

### 4. çeyrek GSYH: Yeni GSYH serisi sürpriz yapmaya ve kafa karıştırmaya devam ediyor; büyümede gerçekleşme beklentileri aştı

31/03/2017

Serkan Gönençler

[serkan.gonencler@unluco.com](mailto:serkan.gonencler@unluco.com)

Tel: +90 212 367 3832

TÜİK 4. çeyrekte GSYH büyümesinin bizim %1,9'luk tahminimiz ve piyasanın %2,1'lik beklentisinin oldukça üzerinde %3,5 seviyesinde gerçekleştiğini açıkladı. Bununla beraber, GSYH büyümesi 2. çeyrek için %4,5'ten %5,3'e, 3. çeyrek için de -%1,8'den -%1,3'e revize edildi. Böylece 2016'da tüm yıla ilişkin GSYH büyümesi de %2,2'lik piyasa beklentisine karşılık %2,9 olarak gerçekleşmiş oldu.

Bilindiği gibi TÜİK Aralık ayında BM ve AB standartlarına uyum ve bazı metodolojik değişiklikler (veri kaynaklarının değiştirilmesi) kapsamında GSYH serisinde önemli bir revizyona gitmişti. Yapılan ciddi anlamda yukarı yönlü revizyonun ve GSYH serisi ile bazı öncü göstergeler arasında görülen uyumsuzluğun büyük kafa karışıklığı yaratması üzerine TÜİK ekonomistlere bilgilendirme toplantıları düzenleyerek bu kafa karışıklığını bir ölçüde gidermişti. Ancak 4. çeyrek GSYH verisi ve önceki çeyreklere yapılan yeni revizyonlar, bu kafa karışıklığının ortadan kalkmasının ve GSYH verisinin sağlıklı bir analizini yapabilmemizin (en azından bizim açımızdan) oldukça zor olduğunu ortaya koyuyor.

### Sanayi sektöründe büyüme sanayi üretim endeksinin ima ettiğinin çok üzerinde gerçekleşti

GSYH serisini üretim tarafından incelediğimizde ilk göze çarpan sanayi sektörünün %5,0'lik büyümesi oldu. Oysa gene TÜİK tarafından açıklanan aylık sanayi üretim endeksi son çeyrekte ortalama %2,0'lik büyümeye işaret etmekteydi. Buna göre, iki veri arasında çok ciddi bir fark olduğu görülüyor.

Sanayi üretim endeksi dışında PMI endeksi, kapasite kullanım oranı ve reel sektör güven endeksi gibi endikatörlerin de son çeyrekte 3. çeyreğe göre önemli bir toparlanma gösterse de, %5,0 gibi güçlü bir sanayi üretimine işaret etmediğini düşünüyoruz. Örneğin PMI endeksi ortalaması 47,6'dan 48,8'e yükselse de halen kritik 50,0 değerinin altındaydı. 3.çeyrekte ortalama %75,0 seviyesindeki kapasite kullanım oranı son çeyrekte %75,1 olarak gerçekleşmişti.

### Ürünlerimiz için İletişim:

Büşra AYDOĞDU

[busra.aydogdu@unluco.com](mailto:busra.aydogdu@unluco.com)

Tel: +90 212 367 3834

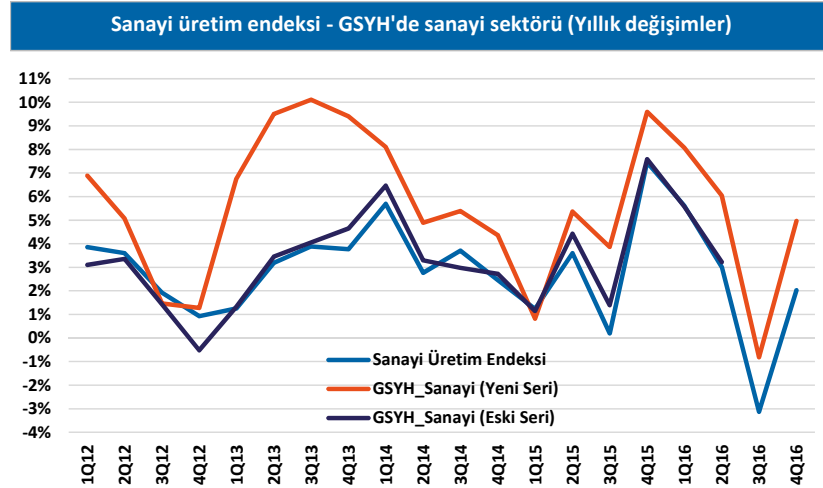
## TÜİK'in özellikle sanayi üretim endeksinin de metodolojisini gözden geçirmesi gerekiyor

TÜİK Aralık ayında yaptığı revizyonların kaynağını açıklarken, GSYH'de sanayi üretim endeksi gibi kısa dönemli iş istatistikleri yerine Gelir İdaresi ve Sosyal Güvenlik Kurumu gibi kurumlardan elde edilen idari kayıtları kullanmaya başladığını ve bu sayede GSYH'nin kapsamının da küçük ölçekli şirketleri kapsayacak şekilde genişlediğini belirtmekte.

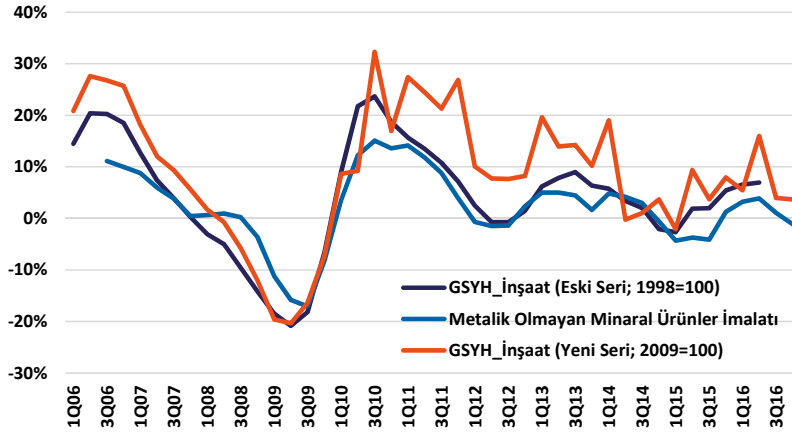
TÜİK ayrıca inşaat sektörü büyümesini hesaplarken de daha önce çimento, seramik ve cam gibi ürünlerin (metalik olmayan mineral ürünler) üretim rakamlarının kullanıldığını, ancak bu ürünlerin stoklarda kalma sorunu nedeniyle inşaat sektörü büyümesini doğru yansıtmadığını belirtiyor. TÜİK bu nedenle yeni seride "hazır beton" üretimi rakamlarının kullanılması suretiyle inşaat sektörü büyümesinin daha doğru bir şekilde hesaplandığını düşünüyor.

TÜİK'in GSYH hesabının iyileştirilmesi adına bu çabalarını olumlu karşılıyor. Ancak TÜİK'in gene kendisinin açıkladığı aylık sanayi üretim endeksinin metodolojisini de ciddi anlamda gözden geçirmesi ve GSYH serisi ile uyumlu hale getirmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bu değişimin ekonominin gidişatına ilişkin sağlıklı bir analiz yapılması, doğru teşhislerin konulması ve buna göre doğru politikaların tasarlanması için kritik önemde olduğunu söylemek sanırız yanlış olmaz.

Aşağıdaki grafiklerde sanayi üretimi ve inşaat sektörüne ilişkin öncü göstergeler ile GSYH'deki gerçekleştirmeler arasındaki farklılık net bir şekilde görülmekte. Bu haliyle, ekonominin gidişatına ilişkin yanlış teşhisler konulması ve yanlış politikalar üretilmesi söz konusu olabilir.



### Metalik olmayan mineral ürünler imalatı vs.- GSYH'de inşaat sektörü



### Üretim tarafında tüm sektörlerde toparlanma kuvvetli görünüyor

Diğer sektörlerin 4. çeyrek büyüme rakamlarını da şöyle özetleyebiliriz:

Önceki çeyreklerde büyümeye negatif katkıda bulunan tarım sektörü %1,3 oranında da olsa artıya geçmiş durumda. Benzer şekilde, ticaret, ulaştırma ve turizm sektörlerini kapsayan ve 3.çeyrekte %8,0 civarında küçülerek büyümeyi önemli oranda aşağı çeken hizmetler sektörü de %1,8 büyümüş. Gayrimenkul faaliyetleri, finans hizmetleri ve bilgi ve iletişim gibi diğer hizmet sektörlerinin de ortalama %3,9 civarında büyüdüğü görülüyor. İnşaat sektörünün de geçmiş yıllar ortalamasının altında da olsa %3,7 gibi ciddi sayılabilecek bir büyüme kaydettiği görülüyor.

### Harcama tarafında büyümenin motoru özel tüketim harcamaları oldu

GSYH verisini harcama tarafından incelediğimizde, büyümeye en önemli (belki de tek) katkının özel tüketim harcamalarından geldiği görülüyor; özel tüketim harcamaları son çeyrekte %5,7 büyüyerek GSYH büyümesine %3,4 civarında bir katkı gerçekleştirmiş. Bununla beraber, önceki çeyreklerde büyümeyi önemli oranda yukarı çeken devlet harcamalarının sadece %0,8 büyüyerek büyümeye nötr sayılabilecek bir etki yaptığı görülüyor. Yatırım harcamalarının da %0,6 büyüme ile zayıf seyretmeye devam ettiğini söyleyebiliriz.

### Önceki çeyreklerde de önemli revizyonlar var

Son olarak, önceki çeyrek revizyonlarına da değinmek istiyoruz. Revizyonların en dikkat çekici olanı, 3. çeyrekte daha önce %23,8 olarak açıklanan devlet harcamaları büyümesinin %5,6 olarak revize edilmiş olması. Ancak bizim açıklamakta daha zorluk çektiğimiz ihracat büyümesi “-%7,0’dan -%9,3’e”, ithalat büyümesi de “%4,3’ten %2,1’e” (aşağı yönlü) revize edilirken, özel tüketimin “-%3,2’den -%1,7’ye”, yatırım harcamalarının da “-%0,6’dan %0,5’e” (yukarı yönlü) revize edilmiş olması. Özellikle ithalat aşağı yönlü revize edilirken, özel tüketim harcamasının yukarı yönlü revize edilmiş olmasını açıklayabilmek zor. 2.çeyrekte ise göze çarpan en önemli revizyon, özel tüketim harcamasının “%3,7’den %6,9’a” revize edilmiş olması.

### **Büyüme tahmini yapmak artık daha zor; %2,5-3,0 civarındaki 2017 büyüme tahminimizi gözden geçirmemiz gerekiyor**

Sanayi üretimi başta olma olmak üzere öncü göstergeler ile GSYH serisi arasındaki uyumsuzluk ve önceki çeyreklere yapılan revizyonların boyutu dikkate alındığında, GSYH'nin sağlıklı bir analizini yapmanın ve 2017 yılı GSYH büyümesine ilişkin bir tahminde bulunmanın oldukça zorlu bir efor olduğunu belirtmek gerek.

Örneğin bu veri öncesinde öncü göstergelerden edindiğimiz izlenim, büyümenin ilk çeyrekte bir miktar daha ivme kazandığı ancak güçlü bir büyüme eğiliminden bahsetmenin zor olduğu ve GSYH'nin %2,5-3,0 arasında bir hızda büyümeye devam ettiği yönündeydi. 2017 yılının tamamında ise %2,5-3,0 aralığında bir GSYH büyümesinin söz konusu olabileceğini düşünmekteydik. Ancak bugün açıklanan 4.çeyrek GSYH verisi ile beraber, açıklanan öncü göstergeler ile GSYH arasındaki uyumsuzluğun devam ettiğini gördükten sonra, bu tahminlerimizin çok sağlıklı olmayabileceğini (bu rakamlar üzerinde yukarı yönlü riskler olabileceğini) belirtmek gerek.

## Uyarı Notu:

ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) tarafından yetkilendirilmiş ve regüle edilmiş bir kurumdur. Bu rapor bilgi amaçlı olarak hazırlanmış olup içeriğindeki bilgiler kesinlikle gizli olarak kabul edilmelidir. Hiçbir şekilde kısmen ya da tamamen çoğaltılamaz, kopyalanamaz, amacı dışında kullanılamaz ve içeriğinde yer alan hiçbir bilgi üçüncü kişiler ile ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş.’nin ön izni olmadan hiçbir şekilde paylaşılamaz. Bu raporda yer alan bilgiler eksiksiz olduğu iddiasında değildir ve değişikliğe uğrayabilir. Bu rapor, şahsi tavsiye niteliği taşımamakta ve herhangi bir finansal ürünün, hizmetin, yatırım aracının veya menkul kıymetin alım-satım teklifi ya da daveti anlamına gelmemektedir. Burada yer alan yatırımlar ve stratejiler tüm yatırımcılar için uygun olmayabilir. Yatırımcılar, bu raporda yer alan tüm hususlara ilişkin olarak gerekli araştırmaları bizzat kendileri gerçekleştirmeli ve görüşlerini kendi araştırmalarına dayandırmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK Mevzuatı gereğince, 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. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır ve herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize de uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi, beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özeni göstermelisiniz. Burada yer alan görüşlere güvenerek işlem yapmanız durumunda uğranılacak zararlardan ÜNLÜ Portföy Yönetimi A.Ş. sorumlu değildir.