

H. Hakan Yılmaz¹
Merkez Direktörü**NAKİT DENGESİ ZORDA: HAZİNE BORÇLANMA HEDEFİ TUTAR MI?****Hazine Nakit Açığı Artıyor**

Şubat sonu itibarıyla Hazine nakit açığındaki artış, geçen yıla göre %49,4 oranında artarak 602,6 milyar TL seviyesine çıkmıştır. Toplam harcamaların -özellikle faiz harcamalarının- nakit gelirler üzerindeki artışı, denge bu dönemde daha da bozulmasına yol açmıştır (Ek 1).

Hazine, bu gelişmeler çerçevesinde mart ayının son çeyreğinden itibaren ilave önlemlerle nakit kullanımını sınırlandırmaya çalışmaktadır. Bu anlamda harcamacı kurumlarla olan görüşmelerinde bazı haftalar sadece vergi ve SGK prim ödemelerini önceliğine alan bir şekilde nakdi serbest bırakmaktadır. İzleyen günlerde ilave sıkılaştırma önlemleri kaçınılmaz görünmektedir.

Tablo 1. Bütçe Dengesi ve Nakit Dengesi

(milyar TL)	2024	2025	Değ. %
	Oc - Şub	Oc - Şub	
Bütçe Dengesi (A)	-304,5	-449,4	47,6
Bütçe Nakit Dengesi (B)	-305,4	-471,9	54,5
Nakit Dengesi (C)	-403,5	-602,6	49,4
Farklılaşma (C/A)	32,5	34,1	5,0

Kaynak: HMB verileri ve kendi hesaplamamız

Bütçe Dengesi Nakit Dengesi Farklılaşması 2025 Yılında da Devam Ediyor

Bütçe dengesi ile nakit dengesi arasındaki farklılaşma 2025 yılında da devam etmiştir. Şubat sonunda bütçe açığının %34,1 üzerinde bir nakit açığı gerçekleşmiştir. Bu farklılaşma, geçen yılki seviyenin üzerindedir. TEPAV bütçe değerlendirme raporlarında ve bültenlerinde sürekli altını çizdiğimiz gibi başta emanete alınan yatırım nitelikli deprem harcamalarından kaynaklı olmak üzere 2024 yılından itibaren bütçe ve nakit dengesi tutarları belirgin şekilde farklılaşmaya başlamıştı.

¹<https://www.tepav.org.tr/tr/ekibimiz/s/1470/H.+Hakan+Yilmaz>

Bu çalışmada ifade edilen bulgular, yorumlar, sonuçlar, öneriler ve görüşler tamamen yazar(lar)ına aittir. TEPAV'ın resmi görüşü değildir. © TEPAV, aksi belirtilmedikçe her hakkı saklıdır.

Hazine Nakit Dengesinin Bozulmasına Katkı Veren Faktörler

Hazine nakit dengesindeki bozulma, 2025 yılında aşağıda sıralanan nedenlerle artış eğilimini devam ettirecektir:

- Birikmeye başlayan ve **önceki yıldan devreden deprem ödenekleri**
- 2024 yılında **tahakkuka bağlanmayan ama gerçekleşen büyük altyapı yatırımlarına yönelik harcamalar** (başta Karayolları ve DSİ kaynaklı olmak üzere),
- KİT görev zararı ve sermaye transferlerinde ertelenen ödemeler,
- Kur farklarının tersine dönmesi,
- SGK kaynaklı olmak üzere **cari transferlerdeki artışlar**,
- Bütçede işlerin hem vergi hem de harcama tarafında iyi gitmemesi

Deprem ödeneklerinin kullanımında 2024 yılından 2025 yılına yapılan emanet hesapları üzerinden aktarma kısmi ödenek silinmesine rağmen GSYH'nin %1,3'üne ulaşmıştır (585 milyar TL). 2024 yılından devredenle birlikte deprem harcamaları için ayrılan kaynağın 1,15 trilyon TL seviyesine çıkması ile (GSYH %1,9) birlikte oluşan mali baskı dolayısıyla nakit açığı izleyen aylarda artacaktır (Ek 2).

Borçlanma Programının Değerlendirilmesi

Ekonomik programın uygulanmasında önceliği olmayan yatırım harcamalarının ertelenmemesi, kamu harcama programlarının gözden geçirilmesine ilişkin çalışmaların henüz sonuç vermemesi ve vergi başta olmak üzere yapısal nitelikli reformların yarım kalması, kaçınılmaz olarak bu dengenin yapısal olarak bozulmasını hızlandırmaktadır.

Bu muhtemel gelişmeler, finansman maliyetlerinin yükseldiği bir ortamda borçlanma maliyetinin programlanan üzerine çıkması anlamına gelmektedir.

Nitekim, Hazine'nin Aralık 2024'te duyurduğu Ocak-Mart 2025 dönemi borçlanma stratejisinde yer alan Hazine Finansman Programı (Ek 3) kapsamında öngörülen hedeflerle gerçekleştirmelere bakıldığında, programların üzerinde net borçlanma yapıldığı ve Hazine mevduatının artan likit kullanımı ile azalmaya başladığı görülmektedir. Mart ayında da bu eğilim devam etmiştir.

2025 yılının ilk üç ayına ilişkin finansman programının ocak-şubat gerçekleştirmelerinde belirgin sapmalar ve dikkat çekici değişimler gözlemlenmiştir:

- 239 milyar TL seviyesinde **programlanan net borçlanma %78,5 seviyesinde saparak 427 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir.**
- **Sapma, ağırlıklı olarak döviz cinsinden yapılan borçlanmalardan kaynaklanmıştır.** 114 milyar TL net dış borç ödeme pozisyonunda 16 milyar TL'ye düşmüştür. **Hazine, programlanan aksine dış borçlanma yapmak suretiyle kur kaynaklı piyasa riskini üstlenmiştir.**
- Borçlanma dışı özellikle Hazinenin Kasa/Bankasında programlanan üstünde bir kullanım olmuş (%297) ve **Hazine mevduatı azalmaya başlamıştır.**
- **İlk iki ayda 284 milyar olarak programlanan toplam finansman tutarı %112 sapmayla 603 milyar TL'ye çıkmıştır.**
- Dolayısıyla net borçlanma, programlanan aksine faiz ödemesinin üstünde çıkmıştır.

Tablo 2. Hazine Borçlanma Programı ve Gerçekleşmeler (Ocak-Şubat 2025)

(milyar TL)	Borçlanma Programı*	Hazine Gerç.	Sapma (%)
Net Borçlanma	239	427	78,5
Net İç Borçlanma	354	443	25,4
Ödeme	107	102	-3,9
Yeni Borçlanma	460	546	18,6
Dış	-114	-16	-85,8
Ödeme	114	93	-18,8
Yeni Borçlanma	0	109	
Borçlanma Dışı Kaynaklar	44	175	297,0
Finansman	284	603	112,6
Faiz Ödemesi	284	292	2,9

Kaynak: HMB verilerinden kendi hesaplamamız

Sonuç: Piyasa ve Likidite Riski 2025 Yılı'nın İkinci Yarısında Artacak

Bu anlamda **ilk iki ay gerçekleşmeleri bize borçlanma programında sapmalara neden olan faktörlerin programın hazırlanmasında yeterince dikkate alınmadığını söylemektedir.** Başka bir ifadeyle, program geçici verilerin ışığında hem borçlanma stratejisinin hem de hazine finansman ihtiyacının yeniden gözden geçirilmesini gerektirmektedir.

Sonuç olarak **2025 yılının ikinci yarısına yaklaşılrken ekonomik programa olan güvenin azaldığı bir ortamda, geçen hafta yaşanan gelişmelerle birlikte (İmamoğlu'nun tutuklanmasına giden süreç), 2025 yılında bütçe hedeflerine ulaşmanın zorlaştığını, nakit açığının ise öngörülenin üzerinde artmaya başladığını görmekteyiz.** Bu ise izleyen dönemde Hazinenin piyasa riski (kur ve faiz) ile likidite riski baskısı altında hem daha yüksek seviyelerde borçlanması hem de borçlanma maliyetlerindeki artışla finansman giderlerinde belirgin artış yaşanması anlamına gelmektedir.

Ek 1. Hazine Nakit Dengesi Karşılaştırmalı (2024-2025)

(milyar TL)	2024	2025	Değ. %
	Oc - Şub	Oc - Şub	
GELİRLER	1.185,6	1.637,6	38,1
GİDERLER	1.589,6	2.249,9	41,5
FAİZ DIŞI GİDERLER	1.427,8	1.958,1	37,1
FAİZ ÖDEMELERİ	161,8	291,8	80,3
FAİZ DIŞI DENGİ	-242,2	-320,5	32,3
ÖZEL. ve FON GELİRLERİ	0,5	9,7	1.802,7
NAKİT DENGESİ (1+4-2)	-403,5	-602,6	49,4
FİNANSMAN	403,5	602,6	49,4
NET BORÇLANMA	277,7	427,2	53,8
İÇ	195,3	443,4	127,1
DIŞ	82,4	-16,3	-119,8
NET KASA BANKA KULLANIMI	112,7	150,2	33,2
KUR FARKLARI	12,8	25,2	96,6
DİĞER	0,3	0,1	-55,5

Kaynak: HMB verileri üzerinden kendi hesaplamamız

Ek 2. Deprem Nitelikli Harcamaları Bütçe ve Nakit Gerçekleşmeleri

	2023				2024				2025	
	2023 BG	2023 NK (1)	2023 Nakit Kull. Or. (%)	2024'e Devir	2024 B	2024 BG (1)	2024 NK (2)	2024 Nakit Kull. Or. (%)	2025'e Devir	2025 B+ 2024 Devir
Deprem Ödenekleri (milyar TL)	960	289	30,1	671	1.028	927	343	33,4	585	567
Deprem Harc. Bütçe (% GSYH)	3,7	1,1		2,6	2,3	2,1	0,8		1,3	0,9

BG: Bütçe Gerçekleşme; B: Bütçe; NK: Nakit Kullanımı

(1) IMF Staff Report, 2024; (2)HMB verileri ve kendi hesaplamamız 2024

Ek 3. Hazine Ocak-Mart 2025 Finansman Programı

HAZİNE FİNANSMAN PROGRAMI			
(Milyar ₺)	Ocak 2025	Şubat 2025 ⁽¹⁾	Mart 2025 ⁽¹⁾
Ödemeler	265,2	239,1	249,2
İç Borç Servisi	225,4	108,8	99,9
Anapara	106,5	0,0	14,8
Faiz	118,9	108,8	85,1
Dış Borç Servisi	39,8	130,4	149,3
Anapara	5,7	108,7	122,0
Faiz	34,1	21,7	27,3
Finansman	265,2	239,1	249,2
Borçlanma Dışı Kaynaklar ⁽²⁾⁽³⁾	-28,6	72,8	88,0
Borçlanma	293,8	166,4	161,1
Dış Borçlanma ⁽³⁾	0,0	0,0	0,0
İç Borçlanma	293,8	166,4	161,1
Piyasadan İhale Yoluyla İç Borçlanma	189,5	152,2	143,5
Doğrudan Satışlar ⁽⁴⁾	92,3	4,2	4,8
Kamuya Satışlar	12,0	10,0	12,8

⁽¹⁾ Geçicidir.⁽²⁾ Nakit bazlı faiz dışı denge, özelleştirme gelirleri, 2/B satış gelirleri, TMSF'den sağlanan gelirler, devirli/garantili borç geri dönüşleri, kasa banka değişimi ve kur farkı kalemlerini içermektedir.⁽³⁾ Uluslararası kuruluşlardan veya uluslararası piyasalardan ek finansman sağlanması durumunda dış borçlanma tutarında ve borçlanma dışı kaynaklarda (kasa banka değişimi) değişiklik olabilecektir.⁽⁴⁾ Piyasa koşullarına ve yapılabilecek döviz ve/veya altın cinsi ihraçların tutarlarına bağlı olarak değişiklik gösterebilecektir.

Kaynak: HMB