlk etkisi bütçe gelirlerinde sınırlı bir iyileşme yaratıyor olsa da orta/uzun vadedeki etki enflasyon nedeniyle borçlanma faizlerinin yüksek seyretmesi. Bu da bütçedeki faiz yükünü arttırıyor. Jeopolitik gelişmelerde yaşanan pozitif havanın ÖTV gelirlerinde yediden bir ivme yaratacağı aşikâr. Ayrıca yılın geri kalanında yapılacak faiz indirimleri de 2027-2028 bütçe performansına daha olumlu yansıyacaktır. Maliye politikası tarafında çözülmesi gereken birincil öncelik faiz giderlerinin bütçe ve mali disiplin üzerindeki baskısı. Bunun da nedeni para politikasının oldukça sıkı ve faizlerin yüksek seyretmesi. Özet olarak **enflasyon tarafında yaşanacak olumlu gelişmeler önce para politikasının gevşemesine ve ardından maliye politikası tarafında bütçe performansına olumlu yansıyacaktır.**

Bütçe gelir/gider dengesinin değişim oranları olarak detaylarına baktığımızda mayıs ayında bütçe giderlerinde önceki yılın aynı dönemine göre %27 artış yaşanmıştır. En yüksek oransal artış sermaye transferleri (%443) ve SGK devlet primi giderlerinde (%52,6) yaşanırken, en yüksek gider kalemleri cari transferler (524 milyar TL) ve personel giderleri (407 milyar TL) olmuştur. Bütçe gelirlerinde ise ortalama yıllık daralma %18 seviyesindedir. En yüksek artış harçlar (%31,4) ile banka sigorta muameleleri vergisi (%25,6) kalemlerinde görülmüştür. Öte yandan gelir vergisi %57, kurumlar vergisi %22 ve dahilde alınan KDV %66 daralmıştır. Bütçe gelirlerine en yüksek düzeyde katkı sağlayan alt kalemler ise kurumlar vergisi ve ithalde alınan KDV olmuştur (sırasıyla 367 milyar ve 162 milyar TL). Gelirlerdeki yüksek enflasyona rağmen önceki yıla göre sert daralma yaşanması bütçe performansını aşağı çekmiştir.

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



Özet olarak; bütçe mayısta 298,2 milyar ve faiz dışı denge 169,3 milyar TL açık vermiştir. Gelir tahsilatındaki sert geri çekilme bütçe açığını tetiklemiştir. Bunun dönemsel olduğunu düşünüyoruz. Öte yandan 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.

# 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)