

H. Hakan Yılmaz¹
Merkez Direktörü

NAKİT DENGESİ ZORDA: BÜTÇE TEDBİRSİZ OLMAYACAK

Hazine Nakit Açığında Artış Devam Ediyor

Mart sonu itibarıyla Hazine nakit açığındaki artış, geçen yıla göre %58 oranında artarak 901,6 milyar TL seviyesine çıkmıştır. Bütçe açığına büyüklük olarak bakıldığında 2025 yılında hedeflenen bütçe açığının yaklaşık yarısına ilk üç ayda ulaşılmıştır.

Geçen aylarda olduğu gibi toplam harcamaların -özellikle faiz harcamalarının- nakit gelirler üzerindeki artışı, dengenin bu dönemde daha da bozulmasına yol açmıştır. Faiz giderleri ile deprem nitelikli emanetlerin çözülmesindeki artış yanında, faiz dışı giderlerdeki hızlanma bu açığı izleyen aylarda daha da yukarı çekecektir.

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

(milyar TL)	2024	2025	Değ. %
	Oc - Mar	Oc - Mar	
GELİRLER	1.703,6	2.423,2	42,2
GİDERLER	2.274,7	3.334,3	46,6
FAİZ DIŞI GİDERLER	2.049,5	2.906,9	41,8
FAİZ ÖDEMELERİ	225,2	427,4	89,8
FAİZ DIŞI DENGİ	-345,9	-483,7	39,8
ÖZEL. ve FON GELİRLERİ	0,7	10,0	1.288,6
NAKİT DENGESİ	-570,4	-901,0	58,0
FİNANSMAN	570,4	901,0	58,0
NET BORÇLANMA	337,6	567,7	68,1
İÇ	270,1	639,6	136,8
DIŞ	67,6	-72,0	-206,5
NET KASA BANKA KULLANIMI	198,4	276,5	39,3
KUR FARKLARI	33,4	53,4	60,1
DİĞER	1,0	3,5	248,9

Kaynak: HMB verileri üzerinden kendi hesaplamamız

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.

Nakit açığı artarken yapısal olarak öne çıkan diğer bir husus, Aralık 2024 tarihinde bakanlık tarafından açıklanan Hazine Finansman Programından %200'lere yakın önemli ölçüdeki sapmadır.

Hazine, bu gelişmeler çerçevesinde mart ayının son çeyreğinden itibaren ilave önlemlerle harcamacı kuruluşların nakit kullanımını sınırlandırmaya çalışmaktadır. Bu anlamda kurumlarla olan görüşmelerinde bazı haftalar sadece vergi ve SGK prim ödemelerini önceliğine alan bir şekilde nakdi serbest bırakmaktadır. Mart sonuçları izleyen günlerde ilave sıkılaştırma önlemlerini kaçınılmaz olarak gündeme getirecektir. Aksi halde **yılın ikinci yarısında mali disiplini güçlendirmek için literatürde kasap tipi kesimler dediğimiz (butcher type of the cut) daha sert kesintiler söz konusu olacaktır.** Bu tür kesintiler ise maliye politikasının kalitesi bağlamında büyümeyi ve sosyal programları olumsuz etkileyecek, harcamalarda verimlilik ve etkinlik düşmesine yol açacak nitelikte olacaktır (Yılmaz, H. Hakan, Maliye Politikasının Kalitesi, TEPAV, 2009).

Hazine Nakit Dengesinin Bozulmasına Katkı Veren Faktörler

Hazine nakit dengesindeki bozulma, aşağıda sıralanan nedenlerle artış eğilimini devam ettirecek yapıda gözükmektedir (TEPAV, Nakit dengesi zorda: Hazine borçlanma hedefi tutar mı?, 2 Nisan 2025):

- **Önceki yıldan devirlerle birikmeye başlayan deprem yükümlülükleri**
- 2024 yılında gerçekleşen ama **tahakkuka bağlanmayan büyük altyapı yatırımlarına yönelik harcamalar** (başta Karayolları ve DSİ kaynaklı olmak üzere)
- Faiz ve kurlardaki artışla programlananın üzerine çıkacak faiz giderleri
- **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 kullanımı, 2024 yılından 2025 yılına aktarılan tutarlarla birlikte GSYH'nin %1,9'una ulaşmıştır (1,2 trilyon TL). 2024 yılından devreden ödeneğin miktarı ise 585 milyar TL seviyesindedir. Dolayısıyla özellikle yılın ikinci yarısında **deprem ödeneklerinin kullanımındaki hızlanma nakit baskısını daha da artıracaktır (Ek 1).**

İlk Çeyrek Gelişmeleri Çerçevesinde Borçlanma Programının Değerlendirilmesi

İlk çeyrek sonuçlarına baktığımızda açıklanan borçlanma programı ile gerçekleştirmeler arasında hem borçlanma hem de borçlanma dışı kaynak kullanımında önemli sapmalar olduğu görülmektedir.

Net borçlanma, programa göre %115,3 saparak 568 milyar TL seviyesine, toplam finansman ise programlanan 308 milyarın %192,7 üzerinde 901 milyar TL'ye (GSYH'ye oran olarak %1,5) çıkmıştır. Bu nedenle borçlanma programı, hedeflerin üzerinde gerçekleşerek önemli bir tahmin hatasına işaret etmiş ve önümüzdeki aylarda finansman programının gözden geçirilmesi gereken bir tablo ortaya koymuştur.

Bu gelişmeler, finansman maliyetlerinin yükseldiği, bütçe performansının olumlu gitmediği bir ortamda borçlanma tutarının ve maliyetinin programlananın üzerine çıkması anlamına gelmektedir.

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

(milyar TL)	Borçlanma Programı	Hazine Gerç.	Sapma (%)
Net Borçlanma	264	568	115,3
Net İç Borçlanma	500	640	27,9
Ödeme	121	117	-3,5
Yeni Borçlanma	621	757	21,8
Dış	-236	-72	-69,5
Ödeme	236	165	-30,3
Yeni Borçlanma	0	93	
Borçlanma Dışı Kaynaklar	44	333	654,3
Finansman	308	901	192,7

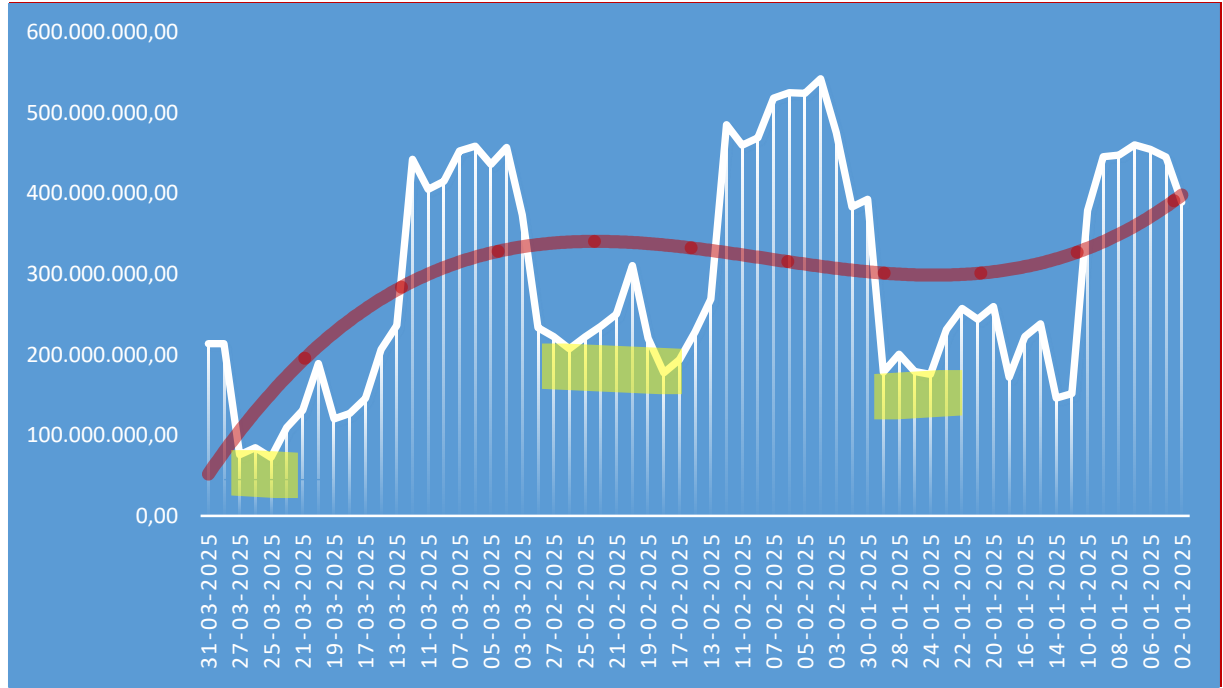
Kaynak: HMB verilerinden kendi hesaplamamız

Hazine'nin Aralık 2024'te duyurduğu Ocak-Mart 2025 dönemi borçlanma stratejisinde yer alan Hazine Finansman Programı (Ek 2) kapsamında öngörülen hedeflerle gerçekleştirmelere daha yakından bakarsak;

- 264 milyar TL seviyesinde **programlanan net borçlanma, programlananın bir kat üzerinde 568 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir.**
- Borçlanmada farklılaşma, esas olarak dış borçlanmadan kaynaklanmıştır.** 236 milyar TL net dış borç ödeyicisi hedefinden 72 milyar TL'ye düşülmüştür. **Hazine, finansman programının aksine kur kaynaklı piyasa riskini üstlenmiştir.**
- İlk üç ayda borçlanma ve borçlanma dışı kaynaklardan 308 milyar TL olarak programlanan toplam finansman, %193 sapmayla 901 milyar TL gibi oldukça yüksek seviyede gerçekleşmiştir.**

Borçlanma dışı kaynaklarda nakit açığının hızlanmasıyla Hazinenin Kasa/Bankasında programlananın üstünde bir kullanım olmuş (sapma oranı %654) ve **Hazine mevduatı (Hazine tek hesabı) azalmaya başlamıştır. Bu ise izleyen aylarda kasa bankanın da zayıflamasıyla borçlanma ihtiyacını artıracaktır.**

İzleyen grafikte borçlanma dışı kaynak kullanımındaki artış ile Hazinenin Merkez Bankasındaki mevduatındaki gelişme verilmektedir. Buna göre Merkez Bankası nezdindeki kamu mevduatında (esas olarak Hazine Tek Hesabı) dönemsel düşme eğilimi gözlemlenmektedir.

Grafik 1. Merkez Bankası Bilançosunda Kamu Mevduatının Gelişimi (Hazine Tek Hesabı)

Kaynak: TCMB Analitik Bilanço

Sonuç: Piyasa ve Likidite Riski Artmaya Devam Edecek

İlk üç ay gerçekleştirmeleri, bize borçlanma programında önemli ölçüde sapmalara neden olan faktörlerin programın hazırlanmasında yeterince dikkate alınmadığını söylemektedir. İzleyen aylarda Hazinesin açıklayacağı iç borçlanma strateji metinlerinde geçmiş dönemde yaşanan sapmaları açıklaması programa olan güven açısından iyi bir iletişim stratejisi olarak görülmelidir.

Ekonomik programın uygulanmasında önceliği olmayan yatırım harcamalarının ertelenememesi, kamu harcama programlarının gözden geçirilmesine ilişkin çalışmaların sonuç vermemesi nedeniyle harcamalarda israf nitelikte olanlardan vazgeçilmesi ve tasarrufun artırılması ile vergi başta olmak üzere yapısal nitelikli reformların yarım kalması, kaçınılmaz olarak nakit/bütçe dengesinin yapısal olarak bozulmasını hızlandırmaktadır. (TEPAV, Nakit dengesi zorda: Hazine borçlanma hedefi tutar mı?, 2 Nisan 2025):

2025 yılında son dönemde yurt içi ve yurt dışında yaşanan gelişmeler, bütçe hedeflerine ulaşmanın zorlaştığını, nakit açığının ise öngörülenin üzerinde artmaya başladığını göstermektedir. Bu ise **izleyen dönemde Hazinesin piyasa riski (kur ve faiz) ile nakit kaynaklı likidite baskısı altında hem daha yüksek seviyelerde borçlanması hem de borçlanma maliyetlerinde belirgin bir artış yaşanması anlamına gelmektedir.**

Sonuç olarak 2025 yılında maliye politikasının sürdürülebilirliği, izleyen aylarda geliştirilecek mali tedbirlerin kalitesine, harcamacı kurumların kontrol ve denetim süreçlerinin güçlendirilmesine ve riskleri yönetme yeteneğiyle birlikte siyasetin ekonomik programa ve gündeme gelecek revizyonlara uyum gösterme yeteneğine bağlı görülmektedir.

Ek 1. 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	2025 B+ 2024 Devir
Deprem Ödenekleri (milyar TL)	960	289	30,1	671	1.028	927	343	33,4	585	567	1.152
Deprem Harc. Bütçe (% GSYH)	3,7	1,1		2,6	2,3	2,1	0,8		1,3	0,9	1,9
BG: Bütçe Gerçekleşme; B: Bütçe; NK: Nakit Kullanımı											
(1) IMF Staff Report, 2024; (2)HMB verileri ve kendi hesaplamamız 2024											

Ek 2. 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 gösterebilmektedir.

Kaynak: HMB