

Emeklilik Yatırım Fonları Performans Raporu

Aralık 2017

Ludens İleri Finansal Hizmetler ve Danışmanlık



Şubat 2018

Emeklilik Yatırım Fonları Performans Raporu

-2017 Aralık Ayı İtibariyle-

İçindekiler

SUNUŞ	3
1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin Makro Görünüşü	5
2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Analizi	7
2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması	7
2.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Kategori Bazında İncelenmesi	8
2.2.1. Başlangıçtan İtibaren:.....	8
2.2.2. Son 10 Yıllık İnceleme Döneminde:	8
2.2.3. Son 5 Yıllık İnceleme Döneminde:	9
2.2.4. 2017 Yılı'nın İncelenmesi:.....	10
2.3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Mevduat Faiziyle Karşılaştırılması	10
2.4. Hisse Senedi Emeklilik Fonları Getirilerinin BIST 100 Getirisi ile Karşılaştırılması.....	11
2.5. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması.....	12
3. Emeklilik Fonlarının Performansını Hangisi Belirliyor? Piyasa mı, Varlık Dağılım Politikası mı Yoksa Aktif Yönetim Becerisi mi?	14
Sonuç	17
Ek 1: Yıllar Bazında Analiz.....	19
Ek 2: Fonların ve Mevduatın Brüt Getirisi.....	21
Ek 3: Hisse Senedi Fonlarının BIST-100 Getiri Endeksi ile Karşılaştırılması	21
Ek 4: Fonların Net Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütlerinin Net Getirisiyle Kıyaslanması	22

SUNUŞ

Bireysel emeklilik sisteminde geçtiğimiz yılın en önemli başlığı “otomatik katılım sistemi”nin (OKS) hayata geçmesi idi. OKS’nin devreye girmesi ile birlikte “gönüllü BES”e olan ilginin azalacağı tahmin edilmekteydi. Son yılın verilerine bakıldığında tahminlerin doğru çıktığı görülmektedir. 2016 yılında katılımcı sayısındaki yıllık artış %10 olurken 2017’de bu oran %4 civarında kalmıştır. 14 yıllık geçmişe sahip gönüllü BES’te bugün yaklaşık 7 milyon kişi yer almaktadır. OKS’deki katılımcı sayısı da dikkate alındığında toplamda BES ile tasarruf eden kişi sayısı yaklaşık 10 milyondur. Bu rakam toplam nüfusumuzun yüzde 12’sine, çalışma çağındaki nüfusun yüzde 19’una ve toplam aktif çalışanların da yüzde 46’sına denk gelmektedir.

Büyümeye devam eden bu yapının sürekliliğini sağlamanın en önemli bileşenlerinden biri katılımcıların birikimlerinin performansından memnuniyetidir. Sistemde 2017 yılında performansı artırmaya dönük yasal bir takım düzenlemelerin hayata geçtiğini görmekteyiz. Yapılan düzenlemeye göre, bir emeklilik şirketine ait toplam emeklilik fonu portföyünün yüzde 40’ından fazlası aynı portföy yönetim şirketi tarafından yönetilemeyecektir. Bu durumda bir emeklilik şirketinin topladığı fonları en az 3 portföy yönetim şirketine dağıtması gerekmektedir. Geçtiğimiz yıl emeklilik şirketleri bu konuda gerekli çalışmaları yapmışlardır. Düzenlemeyle birlikte özellikle şimdiye dek BES fonu yönetmemiş veya düşük paya sahip portföy yönetim şirketlerinin önünün açılması söz konusudur. Yasakoyucunun bu düzenlemeyi, daha rekabetçi bir piyasanın oluşması ve performansta katılımcı lehine artışlar olması hedefiyle gerçekleştirmiştir.

İlki 2016 yılının Nisan ayında yayınlanan “Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Raporu”nun dördüncüsünü sunmaktayız¹.

Bu rapor sistemin “Gönüllü BES” olarak isimlendirilen fazının verilerine dayanılarak hazırlanmıştır.

2017 yılı sonu itibariyle hazırlanan raporda belirli dönemler için emeklilik fonlarının performansları farklı kriterlere göre kıyaslanmıştır. Analizlerde, emeklilik fonlarının enflasyona kıyasla getirisi, alternatif yatırım araçları karşısındaki durumu ve karşılaştırma ölçütleri farklı vadeler için incelenmiştir.

Bu raporda bireysel emeklilik sisteminin performansına topluca ve kategoriler bazında bakılmaktadır. Tekil olarak emeklilik fonu ve/veya emeklilik planı bazında getiriler rapordaki değerlerden farklılaşabilir. Özellikle katılımcının emeklilik planından elde ettiği getiriler hesaplanırken sistemde kalma süresine bağlı olarak oluşan/değişen bir takım kesintiler ve vergiler söz konusudur. Ayrıca katılımcı birikimlerini periyodik (genellikle

¹ Bu rapor, bağımsız bir derecelendirme kuruluşu olan Ludens İleri Finansal Hizmetler ve Danışmanlık Ltd. Şti. tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Raporun hazırlanmasında kullanılan veriler, Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD), OECD websitesi, egm.gov.tr ve finnet.gen.tr’den alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu rapordaki bilgilerin kullanılmasından doğabilecek doğrudan veya dolaylı zararlardan Ludens İleri Finansal Hizmetler ve Danışmanlık Ltd. Şti. sorumlu tutulamaz.

aylık) ödemeler biçiminde yapmaktadır. Bunlar katılımcı bazında elde edilen getirileri önemli ölçüde etkileyen unsurlardır. Oysaki bu rapor, yapısı gereği hesaplamalarda kesintileri ve periyodik ödemeleri dikkate almamaktadır.

Tarafsız ve bağımsız bir kuruluş olarak sunduğumuz bu raporun şeffaflığı artırıcı bir rol üstlenmesi ve ilgili taraflar için faydalı olmasını temenni ederiz.

1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin Makro Görünüşü

Bireysel emeklilik sistemine (BES) 2017 yılında yaklaşık 287 bin yeni katılımcı girmiştir. Böylelikle sistemde 2017 sonu itibariyle 6,9 milyon katılımcı yer almaktadır. Yüzdesel olarak bakıldığında katılımcı sayısındaki yıllık artış % 4,3 olmuştur. 2016 yılında sisteme yaklaşık 587 bin kişi katılmıştı ve bir önceki seneye göre artış % 9,7 idi. 2017 yılında yeni katılımcı sayısındaki düşüşün en büyük nedeni, geçen sene Ocak ayında başlayan otomatik katılım (OKS) uygulamasıdır. 45 yaş altında olan ve özel sektörde veya kamu sektöründe çalışan 3,4 milyon kişi OKS ile 2017 yılında sisteme dahil olmuştur. OKS'nin uygulamaya geçmesiyle birlikte, BES'in gönüllü katılıma dayalı olan uygulamasına ilgi azalmıştır.

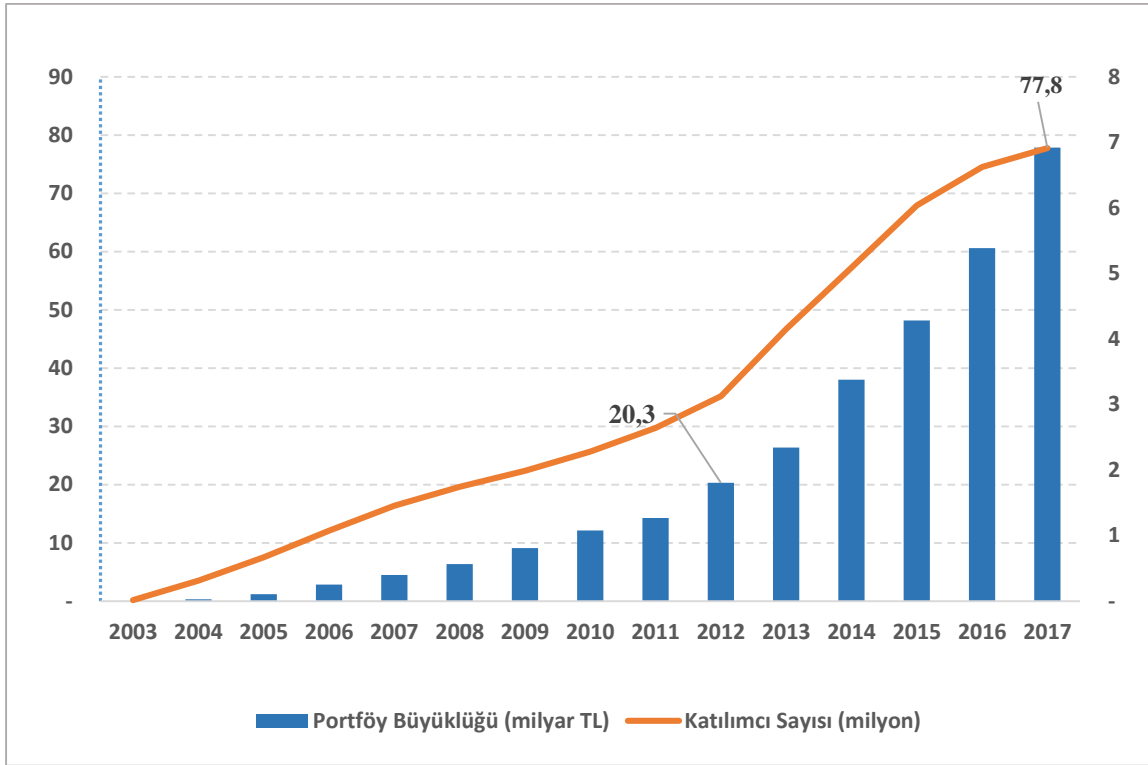
2017 yılı sonu itibariyle BES'te portföy büyüklüğü yaklaşık 77,8 milyar TL olmuştur. Bu tutar, geçen seneye göre % 28,5'lik büyüme anlamına gelmektedir. Bu oranın katılımcı sayısındaki artış oranına göre yüksek olmasının sebebi, **2017 yılında fon getirilerinin yüksek olmasının portföy büyüklüğünü arttırıcı etkisidir.**

BES'e devlet katkısının getirildiği 2013 senesinden bu yana rakamları incelediğimizde, son beş yılda portföy büyüklüğünün yaklaşık 4 katına, katılımcı sayısının da 2 katına çıktığını söylemek mümkündür.

Tablo 1. BES Portföy Büyüklüğü ve Katılımcı Sayısı

Tarih	Portföy Büyüklüğü (TL)	Artış Oranı	Katılımcı Sayısı	Artış Oranı
31.12.2012	20.342.195.120		3.128.130	
31.12.2013	26.362.540.163	29,6%	4.153.055	32,8%
31.12.2014	38.029.205.202	44,3	5.092.871	22,6
31.12.2015	48.211.017.130	26,8	6.039.300	18,6
31.12.2016	60.588.449.516	25,7	6.627.025	9,7
31.12.2017	77.848.839.816	28,5	6.914.474	4,3

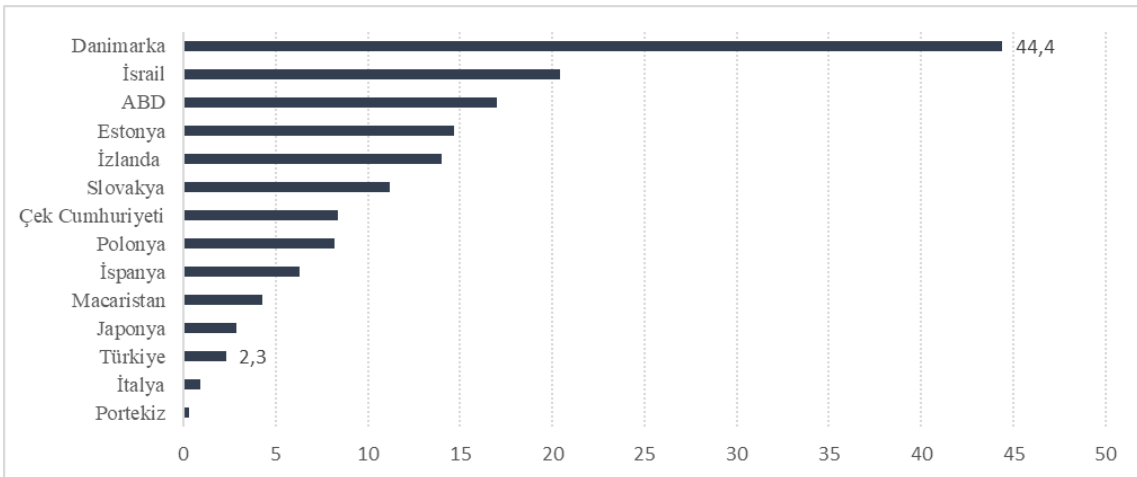
Kurulduğu yıldan bu yana BES'teki portföy büyüklüğünün ve katılımcı sayısının gelişimini gösteren grafik aşağıda yer almaktadır:



Grafik 1. BES Fonlarının Portföy Büyüklüğü ve Katılımcı Sayısı Gelişimi (2003-2017)

Emeklilik fon varlıklarının toplam değerinin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya oranı, emeklilik fonları piyasası için temel göstergelerden birisidir. 2016 yılında seçilmiş OECD ülkelerinde emeklilik yatırım fonlarının GSYİH'ye oranı aşağıdaki grafikte verilmiştir.

Grafikten de izlenebileceği gibi, seçili ülkeler içinde Danimarka % 44 ile en yüksek değere sahiptir. Türkiye'de emeklilik fonlarının GSYİH'ye oranı % 2,3'tür. 2015 yılında bu oran %2,05 olarak gerçekleşmişti.



Kaynak: OECD Global Pension Statistics

Grafik 2. 2016 Yılında Seçilmiş OECD Ülkelerinde Emeklilik Yatırım Fonlarının GSYİH'ye Oranı

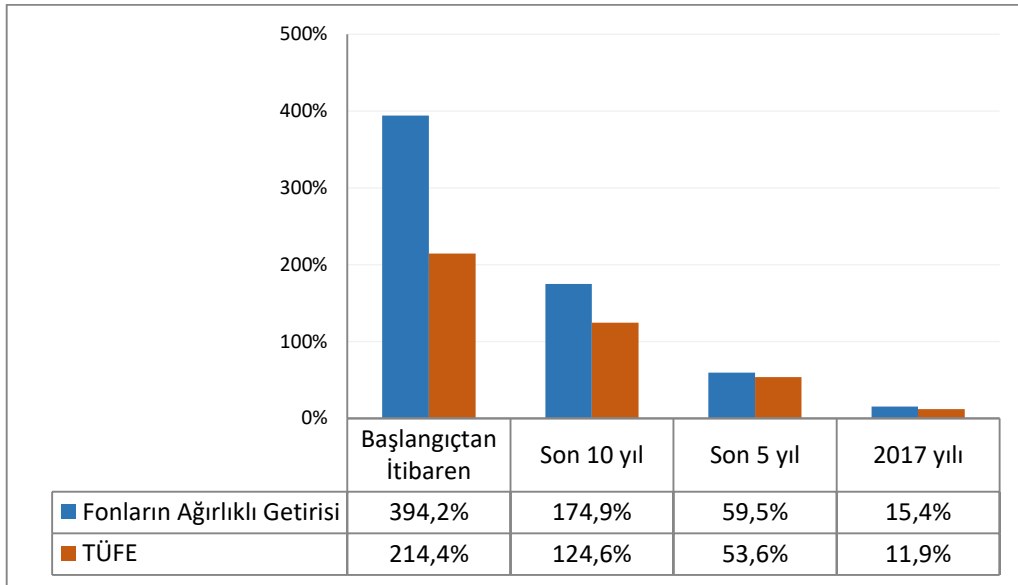
2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Analizi

BES fonlarının getirileri üzerine yapılan performans analizi üç alt başlığı kapsamaktadır. İlk kısımda fonların net getirileri tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ile kıyaslanmıştır. İkinci kısımda mevduat faizleri ve borsa endeksleri ile karşılaştırmalar yer almaktadır. Son kısımda ise fonların karşılaştırma ölçütleriyle getirileri kıyaslanmaktadır. Performans analizleri BES'in kurulduğu yıldan 2017 yılı sonunu, son 10 yılı, 5 yılı ve 2017 yılını kapsamaktadır. Fonların getirileri hesaplanırken, fonlar portföy büyüklüklerine göre ağırlıklandırılmıştır.

2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

Performans analizinin getirilerin TÜFE ile karşılaştırılması kısmında, uzun ve kısa vadeli getiriler incelenerek aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir (Grafik 3):

- **Tüm inceleme dönemlerinde emeklilik fonlarının ağırlıklı ortalama net getirilerinin TÜFE'nin üzerinde olduğu görülmektedir.**
- BES'in başladığı tarihten bu yana (Ocak 2004 – Aralık 2017) emeklilik fonlarının getirilerine bakıldığında, ortalama olarak TÜFE'nin oldukça üzerinde getiri elde edildiği tespit edilmiştir (yaklaşık 180 puan).
- Son 10 yıllık dönemde emeklilik fonlarının ağırlıklı net getirisi TÜFE'nin yaklaşık 50 puan üzerindedir.
- Son 5 yıllık dönemde emeklilik fonlarının ağırlıklı net getirisi TÜFE'nin yaklaşık 6 puan üzerindedir.
- 2017 yılında ise getiriler TÜFE'nin 3,5 puan üzerindedir.

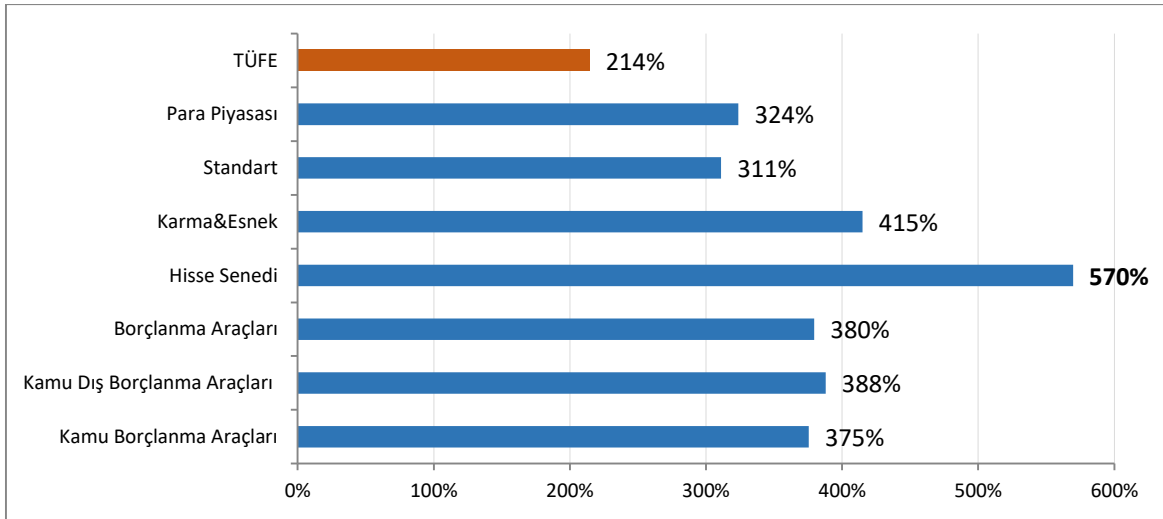


Grafik 3. BES Fonlarının Birikimli Ağırlıklı Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

2.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Kategori Bazında İncelenmesi

2.2.1. Başlangıçtan İtibaren:

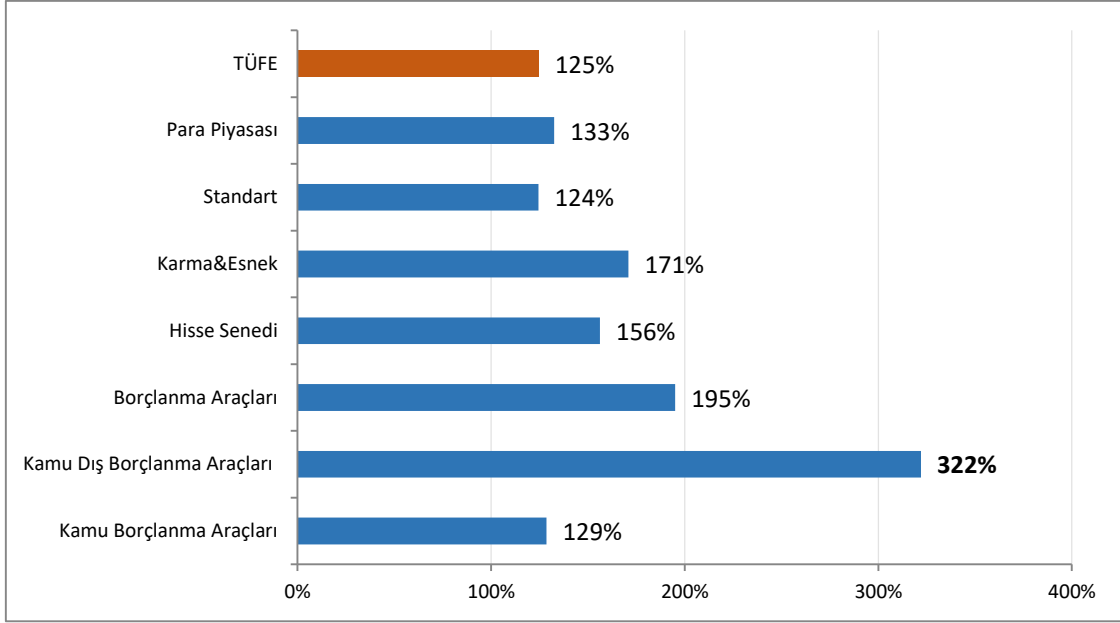
- Tüm kategoriler TÜFE'nin üzerinde getiri sağlamıştır.
- **En yüksek getiri hisse senedi fonları kategorisinde sağlanmıştır. Onu, karma ve esnek fonlar izlemektedir.**
- En düşük getiri ise standart ve para piyasası araçlarına yatırım yapan fonlardadır.



Grafik 4. BES Fonlarının Kategori Bazında Başlangıçtan İtibaren Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

2.2.2. Son 10 Yıllık İnceleme Döneminde:

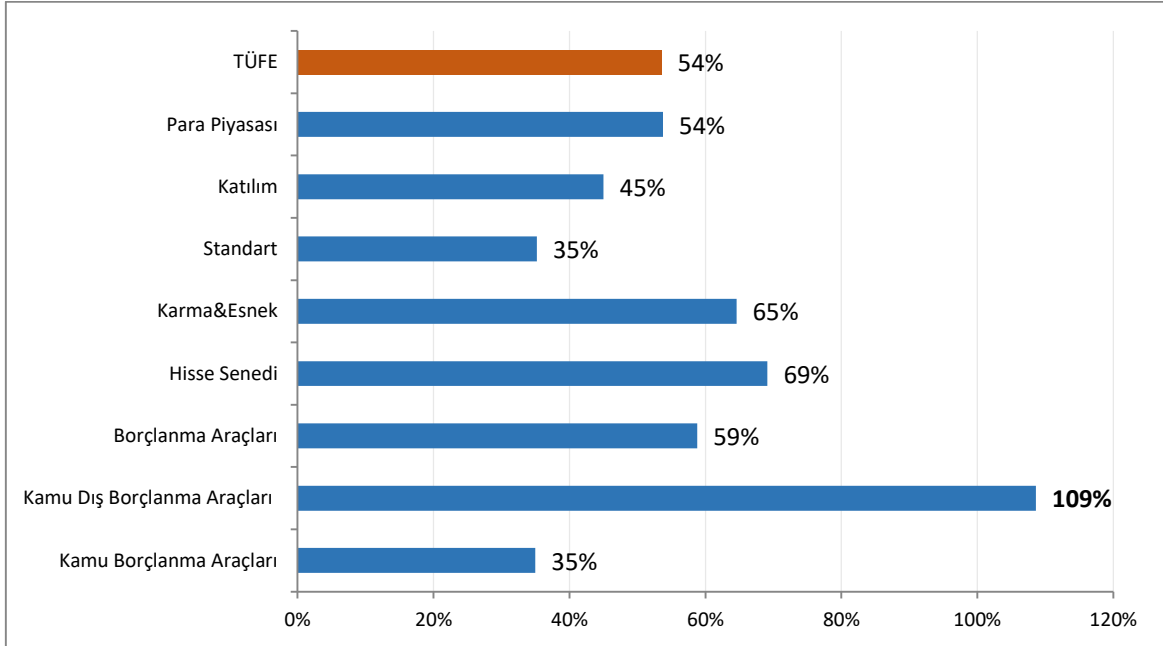
- Standart fon kategorisi hariç tüm diğer kategorilerin ağırlıklandırılmış net getirileri TÜFE'nin üzerindedir.
- **En yüksek getiri kamu dış borçlanma araçları fonları kategorisinde sağlanmıştır. Onu, karma ve esnek fonlar izlemektedir.**



Grafik 5. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 10 Yıllık Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

2.2.3. Son 5 Yıllık İnceleme Döneminde:

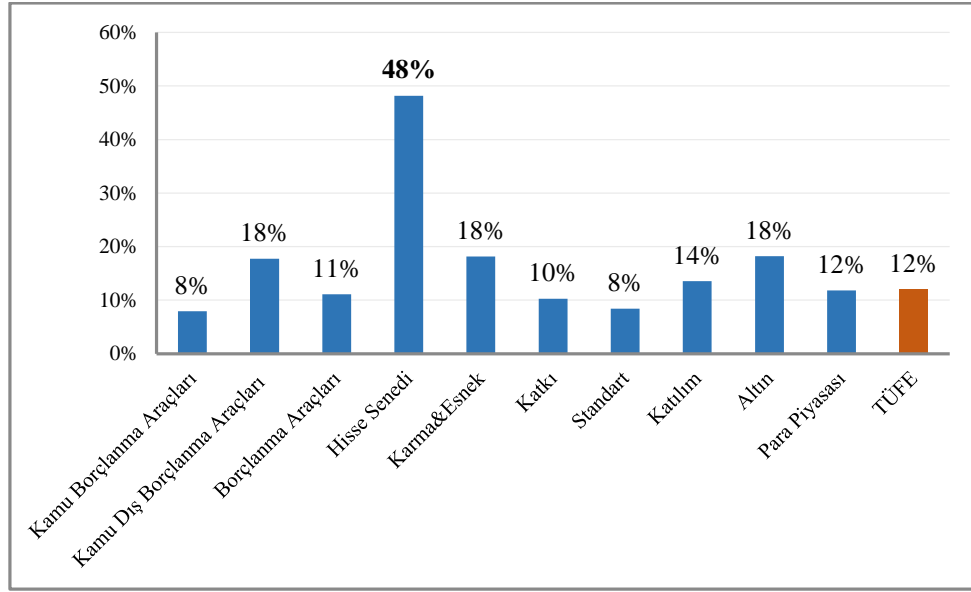
- Kamu borçlanma, katılım ve standart fonlar kategorileri hariç tüm diğer kategorilerin ağırlıklandırılmış net getirileri TÜFE'nin üzerindedir.
- **En yüksek getiri kamu dış borçlanma fonları kategorisinde sağlanmıştır.**



Grafik 6. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 5 Yıllık Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

2.2.4. 2017 Yılı'nın İncelenmesi:

- Kamu borçlanma, standart, para piyasası ve katkı fonları kategorileri hariç tüm diğer kategorilerin ağırlıklandırılmış net getirileri TÜFE'nin üzerindedir.
- **En yüksek getiri hisse fonları kategorisinde sağlanmıştır. Onu açık ara farkla takip eden kategoriler kamu dış borçlanma, karma ve esnek ve altın fonlarıdır.**



Grafik 7. BES Fonlarının Kategori Bazında 2017 Yılı Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

2.3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Mevduat Faiziyle Karşılaştırılması

Performans analizinin bu bölümünde, fon getirileri mevduat faiz oranları ile karşılaştırılmıştır. Mevduat faizi olarak “Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı” % 15 oranında stopajdan arındırılarak kullanılmıştır. Fonların getirisinden ise % 3,75 oranında stopaj kesintisi yapılmıştır. Burada katılımcıların emeklilik hakkı kazanarak sistemden ayrıldıkları varsayılmıştır. Stopaj kesintisi, 10 yıl süre ile sistemde kalmadan ayrılanlar için % 15 ve en az 10 yıl süre ile sistemde kalan ancak 56 yaşını tamamlamadan ayrılanlar için % 10’dur. Ayrıca gerek mevduattan gerekse de fonların getirilerinden vergi kesintisi yapılmadan elde edilen brüt getirilere de karşılaştırma yapılabilmesi amacıyla Ek 2’de yer verilmiştir.

- **Fonların vergi sonrası getirisi mevduat faiz oranı ile karşılaştırıldığında, başlangıçtan itibaren olan dönem hariç diğer tüm dönemlerde fon getirilerinin mevduat faizlerinin üzerinde olduğu görülmektedir.**

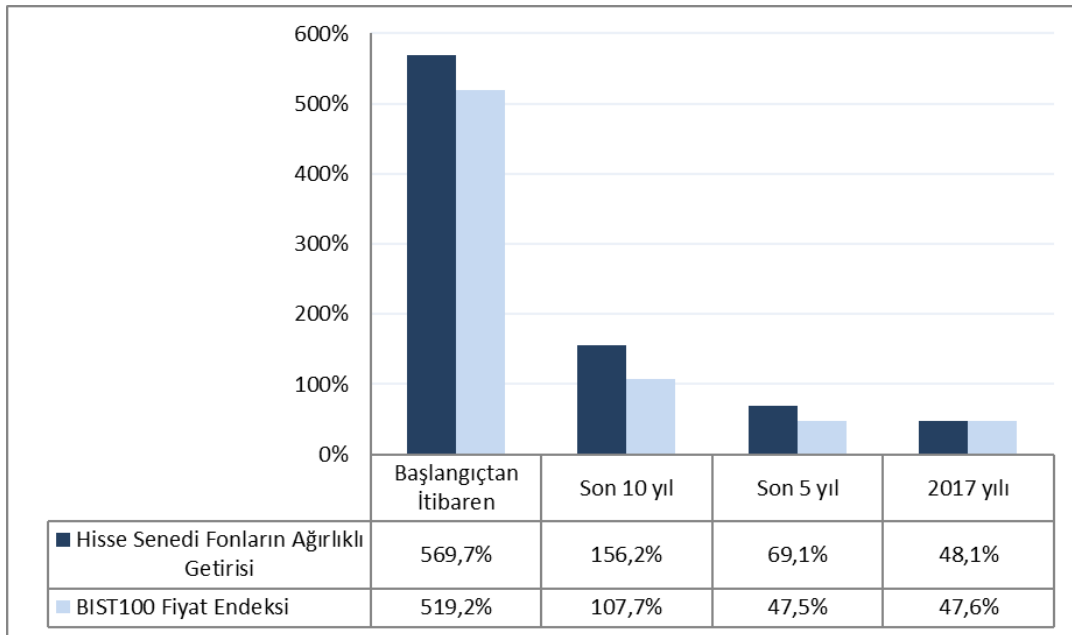
- 2017 yılında fonlar mevduattan yaklaşık 3 puan daha yüksek getiri elde etmiştir.

Tablo 2. BES Fonlarının Birikimli Ağırlıklandırılmış Getirilerinin Mevduat Getirileri ile Karşılaştırılması

	Fonların Ağır.Getirisi (%3,75 Stopaj Düşülerek)	Mevduat, Net
Başlangıçtan İtibaren	379,4%	386,3%
Son 10 yıl	168,3	156,2
Son 5 yıl	57,2	55,6
2017 yılı	14,8	11,5

2.4. Hisse Senedi Emeklilik Fonları Getirilerinin BIST 100 Getirisi ile Karşılaştırılması

Bu alt bölümde portföy içeriğinde minimum % 80 hisse senedi barındıran hisse emeklilik fonları ile hisse senetlerini temsil eden BIST 100 Fiyat Endeksinin getirileri karşılaştırılmıştır. BIST 100 Fiyat Endeksi bir getiri endeksi olmayıp, bu endekse temettüler dahil edilmemektedir. Hisse senedi fonlarının BIST 100 Getiri Endeksi ile karşılaştırıldığı tablo Ek 3'te yer almaktadır.



Grafik 8. Hisse Emeklilik Fonlarının Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin BIST-100 Fiyat Endeksiyle Karşılaştırılması

Tüm dönemler için ortak sonuç hisse emeklilik fonlarının BIST-100 Fiyat Endeksi'nden daha yüksek getiri sağladığıdır.

2.5. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

BES fonlarının karşılaştırma ölçütleriyle yapılan analizlerinde fonların ve ölçütlerin brüt getirileri kullanılmıştır. Karşılaştırma ölçütlerinin yayınlanan getirileri brüt getirilerdir. Katılımcıların net getirilerle değerlendirme yaptıkları gözönüne alınarak analiz, fonların ve karşılaştırma ölçütlerinin net getirileriyle de tekrarlanmış ve sonuç tablosuna Ek 4'te yer verilmiştir. Ölçütlerin net getirilerini hesaplayabilmek için brüt getirilerden pasif yönetim esası ile yönetilen endeks fonlarının ortalama uygulanan yıllık yönetim ücreti oranı (yüzde 1,8) düşülmüştür.

Analizde 2017 yılı için karşılaştırma ölçütü getirisi hesaplanabilen fonlar üzerinden inceleme yapılmıştır.

Karşılaştırma ölçütünün getirisinin üzerinde getiri sağlayan fonların toplam fonlar içerisindeki payına (başarı oranı) baktığımızda, 2017 yılında % 74,8'lik bir başarı oranı mevcuttur.

Tablo 3. BES Fonlarının Kategori Bazında 2017 Yılında Ağırlıklandırılmış Brüt Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

Fon Kategorisi	Fonların 2017 Yılı Brüt Getirisi	Karşılaştırma Ölçütlerinin 2017 Yılı Brüt Getirisi	Fark	Başarı Oranı
Toplam	17,03%	14,25%	2,8%	74,8%
Borçlanma Araçları Fonları	13,05	12,65	0,4	50,9
Kamu Borçlanma Araçları Fonları	9,84	8,79	1,1	89,7
Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları	19,64	20,59	-0,9	8,0
Hisse Senedi Fonları	52,44	43,25	9,2	88,0
Karma & Esnek Fonlar	20,51	13,44	7,1	88,9
Kıymetli Maden Fonları	19,38	19,71	-0,3	34,0
Katılım Fonları	15,67	12,07	3,6	73,3
Para Piyasası Fonları	12,87	11,45	1,4	81,8
Standart Fonlar	10,36	9,34	1,0	82,6
Katkı Fonları	10,65	9,83	0,8	83,3

- **Karşılaştırma ölçütüne göre en farklı getiriye elde eden kategoriler hisse (%9,2'lik fark) ve karma ve esnek emeklilik (%7,1) fonlarıdır.**
- **Başarı oranı en yüksek kategoriler sırasıyla kamu borçlanma araçları, karma ve esnek fonlar ve hisse senedi fonlarıdır.**
- **Tüm kategoriler içinde karşılaştırma ölçütünün getirisinden daha düşük getirisi olan fonlar kamu dış borçlanma araçları ve altın fonlarıdır.**

3. Emeklilik Fonlarının Performansını Hangisi Belirliyor? Piyasa mı, Varlık Dağılım Politikası mı Yoksa Aktif Yönetim Becerisi mi?

Bir emeklilik fonunun toplam performansı esas olarak üç parçaya ayrılabilir: (1) Piyasa hareketlerinden kaynaklı getiri (2) Varlık dağılım politikasından kaynaklanan getiri ve (3) Aktif yönetim getirisi.

Getiriyi bu biçimde ayırarak incelediğimizde fonun portföy yönetimine ilişkin makro ve mikro kararlarının nasıl sonuçlar verdiğini daha net biçimde görebiliriz. Bir emeklilik fonunun portföyündeki varlıkların dağılımına ilişkin genel, uzun vadeli, stratejik kararlarının sonuçları “varlık dağılım politikasından kaynaklanan getiri”dir. Menkul kıymet seçimi ve piyasa zamanlaması gibi daha kısa vadede değişiklik yapılan, taktik kararların sonucu ise “aktif yönetim getirisi”ni oluşturur.

Konuya ilişkin özellikle gelişmiş ülkelerde (ABD, Kanada) yapılan çalışmalar incelendiğinde bir fonun toplam getiri değişimindeki temel unsurun piyasa hareketlerinden kaynaklı getiri olduğu görülmektedir.² Piyasa etkisi arındırıldıktan sonra yapılan incelemeler ise varlık dağılımı ve aktif yönetimin göreceli önemini ortaya koymaya çalışmışlardır. Bunların bulguları farklılaşmakla birlikte varlık dağılımının görece daha önemli bir unsur olduğuna dair bir eğilim görülmektedir.³

Ülkemizdeki emeklilik fonlarında bu sorunun yanıtını aramak üzere yürüttüğümüz çalışmada, literatürdeki örnekleri izleyerek, iki fon kategorisini incelemeye dahil ettik: (1) Esnek emeklilik fonları ve (2) Hisse emeklilik fonları. İnceleme dönemi olarak Temmuz 2007 – Temmuz 2017 belirlenmiştir. 5 yıllık ve 10 yıllık iki alt periyot için yapılan analizlerde aylık net getiri üzerinden çalışılmıştır. 5 yıllık alt dönemde 19 hisse emeklilik ve 25 esnek emeklilik fonu analiz kapsamına girmiştir. 10 yıllık dönem için ise 10 hisse emeklilik ve 12 esnek emeklilik fonu incelemede yer almaktadır. İnceleme kapsamında yer alan fonların toplam portföy büyüklüğünün hisse ve emeklilik fonlarının toplam portföy büyüklüğüne oranları 5 ve 10 yıllık dönemler için sırasıyla %85 ve %58’dir. Bu veri örneklemimizden elde edilen bulguların temsil kabiliyetinin yeterli olduğuna işaret etmektedir.

Piyasa hareketlerinden kaynaklı getiriyi belirlemek üzere, öncül çalışmaları takip edecek biçimde, tüm fonların ağırlıklı ortalama getirisi kullanılmıştır.

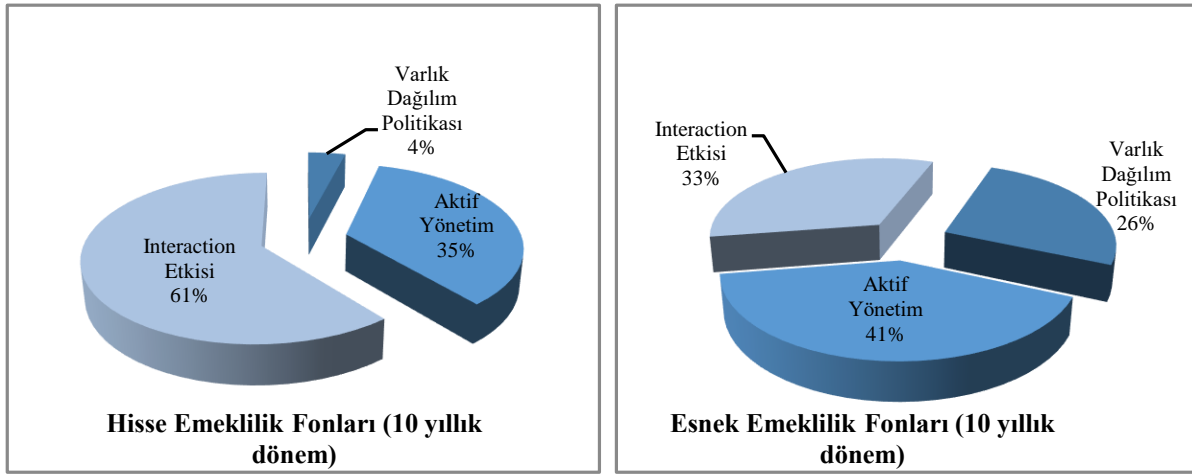
Yapılan zaman serisi analizlerinin sonucunda literatürdeki genel kanıyı destekler nitelikte **piyasa hareketlerinden kaynaklı getirinin baskın biçimde toplam getirideki değişkenliği belirleyici unsur olduğu sonucuna varılmıştır.** 10 yıllık ve 5 yıllık inceleme dönemlerinde hisse emeklilik fonları için piyasa hareketlerinden kaynaklı getirinin ortalama açıklayıcılık düzeyi %98’dir. Esnek emeklilik fonlarında ise 5 yıllık dönem için ortalama açıklayıcılık

² Xiong et al. (2010) ABD yatırım fonu piyasasında yürüttüğü çalışmada piyasa hareketlerinin fonun getirisindeki değişimin %80’ini açıkladığını bulmuştur. Li (2014), Kanada hisse ve değişken yatırım fonları üzerine yaptığı çalışmada bu oranı değişken fonlar için %72 ve hisse fonları için %57 olarak bulmuştur.

³ Bknz.: Xiong et al. (2010), Li(2014) ve Aglietta(2012)

düzeyi %87 ve 10 yıllık dönem için %89 olarak bulunmuştur. Altı çizilecek bir diğer nokta ise piyasa hareketlerinden kaynaklı getirinin toplam getirideki değişimi domine ettiği bulgusunun fon kategorisinden bağımsız olmasıdır.

İncelememizin diğer aşaması piyasa hareketlerinden kaynaklı getiriyi arındırdıktan sonra varlık dağılımı ve aktif yönetimin görece önemini belirlemek olmuştur. Bu analiz sonucunda ortaya çıkan tablo hisse ve esnek emeklilik fonları için farklılık arz etmektedir. *Esnek emeklilik fonlarında varlık dağılım politikası ve aktif yönetim hemen hemen eşit öneme sahiptir. Hisse emeklilik fonlarında ise aktif yönetim varlık dağılım politikasından bariz biçimde yüksek bir öneme sahiptir.*



Hisse emeklilik fonlarında 10 yıllık dönem için varlık dağılım politikasının getirideki değişimi ortalama açıklayıcılık düzeyi %4 düzeyindedir. Aynı dönemde aktif yönetim için bu düzey %35'tir. Esnek emeklilik fonlarına baktığımızda, yukarıdaki grafikten de izlenebileceği üzere, ortalama açıklayıcılık aktif yönetim için %41 ve varlık dağılım politikası için %26 düzeyindedir. Analizimizi 5 yıllık dönem için yinelediğimizde de benzer sonuçlara ulaşılmıştır.⁴

Bilindiği üzere ülkemizde fon türleri tanımlanırken fonun yatırım yapabileceği varlıklar konusunda bir takım kısıtlar getirilmiştir. İncelememiz kapsamında yer alan hisse emeklilik fonlarında fon portföyünün en az %80'inin devamlı olarak yerli ve/veya yabancı ihraççıların paylarından oluşması kısıtı mevcuttur. Esnek emeklilik fonlarında ise fon portföyündeki varlık dağılımına ilişkin herhangi bir kısıt bulunmamaktadır. Varlık dağılımındaki bu kısıtların uygulamadaki sonuçları incelememizde kendini göstermiştir. Hisse emeklilik fonlarında yüksek oranda hisse bulundurma kısıtının yarattığı sonuç, varlık dağılımından kaynaklı getirinin toplam getiriyi açıklamadaki payının görece önemli ölçüde düşmesi olmuştur. Aktif

⁴ 5 yıllık dönem için yapılan incelemede hisse emeklilik fonlarında varlık dağılım politikasının getirideki değişimi ortalama açıklayıcılık düzeyi %8 düzeyindedir. Aynı dönemde aktif yönetim için bu düzey %36'tir. Esnek emeklilik fonlarında ise ortalama açıklayıcılık aktif yönetim için %43 ve varlık dağılım politikası için %31 düzeyindedir.

yönetimin açıklayıcılığı hisse emeklilik fonlarında baskın biçimde yüksektir. Bu noktada kısıt içermeyen portföylere sahip esnek emeklilik fonlarında toplam getirideki değişimi açıklamada varlık dağılım ile aktif yönetim arasındaki eşit dağılım da bu bulguyu destekler niteliktedir. Esnek emeklilik fonlarında aktif yönetim ve varlık dağılım arasında hemen hemen eşitlik olduğu söylenebilir.

Beklentilerimize paralel bu bulgular ışığında söylenebilir ki, fon portföylere ilişkin kısıtlamaların doğal sonucu fon toplam performansı içerisinde varlık dağılım politikasından kaynaklı getirinin payının görece düşmesidir.

KAYNAKÇA

1. Aglietta, M., Briere, M, Rigot, S. and Signori, O. (2012). Rehabilitating the Role of Active Managemet for Pension Funds. *Solvey Brussels School, Centre Emile Bernheim, CEB Working Paper No 12/018*, 1-25.
2. Li, Y. (2014). *The Relative Importance of Investment Policy and Active Management in Explaining Canadian Mutual Fund Return Variations and Performance*. A Thesis in the Department of John Molson School of Business. Canada.
3. Xiong, J. X., Ibbotson, R.G., Idzorek, T.M. and Chen, P. (2010). The Equal Importance of Asset Allocation and Active Management. *Financial Analysts Journal*. Vol: 66. No: 2, 1-9.

Sonuç

BES fonlarının performanslarının incelendiği bu raporda, belirli dönemler için emeklilik fonlarını belirli kriterlere göre kıyaslayan analizler yer almıştır. Analizlerde, emeklilik fonlarının enflasyona kıyasla getirisi, alternatif yatırım araçları karşısındaki durumu ve karşılaştırma ölçütleri incelenmiştir.

BES, uzun vadeli birikimleri esas alan bir sistemdir. Sistemin performansı incelenirken uzun vadeli bir bakış açısını korumak önemlidir. Buna istinaden raporda, kısa dönemler yanında (2017 yılı) analiz dönemleri olarak başlangıçtan itibaren, 10 yıl ve 5 yıl alınmıştır. Fonlara genel olarak bakıldığında, başlangıçtan itibaren ortalama %394 oranında birikimli ağırlıklı net getiri söz konusudur. 10 yıllık dönem için ortalama % 175, son 5 yılda % 60'lık bir getiri yaratılmışken, 2017 yılında bu getiri % 15,4 seviyesindedir.

Fon kategorileri bazında bakıldığında, başlangıçtan itibaren en yüksek getiri hisse senedi emeklilik fonlarına (%570) aittir. Son 10 yılda ve son 5 yılda en yüksek getiri kamu dış borçlanma araçları fonları kategorisinde sağlanmış iken, 2017 yılında hisse fonları öne çıkmaktadır.

Fon getirilerinin enflasyon karşısındaki durumunun incelendiği bölümde, tüm analiz dönemleri için getirilerin enflasyonun üzerinde olduğu tespit edilmiştir. Başlangıçtan itibaren bakıldığında emeklilik fonlarının getirisinin enflasyonun yaklaşık 180 puan üzerinde olduğu görülmektedir. Son 10 yıllık dönemde emeklilik fonlarının getirisi enflasyonun yaklaşık 50 puan üzerindedir. Son 5 yıllık dönem için bu fark 6 puan ve 2017 yılı için 3,5 puandır.

Mevduat faiz oranları ve emeklilik fonları için stopajdan arındırılmış getiriler ile yapılan incelemede başlangıçtan itibaren olan dönem dışındaki tüm dönemlerde fon getirilerinin mevduat faiz oranlarının üzerinde olduğu görülmektedir. 2017 yılında fonlar mevduattan yaklaşık yüzde 3 daha yüksek getiri elde etmiştir.

Hisse senedi fon getirileri BIST 100 Fiyat Endeksi ile karşılaştırıldığında tüm dönemler için fon getirilerinin endeksten yüksek olduğu görülmektedir. Başlangıçtan itibaren bakıldığında bu fark 50 puan iken 2017 yılında fark 0.5 puandır.

2017 yılı için karşılaştırma ölçütleriyle yapılan kıyaslamada karşılaştırma ölçütünün getirisinin üzerinde getiri sağlayan fonların toplam fonlar içerisindeki payına (başarı oranı) baktığımızda % 75'lik bir başarı oranı mevcuttur.

2017 yılında kategori bazında karşılaştırma ölçütleriyle yapılan kıyaslamada, kamu dış borçlanma fonları hariç tüm kategorilerin karşılaştırma ölçütünün üstünde getiri sağladığı görülmektedir. Karşılaştırma ölçütüne göre en yüksek getiri hisse fonlarında (%9,2'lik fark) elde edilmiştir. İkinci sırada karma ve esnek emeklilik fonları (%7,1'lik fark) yer almaktadır. Başarı oranı en yüksek kategoriler sırasıyla kamu borçlanma araçları, karma ve esnek ve hisse senedi fonlarıdır.

Ek 1: Yıllar Bazında Analiz

BES, uzun vadeli birikimleri esas alan bir sistemdir. Sistemin performansı incelenirken uzun vadeli bir bakış açısını korumak önemlidir. Buna istinaden bu raporda emeklilik fonlarının getirileri uzun dönemler itibariyle incelenmiştir. Ancak, BES'in yıllık bazda sağladığı getirileri izlemek isteyen katılımcılar olduğu düşüncesiyle, sistemin yıllık getirileri bu bölüm altında verilmiştir.

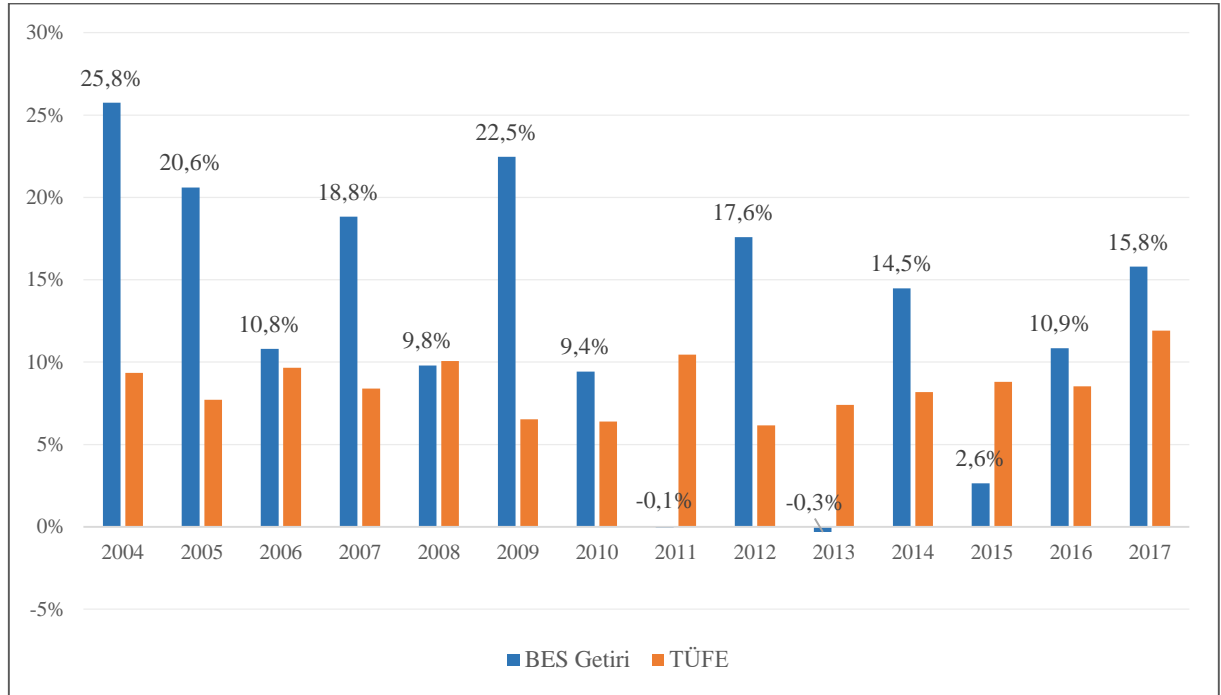
Bu incelemede 2004-2017 aralığında yıllık ağırlıklı ortalama net getiriler üzerinden çalışılmıştır. Ağırlıklandırma yapılırken ilgili yıl için ortalama portföy büyüklüğü değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda ilgili yılda getirisi hesaplanabilen fonlar kapsamaktadır. Her yıl için kapsanan fon sayısı, ağırlıklı ortalama net getiri ve minimum-maksimum getiri değerleri aşağıda tablodan izlenebilir:

Tablo Ek-1: Yıllar Bazında Fon Sayısı, Ağırlıklı Ortalama Net Getiriler, Maksimum-Minimum Getiriler (2004-2017)

Yıllar	Fon Sayısı	Ağır. Ort. Net Getiri	Minimum Net Getiri	Maksimum Net Getiri
2004	68	25.8%	-7.2%	41.5%
2005	78	20.6%	-9.7%	63.6%
2006	89	10.8%	-3.6%	20.8%
2007	97	18.8%	-14.1%	47.6%
2008	102	9.8%	-50.8%	37.4%
2009	120	22.5%	-7.6%	129.8%
2010	130	9.4%	-2.9%	33.6%
2011	136	-0.1%	-28.9%	30.2%
2012	157	17.6%	-5.4%	60.8%
2013	179	-0.3%	-15.0%	59.1%
2014	212	14.5%	-1.6%	36.4%
2015	222	2.6%	-17.6%	32.4%
2016	230	10.9%	0.0%	54.8%
2017	236	15.8%	0.0%	65.4%

Tablodaki değerler incelendiğinde görülmektedir ki bireysel emeklilik sisteminde 2011 ve 2013 yıllarında negatif ağırlıklı ortalama net getiriler mevcuttur. 14 yıllık incelemede 12 yıl pozitif getiri sözkonusudur. Bireysel emeklilik fonlarına topluca bakıldığında en yüksek performansın 2004 yılında (%25.75) ve en düşük performansın ise 2013 yılında (-% 0.31) elde edildiği görülmektedir.

Yıllık ağırlıklı ortalama net getirilerin enflasyon oranları ile karşılaştırmasını içeren grafikten de izlenebileceği gibi 2011, 2013 ve 2015 yıllarında getiriler enflasyonun altında kalmaktadır. 2008 yılında ise getiri ve enflasyon oranları birbirine oldukça yakındır.⁵



Grafik Ek-1. BES Fonlarının Yıllar Bazında Ağırlıklı Net Getirileri

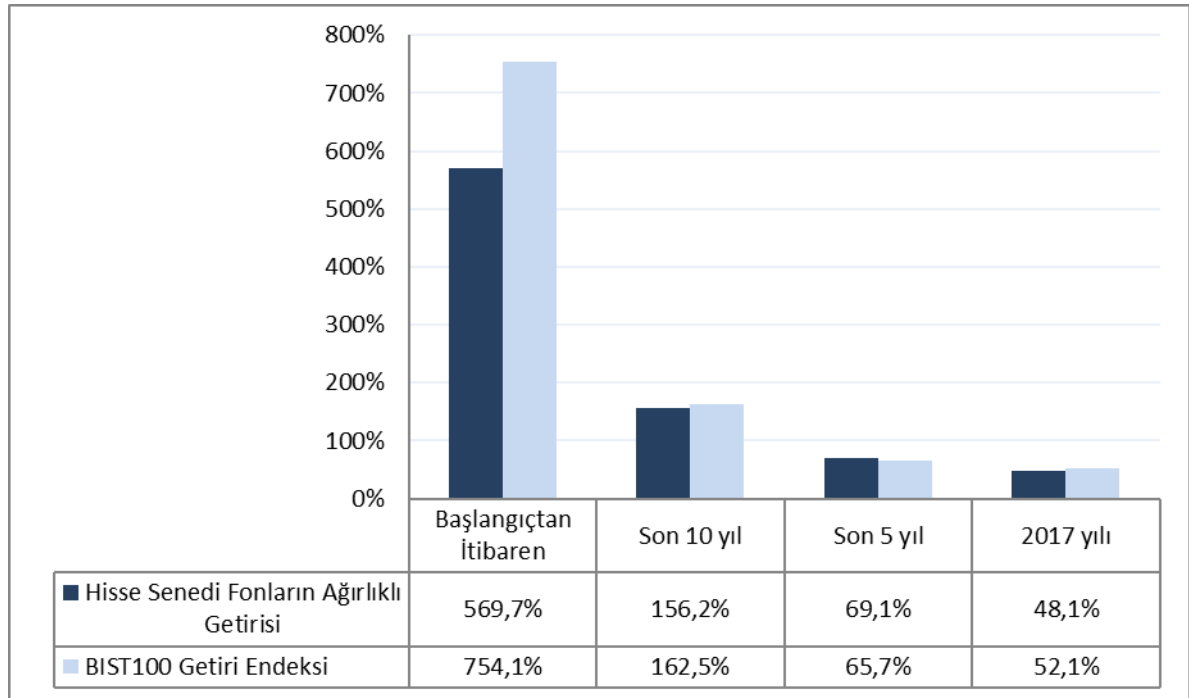
⁵ Yıllık ağırlıklı ortalama net getirilerin stopajdan arındırılmamış mevduat oranları ile karşılaştırmasını içeren incelemimizde ise 2006, 2008, 2011, 2013 ve 2015 yıllarında getiriler mevduat oranlarının altında kalmaktadır. Bu durum fon net getirilerinden ve mevduattan stopaj düşüldükten sonra da değişmemektedir.

Ek 2: Fonların ve Mevduatın Brüt Getirisi

Tablo Ek-2: Fonların ve Mevduatın Brüt Getirisi

	Fonların Ağırlıklı Getirisi	Mevduat, Brüt
Başlangıçtan İtibaren	394,2%	454,5%
Son 10 yıl	174,9	183,8
Son 5 yıl	59,5	65,5
2017 yılı	15,4	13,5

Ek 3: Hisse Senedi Fonlarının BIST-100 Getiri Endeksi ile Karşılaştırılması



Grafik Ek-3. Hisse Emeklilik Fonlarının Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin BIST-100 Getiri Endeksiyle Karşılaştırılması

Ek 4: Fonların Net Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütlerinin Net Getirisiyle Kıyaslanması

Tablo Ek-4: BES Fonlarının Kategori Bazında 2017 Yılında Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

Fon Kategorisi	Fonların 2017 Yılı Net Getirisi	Karşılaştırma Ölçütlerinin 2017 Yılı Net Getirisi	Fark	Başarı Oranı
Toplam	15,31%	12,36%	2,9%	79,6%
Borçlanma Araçları Fonları	11,16	10,77	0,4	52,7
Kamu Borçlanma Araçları Fonları	7,95	6,91	1,0	89,7
Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları	17,74	18,70	-0,9	12,0
Hisse Senedi Fonları	49,78	41,37	8,4	88,0
Karma & Esnek Fonlar	18,24	11,55	6,7	90,7
Kıymetli Maden Fonları	18,22	17,82	0,4	75,7
Katılım Fonları	13,53	10,19	3,3	73,3
Para Piyasası Fonları	11,79	9,56	2,2	100
Standart Fonlar	8,39	7,45	0,9	82,6
Katkı Fonları	10,27	7,95	2,3	87,5