

# Portföy Yönetimi

## Makro Bülten



ÜNLÜ Portföy

UNLU & Co

## GSYH revizyonu eski ezberleri değiştirdi!

14/12/2016

Raporumuzun içeriğinde aşağıdaki konu başlıklarına ilişkin daha detaylı açıklamaları bulabilirsiniz:

- TÜİK tarafından yapılan GSYH revizyonu, üçüncü çeyrekteki 28 çeyrek sonra görülen ilk daralma haberinin çok ötesine geçmiş durumda. Revizyon kapsamında, Türkiye ekonomisine ilişkin yakın dönemde oluşmuş bulunan ezberleri kökünden değiştirecek ölçüde radikal değişikliklerin olduğunu söyleyebiliriz.
- Revizyon sonrasında, Türkiye'nin nominal GSYH'sında %20'2'lik bir artış oldu.
- 2009 sonrası yıllık ortalama GSYH artışı %5,2'den %7,3'e revize edildi. Bu rakam 2002-2008 arası dönemde elde edilen %7,1'lik yıllık ortalama büyüme hızının bile üzerinde. Buna göre, 2008 finansal krizi sonrasında da Türkiye ekonomisinin hız kesmeden büyümeye devam ettiği çıkarsaması yapılabilir.
- 2011 yılı sonrasında toplam yatırım harcamalarındaki kümülatif artış eski seride %4 iken, yeni seride %38 olarak ölçülüyor. Buna göre, 2011 sonrasında özel sektör yatırımlarının durduğu yönündeki değerlendirmeyi yapmak artık mümkün görünmemektedir.
- Nominal GSYH'deki %20'lik değişimin %5'lik kısmı metodolojideki değişimlerden, %15'lik kısmı da geçmiş dönemdeki ölçüm sorunlarından kaynaklanıyor. AB'deki revizyonda, GSYH'deki %3,7'lik değişimin %2,3'ü metodoloji değişikliklerinden, %1,4'lük kısmı da geçmiş ölçüm hatalarından kaynaklanmıştı.
- Yeni GSYH serisi ile beraber, sanayi üretim endeksi ve ithalat miktar endeksi gibi öncü göstergeler ile GSYH arasındaki ilişki de bozuldu. Buna göre, diğer makro verilerde revizyon yapıp yapılmayacağı da büyük önem taşıyor. Bu konu, ileriye dönük büyüme tahminlerimizin şekillenmesi açısından belirleyici olacak.

Serkan GÖNENÇLER  
[serkan.gonencler@unluco.com](mailto:serkan.gonencler@unluco.com)  
Tel: +90 212 367 3832

### Ürünlerimiz İçin İletişim:

Büşra AYDOĞDU  
[busra.aydogdu@unluco.com](mailto:busra.aydogdu@unluco.com)  
Tel: +90 212 367 3834

## GSYH revizyonu eski ezberleri değiştirdi!

Bilindiği gibi TÜİK yılın üçüncü çeyreğinde GSYH'nin beklentilerin üzerinde yıllık %1,8 oranında daraldığını açıkladı. Biz %1,0-1,2 civarında bir daralma beklerken, Reuters anketinde medyan beklenti %0,5 daralma (ortalama beklenti %0,0) şeklindeydi.

Bu rakam Türkiye ekonomisinde 28 çeyrek sonra görülen ilk daralma özelliğini taşıyor. Ancak TÜİK tarafından yapılan GSYH revizyonu, bu daralma haberinin çok ötesine geçmiş durumda.

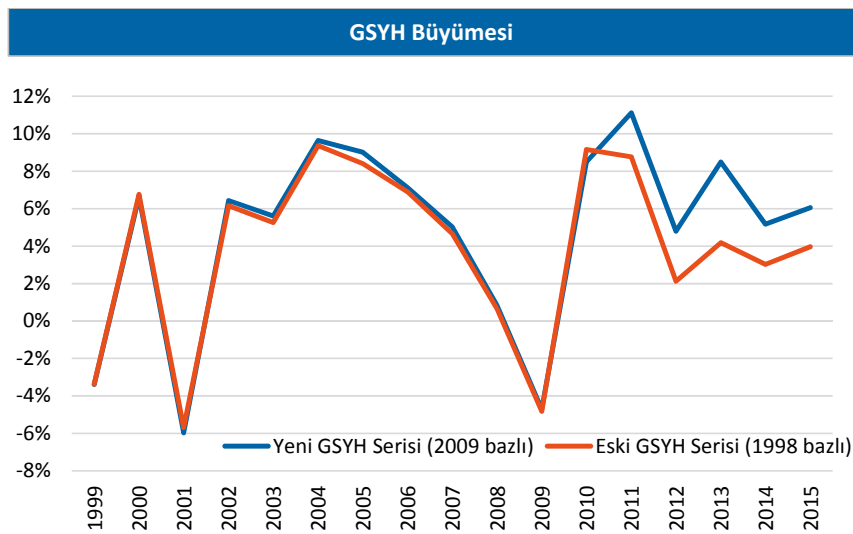
**Revizyon kapsamında, Türkiye ekonomisine ilişkin yakın dönemde oluşmuş bulunan ezberleri kökünden değiştirecek ölçüde radikal değişikliklerin olduğunu söyleyebiliriz. GSYH revizyonuna ilişkin öne çıkan başlıkları şöyle özetleyebiliriz:**

- 2016'nın ikinci çeyreği itibarıyla, **Türkiye'nin cari fiyatlarla hesaplanmış milli geliri (nominal GSYH'sı) %20,2'lik bir artışla 2,05 trilyon TL'den 2,46 trilyon TL'ye yükseldi.**
- **Revizyonun uygulandığı 1998 – 2016/2.çeyrek arası dönemde reel GSYH %15 daha fazla ölçülüyor** (%115 vs. %85). Buna göre bu dönemde Türkiye'nin yıllık ortalama büyüme hızı %3,8'den %4,6'ya yükselmiş oldu.
- Ancak asıl büyük revizyon aşağıdaki grafiklerden görülebileceği üzere 2009 yılı sonrasında gerçekleşti. 1998-2009 yılları arasında GSYH iki seri arasında çok fazla değişmezken, 2009 sonrası dönemde (2010 – 2016/2.çeyrek arası) kümülatif GSYH büyümesi eski seride %38, yeni seride ise %56 olarak ölçülüyor. Buna göre, **2009 sonrası yıllık ortalama GSYH artışı da %5,2'den %7,3'e revize edilmiş oluyor.**
- Bu rakam Türkiye'nin yakın tarihinin en yüksek büyüme hızlarının elde edildiği dönem olarak düşündüğümüz **2002-2008 arası dönemde elde edilen %7,1'lik yıllık ortalama büyüme hızının bile üzerinde.** Buna göre, 2008 finansal krizi sonrasında da Türkiye ekonomisinin hız kesmeden büyümeye devam ettiği çıkarılabılır.

**Revizyon sonrasında, Türkiye'nin nominal GSYH'sında %20'2'lik bir artış oldu**

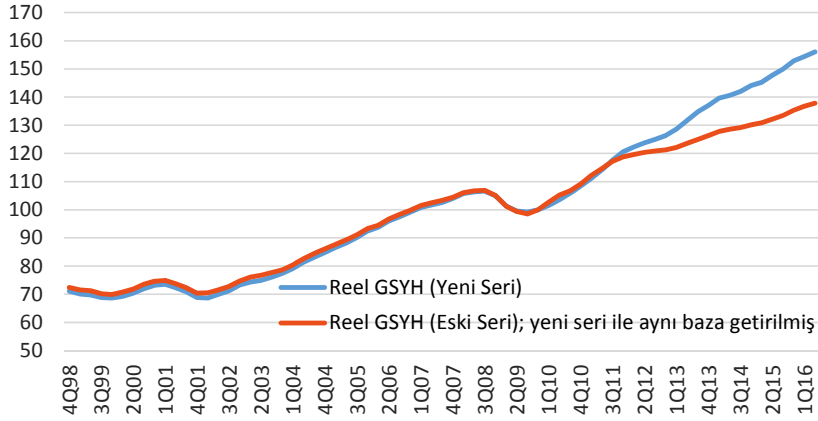
**2009 sonrası yıllık ortalama GSYH artışı da %5,2'den %7,3'e revize edildi**

**Bu rakam, 2002-2008 arası dönemde elde edilen %7,1'lik yıllık ortalama büyüme hızının bile üzerinde**



Kaynak: TÜİK

## Reel GSYH (2009=100)



Kaynak: TÜİK

**2011 yılı sonrası yıllık ortalama büyüme hızı eski seride %3,3, yeni seride %6,1 olarak ölçülüyor.**

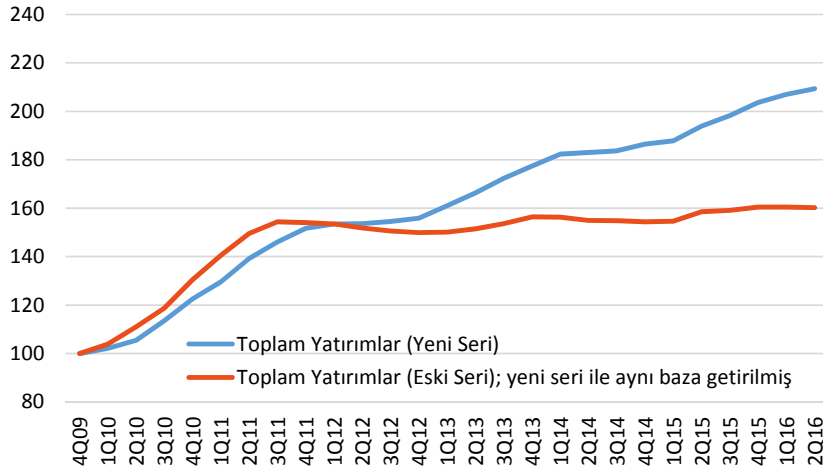
- Finansal kriz sonrasında çok hızlı büyüme rakamlarının görüldüğü 2010 ve 2011 yılları dışarıda tutulduğunda dahi, bu gözlem değişmiyor. **2012 yılından itibaren bakıldığında da GSYH'nin yıllık ortalama %6,1 büyüdüğü görülüyor. Eski seriyeye göre bu rakamı %3,3 olarak hesaplamaktaydık.**
- En dramatik revizyonun siyasi risk priminin artmaya başladığı 2013 yılında yapıldığı görülüyor. **Eski seride %4,2 olarak ölçülen 2013 yılı GSYH büyümesi, yeni seriyeye göre %8,5 olarak ölçülüyor.**
- 2011-2015 yılları arasında eski seride (sanayi üretim endeksi ile uyumlu olarak) %24 olarak ölçülen sanayi sektörü büyümesinin yeni seride %47'ye yükseldiği görülüyor.**
- Yeni GSYH serisinde yatırım harcamalarının kamu ve özel sektör kırılımı maalesef görülemiyor. Ancak yatırım harcamalarına bir bütün olarak (kamu + özel) bakıldığında da iki seri arasında önemli farklar bulunmakta.
- Revizyon sonrası nominal yatırım harcamalarında tam %75'lik bir artış olduğu göze çarpıyor.**
- Yatırım harcamalarında 2009 öncesi dönem için de önemli revizyonların yapıldığı görülüyor. **1998-2009 arasında yatırım harcamalarındaki kümülatif artış eski seride %21, yeni seride ise %59 olarak ölçülüyor.**
- Yatırım harcamalarındaki farklılaşma son dönemlerde daha da belirginleşiyor. **2011 yılı sonrasında toplam yatırım harcamalarındaki kümülatif artış eski seride %4 iken, yeni seride %38 olarak ölçülüyor.**

**2011 yılı sonrasında toplam yatırım harcamalarındaki kümülatif artış eski seride %4 iken, yeni seride %38 olarak ölçülüyor**

**Buna göre, 2011 sonrasında özel sektör yatırımlarının durduğu yönündeki değerlendirmeyi yapmak artık mümkün görünmemektedir**

- Yatırım harcamalarındaki bu revizyon, Türkiye ekonomisine ilişkin oluşmuş bulunan önemli bir değerlendirmeyi de kökünden değiştiriyor. Bilindiği gibi, Türkiye ekonomisinin özel sektör yatırım harcamalarının 2011 yılından beri artmadığını, hatta inşaat harcamaları dışarıda tutulduğunda, makine-teçhizat yatırımlarının gerilediğini belirtmekteydik. Bunun da Türkiye'nin ortalama büyüme hızını kısıtlayan en önemli nedenlerden biri olduğunu ileri sürmekteydik. Yeni GSYH serisine dayanarak artık böyle bir değerlendirmede bulunmak mümkün görünmüyor.

GSYH\_Yatırım Harcamaları (2009=100)



Kaynak: TÜİK

Yukarıda saydığımız dramatik sayısal değişiklikler göz önüne alındığında, yeni GSYH serisine dayanarak sağlıklı bir büyüme analizi yapmayı şu aşamada çok mümkün görmüyoruz. Bunun için, büyümeye ilişkin bazı öncü göstergeler ve yeni büyüme rakamları arasındaki ilişkileri yeniden değerlendirmemiz, bu konuda daha önce yaptığımız tüm çalışmalarını baştan yapmamız gerekiyor. Buna göre, yukarıda saydığımız başlıklar da bir büyüme analizi değil, yeni GSYH serisi rakamlarından ürettiğimiz matematiksel çıkarımlar olarak düşünülebilir. Özetle, yeni GSYH serisini baz alarak gerek geçmişe yönelik, gerekse de 2017 yılına ilişkin sağlıklı bir büyüme analizi yapmak için biraz daha zamana ihtiyacımız olduğunu belirtmek istiyoruz.

**Tüm bu değerlendirmeler, yeni GSYH serisinden ürettiğimiz matematiksel çıkarımlar olarak düşünülebilir**

**Yeni GSYH serisine dayanarak sağlıklı bir büyüme analizi yapmak için biraz daha zamana ihtiyacımız var**

## GSYH serisindeki revizyonların kaynakları nelerdir?

Çok fazla teknik detaya girmeden, GSYH revizyonunun hangi amaçla yapıldığını ve iki seri arasındaki farklılıkların kaynağını özetlemek istiyoruz.

Öncelikle, GSYH serisinin, Birleşmiş Milletler İstatistik Komisyonu (UNSD) tarafından hazırlanan SNA-2008 ve AB İstatistik Kurumu (Eurostat) tarafından hazırlanan ESA-2010 standartlarına uyum kapsamında güncellendiğini belirtmek gerek. Ancak TÜİK, bu standartlara uyum dışında bazı metodolojik değişikliklere gitmek yoluyla da GSYH serilerinde revizyonun kapsamını genişletti.

### ESA-2010 (ve SNA-2008) kapsamında değişiklikler:

Daha önce girdi olarak değerlendirilen AR-GE' ve 'silah sistemleri' harcamalarının yatırım harcaması olarak sınıflandırılması, sigortacılık sektörü hesaplama yönteminin değiştirilmesi ve Merkez Bankası'nın çıktı hesabının değiştirilmesi gibi değişiklikler yapıldı.

### Metodolojik değişiklikler:

TÜİK bunlar dışında, genel devlet sınıflamasının güncellenmesi, sabit fiyatlarla hesaplamalarda zincir ağırlıklandırma yöntemin benimsenmesi, dolaylı ölçülen mali aracılık hizmetlerinin hesaplama yönteminin değiştirilmesi, sabit sermaye tüketiminin hesaplanmasındaki değişiklikler gibi bir dizi teknik değişikliğe gitti.

Bunlar dışında, Girdi/çıktı tablolarının güncellenmesi, TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı gibi kurumlardan elde edilen idari kayıtların toplanmasına ilişkin yeni düzenlemelere gidilmesi gibi metodolojik değişiklikler yapıldı.

Teknik konuları daha fazla uzatmadan, yapılan bu değişikliklerin GSYH serisindeki değişimleri ne ölçüde etkilediğini aşağıdaki tabloda özetlemek istiyoruz. GSYH revizyonunun kaynakları TÜİK tarafından 2012 yılı için açıklanmıştır. Biz de bu açıklamaları baz alarak, cari GSYH'deki %20'lik değişimin hangi kalemlerden kaynaklandığını özetlemeye çalıştık.

**Nominal GSYH'deki %20'lik değişimin %5'lik kısmı metodolojideki değişimlerden, %15'lik kısmı da geçmiş dönemdeki ölçüm sorunlarından kaynaklanıyor**

GSYH REVİZYONU SONRASI FARKLILIKLARIN KAYNAKLARI		
	2012 GSYH *	2016 Q2 GSYH **
ESA-2010/SNA-2008'e Geçişten Kaynaklanan	0.7%	1.3%
Metodoloji Değişikliklerinden Kaynaklanan	2.1%	3.9%
Ölçüm Sorunlarından Kaynaklanan	8.0%	14.9%
<b>TOPLAM FARK</b>	<b>10.8%</b>	<b>20.2%</b>

Kaynak: TÜİK, Ünlü Portföy analizi

\* TÜİK tarafından açıklanmıştır

\*\* 2012 yılı baz alınarak tarafımızdan hesaplanmıştır

Buna göre, nominal GSYH'deki %20'lik değişimin %5'lik kısmının ESA-2010 ve SNA- 2008 standartlarına uyum ve diğer metodolojik değişimlerden, %15'lik kısmının ise geçmiş dönemdeki ölçüm sorunlarından kaynaklandığını söyleyebiliriz. **Revizyonun çok önemli bir kısmının ölçüm sorunlarından kaynaklandığı göz önüne alındığında, TÜİK'in bu konuda (ölçüm sorunlarının ne olduğuna ilişkin) daha detaylı bir açıklama yayınlamasının piyasadaki kafa karışıklığını gidermesi açısından son derece faydalı olacağını düşünüyoruz.**

ESA-2010 (ve SNA 2008) standartlarına uyum kapsamında, AB ve ABD'de de 2014 yılında GSYH'de revizyona gidilmişti. Karşılaştırma olması için buralardaki revizyonların sonuçlarını da paylaşmanın faydalı olabileceğini düşünüyoruz.

Eurostat tarafından yayınlanan 17/10/2014 tarihli basın bültenine göre, AB'de GSYH'nin (28 üyenin toplam GSYH'sinin) %3,7 oranında artış gösterdiği görülüyor. Aynı basın bülteninde ABD'nin GSYH'sinde de %3,6'lık bir artış olduğu belirtilmekte.

Bu basın bülteninde ayrıca AB toplam GSYH'sindeki %3,7'lik değişimin %2,3'lük kısmının ESA-2010 kapsamındaki değişikliklerden, kalan %1,4'lük kısmının da geçmiş ölçüm hatalarından kaynaklandığını görüyoruz. ABD büyümesine ilişkin olarak aynı detayda paylaşın olmasa da, %3,6'lık GSYH değişiminin %2,5'lik kısmının ESA-2010 kapsamındaki AR-GE harcamalarından kaynaklandığı görülüyor. Özetle, hem AB, hem de ABD'de geçmiş ölçüm hatalarından kaynaklanan GSYH değişiminin ihmal edilebilir düzeyde olduğunu söyleyebiliriz.

### GSYH'ye paralel olarak başka revizyonlar yapılacak mı?

Bir diğer önemli konu da, GSYH ve alt kalemlerinde yapılan revizyonların ardından, TÜİK'in açıkladığı diğer bazı önemli verilerde de bir revizyon yapılıp yapılmayacağıdır. Daha açık ifade edecek olursak, GSYH'nin öncü göstergesi olarak değerlendirdiğimiz sanayi üretim endeksi, ithalat miktar endeksi ve ticaret ciro endeksi gibi makro göstergeler ile eski GSYH serisi arasında önemli bir paralellik bulunmaktaydı.

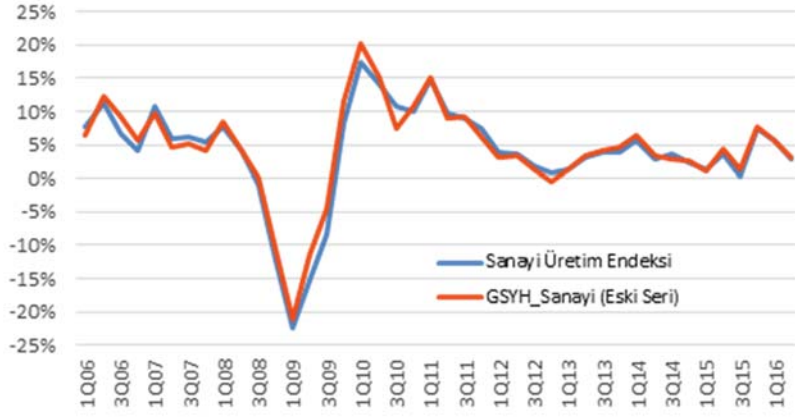
Örneğin, aşağıdaki grafiklerden de görüleceği üzere sanayi üretim endeksi ile GSYH altındaki sanayi sektörü ve ithalat miktar endeksi ile GSYH altındaki ithalat kalemi birbirleri ile büyük ölçüde örtüşmekteydi. Oysa yeni GSYH serisi ile beraber bu örtüşmenin ortadan kalktığı görülüyor. Buna göre, sanayi üretim endeksi, ithalat miktar endeksi başta olmak üzere diğer bazı makro göstergelerde revizyon yapılıp yapılmayacağı da büyük önem taşıyor. Bu konu, ileriye dönük büyüme tahminlerimizin şekillenmesi açısından belirleyici olacak.

**AB'deki revizyonda, GSYH'deki %3,7'lik değişimin %2,3'ü metodoloji değişikliklerinden, %1,4'lük kısmı da geçmiş ölçüm hatalarından kaynaklanmıştır**

**Yeni GSYH serisi ile beraber, sanayi üretim endeksi ve ithalat miktar endeksi gibi öncü göstergeler ile GSYH arasındaki ilişki de bozuldu**

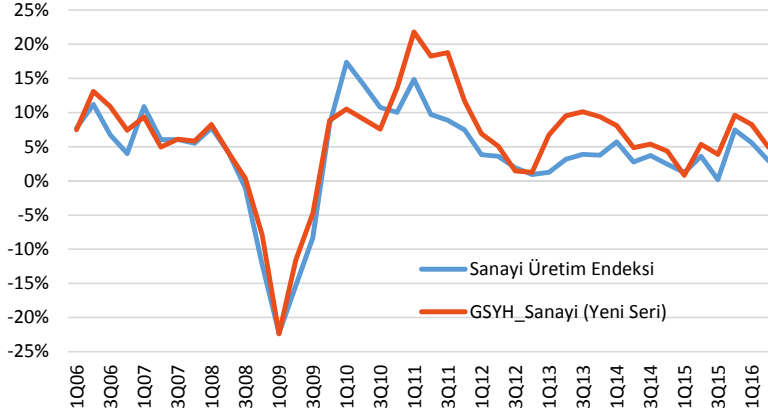
**Buna göre, diğer makro verilerde revizyon yapılıp yapılmayacağı da önemli olacak**

## Sanayi üretim endeksi - GSYH'de sanayi sektörü (Yıllık değişimler)



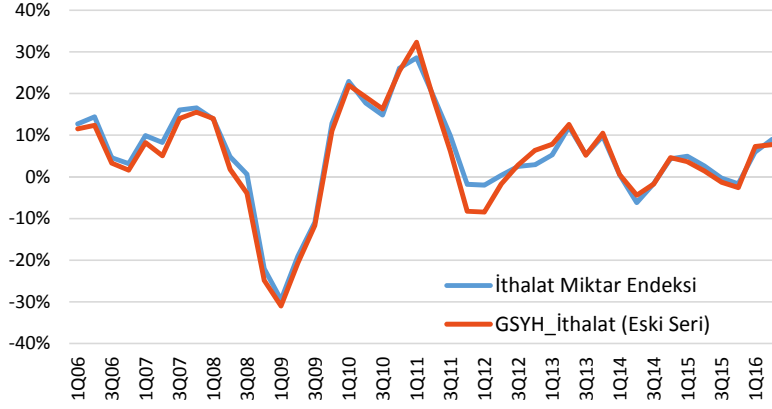
Kaynak: TÜİK

## Sanayi üretim endeksi - GSYH'de sanayi sektörü (Yıllık değişimler)



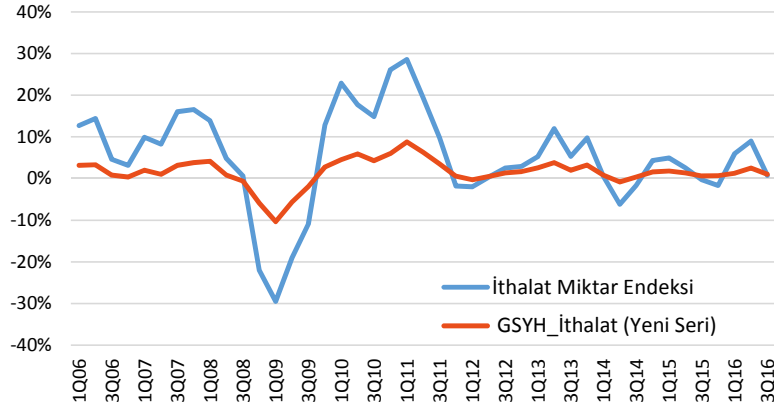
Kaynak: TÜİK

İthalat miktar endeksi - GSYH'de ithalat kalemi (Yıllık değişimler)



Kaynak: TÜİK

İthalat miktar endeksi - GSYH'de ithalat kalemi (Yıllık değişimler)



Kaynak: TÜİK



## 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 dayanarak 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.