

Emeklilik Yatırım Fonları Performans Raporu Eylül 2016

Ludens İleri Finansal Hizmetler ve Danışmanlık



EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI PERFORMANS RAPORU

-2016 EYLÜL AYI İTİBARIYLA-

İçindekiler

SUNUŞ	3
1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin Makro Görünüşü	5
2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Analizi	8
2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması	9
2.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Alternatif Yatırım Araçlarıyla Karşılaştırılması	12
2.3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması	14
3. Makroekonomik Etkiler ve Emeklilik Fonlarına Yansımaları	16
3.1 Emeklilik Yatırım Fonlarının 2016/9 Aylık- 2015/9 Aylık Getirilerinin Kıyaslanması	17
3.2 Emeklilik Fonlarının Getirilerini Etkileyen Temel Makroekonomik Unsurlar	18
Sonuç	23

SUNUŞ

Dünya nüfusunun yaşlandığı bilinen bir gerçektir. Yaşlanma oranı ülkeden ülkeye değişmektedir. Ülkemiz için bakıldığında bu oran 2014 yılında yüzde 8 olarak gerçekleşmiştir. Nüfus projeksiyonlarına göre yaşlı nüfus oranının 2023 yılında %10,2, 2050 yılında %20,8, 2075 yılında ise %27,7'ye yükseleceği tahmin edilmektedir. Yaşlı bağımlılık oranı, çalışma çağındaki her 100 kişiye düşen yaşlı sayısıdır. Türkiye’de 2014 yılında 100 çalışanın bakması gereken yaşlı sayısı 12 iken bu sayının 2023 yılında 15 olması beklenmektedir.

Mevcut ücret seviyesinin göreceli olarak oldukça düşük olması (OECD ortalamasının %36’sı kadar) ve çalışma döneminde sisteme yapılan katkıların düşük kalması ülkemizin ortalama emeklilik servetinin de düşük gerçekleşmesine neden olmaktadır. Bir yandan da SGK’ya beyan edilen prime esas kazanç tutarlarının asgari ücret üzerinden gösterilmesi durumu daha da ağırlaştırmaktadır. Bu göstergeler mevcut sosyal güvenlik sisteminin tek başına daha refah bir emeklilik için yeterli olmayacağını ortaya koymaktadır.

Türkiye’de olduğu gibi dünyada da emeklilik sistemleriyle ilgili benzer sorunlar yaşanmaktadır. Son yıllarda OECD ülkelerinin birçoğunda yapılan emeklilik reformlarının temel nedeni, sistemin finansal açıdan sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerdir. Ülkemizde varolan gönüllü bireysel emeklilik sistemi (BES) ve 2017 yılı başında devreye girecek olan otomatik katılım da bu endişeleri gidermek üzere devreye sokulan yapılar olarak yerini almaktadır.

Gönüllü BES ve otomatik katılım elbette sisteme aktarılan katılım payları ve devlet katkı paylarının doğru değerlendirilerek yeterli düzeye ulaşması ile anlam kazanır. Bu noktada emeklilik fonlarının performansı önem arz etmektedir. Yukarıdaki satırlarda da belirtildiği üzere ülkemizdeki düşük ortalama emeklilik serveti ancak emeklilik fonlarının uzun vadede etkin yönetilmesi sonucunda sağlanacak getirilerin servette yaratacağı artışla daha üst seviyelere taşınabilecektir. Bunun sonucunda sistemden emekli olanlar daha mutlu ve refah bir yaşam düzeyine sahip olacaklar; sistem finansal açıdan sürdürülebilir bir noktaya gelecektir.

BES’in gidişatı ile ilgili periyodik kapsamlı çalışmalar sistemin iyileştirilmesi ve başarıya ulaşması açısından önemlidir. Emeklilik fonlarının performansının analiz edildiği raporların da bu kapsamda yer aldığı düşünülmektedir. Bu bağlamda ilki 2016 yılının Nisan ayında yayınlanan “Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Raporu”nun ikincisini sunmaktayız¹.

2016 yılının Eylül ayı itibariyle hazırlanan bu raporda belirli dönemler için fon performansları farklı kriterlere göre kıyaslanmıştır. Analizlerde, emeklilik fonlarının enflasyona kıyasla getirisi, alternatif yatırım araçları karşısındaki durumu ve karşılaştırma ölçütleri farklı vadeler için incelenmiştir. BES esas itibariyle uzun vadeli bir sistem olduğu ve katılımcıların da bu sistemde uzun süre yer alacağı düşünüldüğünde sistemi incelerken yatırım ufkunun kısa vadeli olmaması gerekir. Raporunda her iki vade için yapılan analizler yatırım ufkunun değişmesinin performans üzerindeki etkilerini ortaya koymaktadır. Özellikle 2016’nın ilk 9 ayı ile 2015 yılının

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.

ilk 9 ayı karşılaştırıldığında görülen performans farklılaşması seçilen vade kısaltıkça resmin ne denli değışken olduğunu ortaya koymaktadır.

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

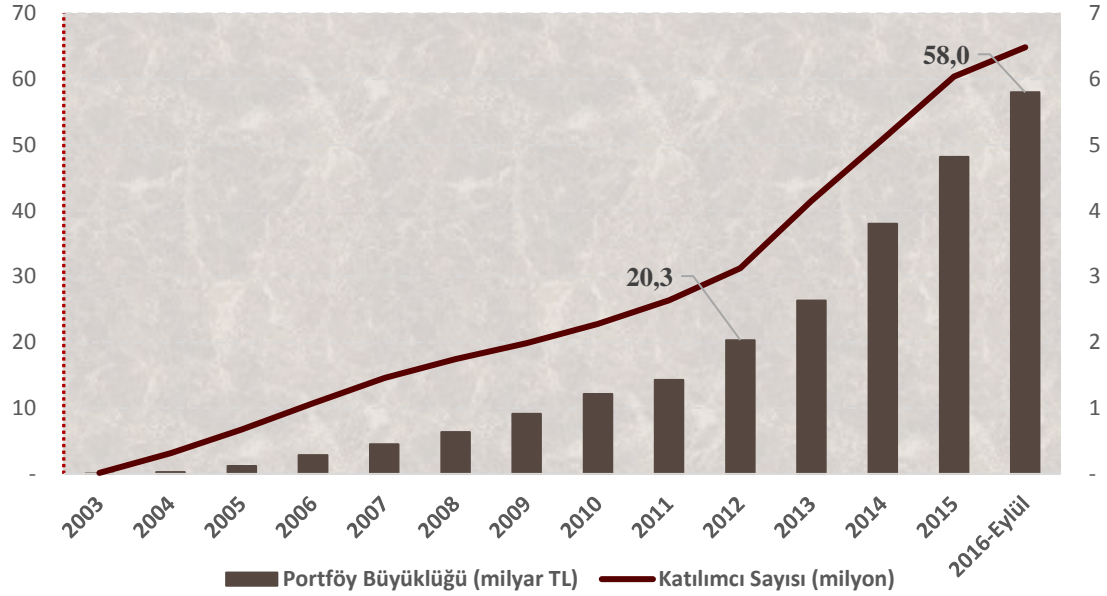
Bireysel emeklilik sistemine (BES) 2016 yılının ilk 9 ayında yaklaşık 445.000 yeni katılımcı girmiştir. Yüzdesele olarak bakıldığında katılımcı sayısındaki artış yılın ilk dokuz ayı için % 7 civarındadır. 2015 yılında sisteme yeni giren katılımcı sayısı yaklaşık 946.000 idi. Bu da yıllık % 18'lik bir artışa işaret etmekteydi. Yeni katılımcı sayısındaki yavaşlamanın iki temel nedeni olduğu düşünülmektedir: Ülkemizin içinde bulunduğu

politik ve ekonomik konjonktür etkisi ve 2017 Ocak ayında yürürlüğe girecek olan otomatik katılım. Otomatik katılım ile sisteme katılacak olan kişiler gönüllü bir şekilde BES yaptırmaktan geri durmaktadırlar. Portföy büyüklüğü açısından sisteme baktığımızda, biriken fon tutarının toplam 58 milyar TL olduğunu görmekteyiz. Bu tutar, yılın ilk dokuz ayında % 20'lik büyüme anlamına gelmektedir. Katılımcı sayısındaki artış oranına göre oldukça yüksek olan bu oran iki temel büyüklükten kaynaklanmaktadır. **Bunlardan ilki, 2016 yılının getiriler açısından olumlu geçmesinin portföy büyüklüğünü arttırıcı etkisidir.** Bir diğeri ise devlet katkısının da portföy büyüklüğünün içinde yer almasıdır.

Tablo 1. BES Portföy Büyüklüğü ve Katılımcı Sayısı

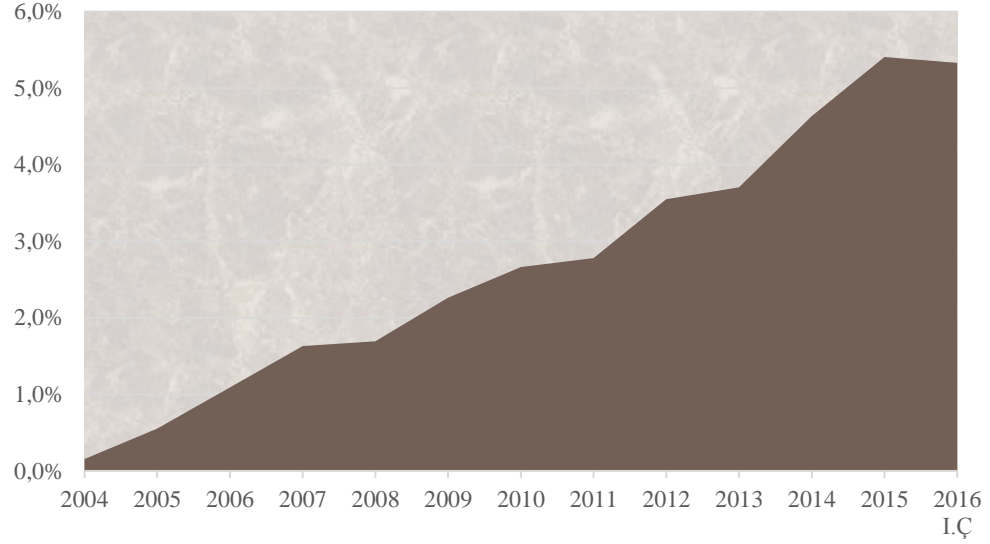
	Portföy Büyüklüğü	Katılımcı Sayısı
2015	48.211.017.130	6.039.300
2016 Eylül İtibariyle	57.991.547.998	6.484.665
Artış Oranı	% 20	% 7

Kurulduğu yıldan bu yana portföy büyüklüğünün ve katılımcı sayısının gelişimini gösteren grafik aşağıda yer almaktadır.



Grafik 1. BES Fonlarının Portföy Büyüklüğü ve Katılımcı Sayısı Gelişimi (2003-2016/Eylül)

Hane halkının toplam finansal varlıkları içinde emeklilik fonlarının değeri 2013 yılında getirilen devlet katkısıyla birlikte ivme kazanmış, 2016 I. çeyrek itibariyle %5,3 düzeyine çıkmıştır. Grafik 2'den izlenebileceği gibi, sisteme topluca bakıldığında, **yıllar itibariyle emeklilik fonlarının finansal varlıklar içindeki payının sürekli biçimde yükseldiği görülmektedir.** BES'in devreye girdiği 2003 yılından devlet katkısının getirildiği 2013 yılına kadar olan süreye bakıldığında, toplam finansal varlıklar içerisinde emeklilik fonlarının payı yıllık ortalama % 1,8 civarındadır. 2013-2016/Eylül döneminde bu oranın 3 puan artarak % 4,8'e çıktığını görmekteyiz. Bu farklı artış, devlet desteğinin sisteme ne denli katkı sağladığını göstermektedir.



Grafik 2. Emeklilik Fonlarının Hane Halkı Toplam Finansal Varlıklar İçindeki Payı



2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Analizi

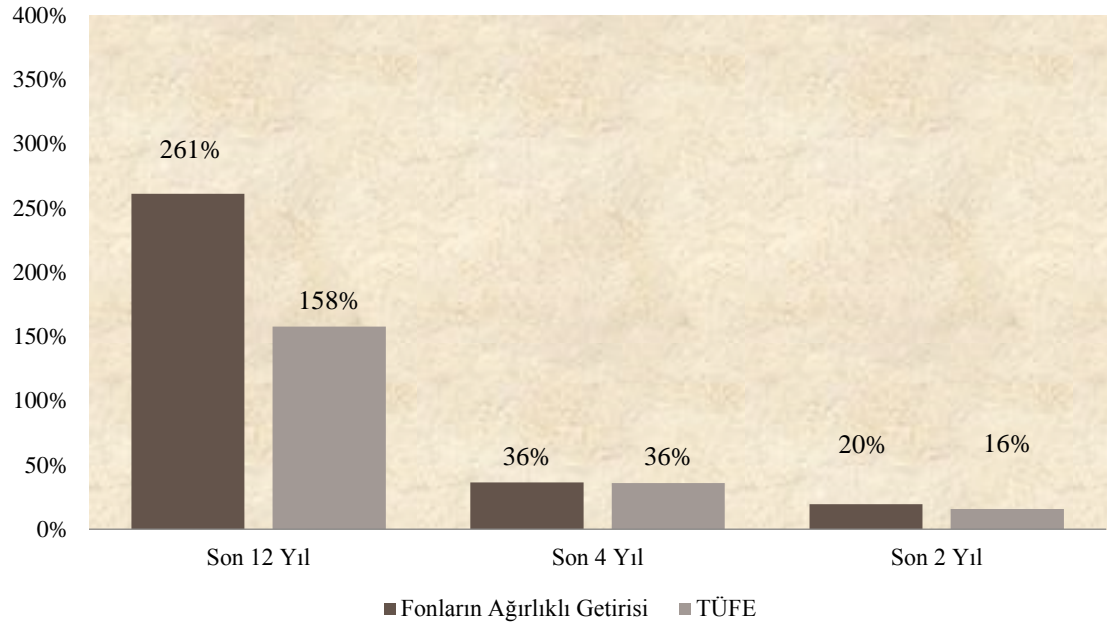
BES fonlarının getiriler üzerinden yapılan performans analizi üç alt başlığı kapsamaktadır. İlk kısımda fonların getirileri tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ile kıyaslanmıştır. İkinci kısımda alternatif yatırım araçlarının getirileri ile karşılaştırmalar yer almaktadır. Son kısımda ise fonların karşılaştırma ölçütleriyle getirileri kıyaslanmaktadır. Performans analizleri son 12 yılı, 4 yılı, 2 yılı ve son 9 aylık dönemi kapsamaktadır. Fonların getirileri hesaplanırken, portföy büyüklüklerine göre ağırlıklandırılmıştır. TÜFE ve alternatif yatırım

araçlarıyla ilgili incelemelerde net getiriler, karşılaştırma ölçütleriyle yapılan incelemelerdeyse brüt getiriler kullanılmıştır.

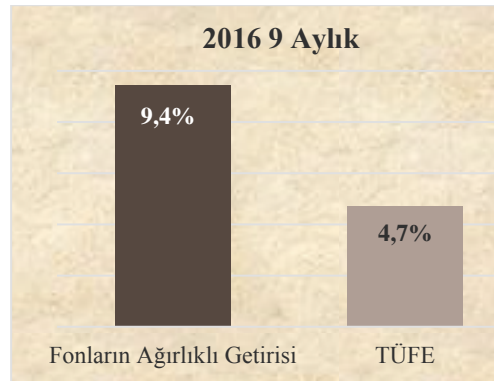
2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

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

- Son 12 yıllık dönem için (Eylül 2004 – Eylül 2016) emeklilik fonlarının getirilerine bakıldığında, ortalama olarak TÜFE'nin oldukça üzerinde getiri elde edildiği tespit edilmiştir (yaklaşık 100 puan).
- Son 4 yıllık dönemde TÜFE ile hemen hemen aynı düzeyde bir getiri söz konusudur.
- Son 2 yılda ise getiriler TÜFE'nin 4 puan üzerindedir.



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

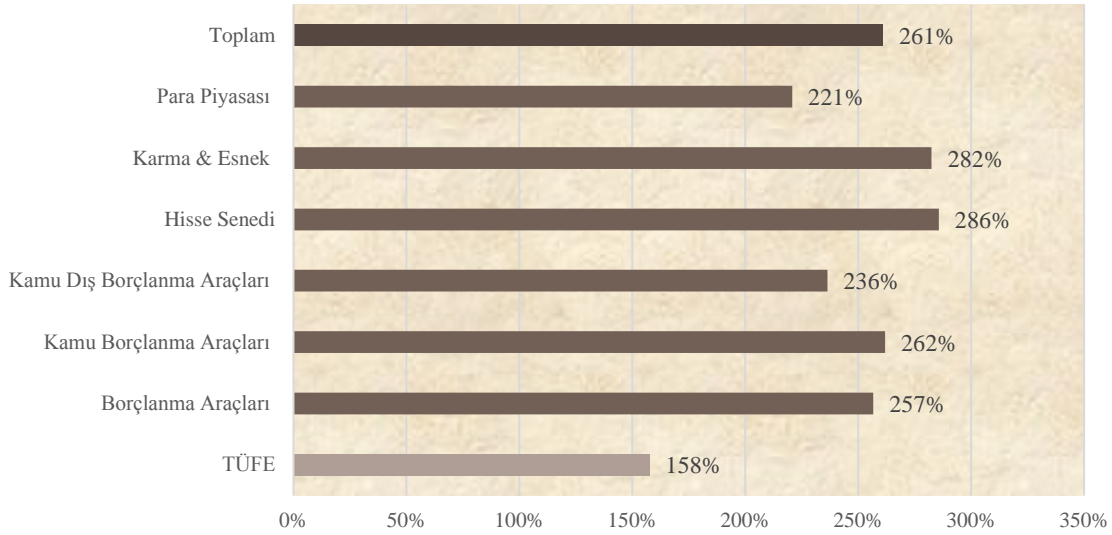


- 2016 Eylül sonu itibariyle fonların ağırlıklı ortalama net getirisi % 9,4 iken, TÜFE % 4,7 oranında gerçekleşmiştir. Yılın 9 aylık döneminde fonlar ortalama olarak TÜFE'nin iki katı getiri sağlamıştır.

Getiri analizlerinde, toplam ağırlıklı getiriler yanında fonlar kategorilere ayrılarak da incelenmiştir. Kategori bazında her bir inceleme dönemi için yapılan çalışmalarda aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

Son 12 yıllık inceleme döneminde:

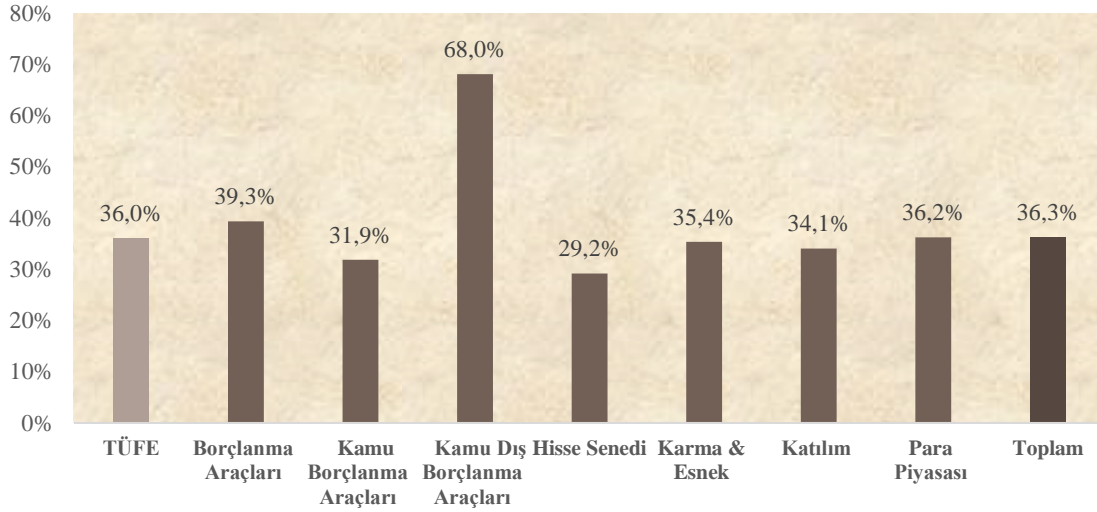
- Tüm kategoriler TÜFE'nin üzerinde getiri sağlamıştır.
- **En yüksek getiri hisse senedi fonları kategorisinde sağlanmıştır. Onu, yine içinde bir miktar hisse barındıran karma ve esnek fonlar izlemektedir.**
- En düşük getiri ise para piyasası ve kamu dış borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlardadır.



Grafik 4. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 12 Yıllık Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

Son 4 yıllık inceleme döneminde:

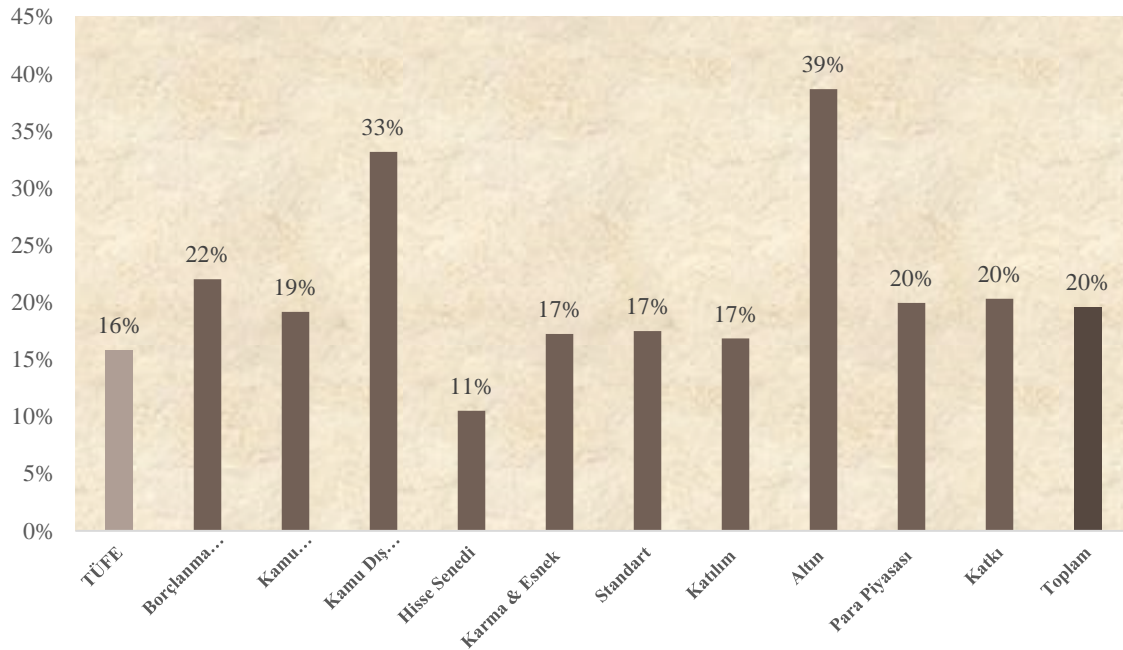
- TÜFE'nin üzerinde getiri sağlayan kategori borçlanma araçları fonlarıdır. Burada da, özellikle kamu dış borçlanma araçları % 68'lik getirisi ile dikkat çekmektedir. Diğer kategorilerden para piyasası emeklilik yatırım fonları hariç diğerleri TÜFE'nin altında kalmıştır.



Grafik 5. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 4 Yıllık Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

Son 2 yıllık inceleme dönemi'nde:

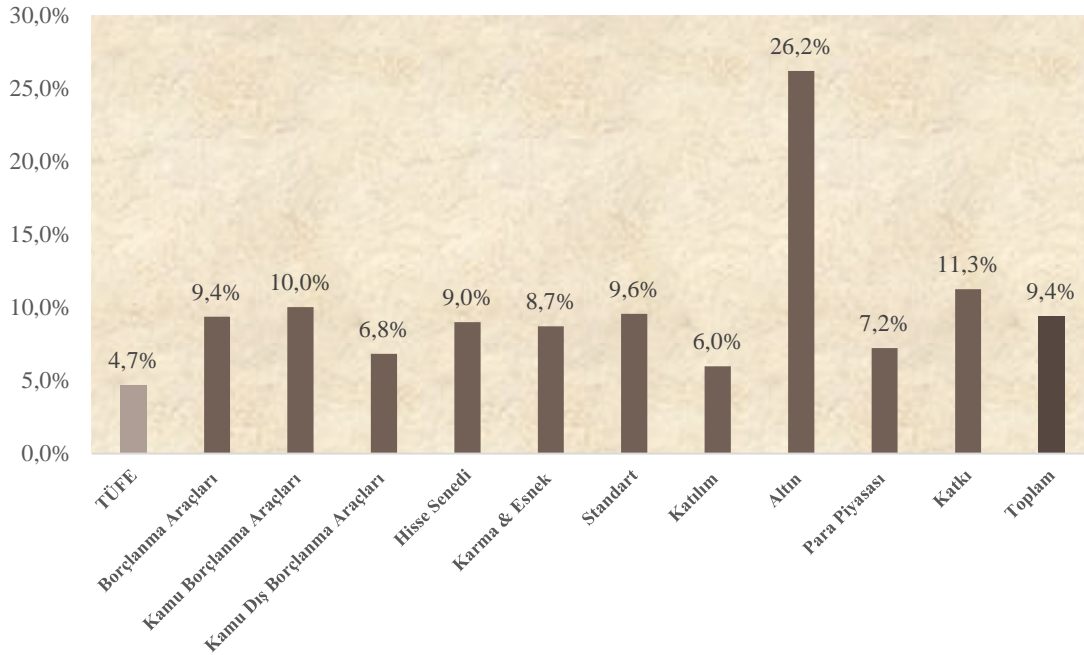
- Hisse senedi emeklilik yatırım fonları dışındaki tüm kategoriler TÜFE'nin üzerinde getiri sağlamıştır.
- **En yüksek getiri kamu dış borçlanma araçları ve altın fonları kategorisinde sağlanmıştır.**
- **Katkı fonları %20'lik getiri ile TÜFE'nin 4 puan üzerinde kazanç elde etmiştir.**



Grafik 6. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 2 Yıllık Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

Son 9 aylık inceleme dönemi'nde:

- 2016 yılının ilk 9 ayında tüm kategoriler TÜFE'nin üzerinde getiri sağlamıştır.
- **Altın fonlarının getirisi %26,2 ile TÜFE'nin (21 puan) oldukça üzerinde getiri sağlamıştır.**
- **Hisse senedi ve karma & esnek fonlar TÜFE'nin yaklaşık iki katı getiriler sağlayan kategoriler olarak öne çıkmıştır.**
- **Katkı fonları %11,3 getiri elde ederek TÜFE'nin yaklaşık 7 puan üzerinde reel getiri sağlamıştır.**



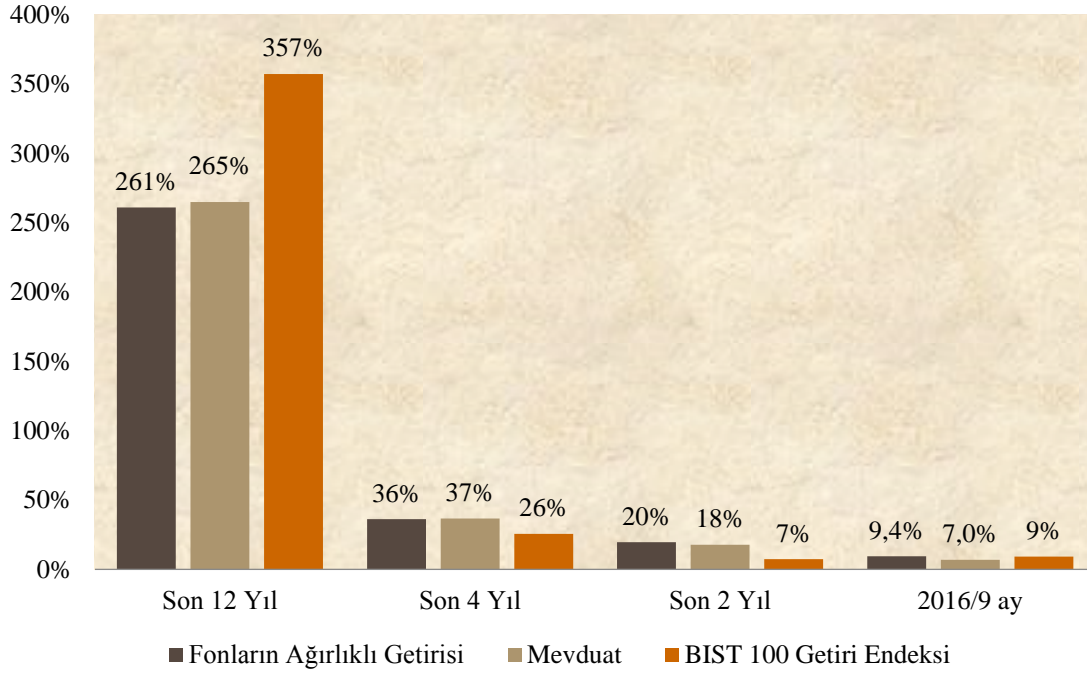
Grafik 7. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 9 Aylık Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

2.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Alternatif Yatırım Araçlarıyla Karşılaştırılması

Performans analizinin alternatif yatırım araçlarıyla kıyaslanması bölümünde, fon getirileri mevduat faiz oranları ve BIST 100 Getiri Endeksi karşılaştırılmıştır. Mevduat faizi olarak TCMB Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları stopaj oranından arındırılarak kullanılmıştır.

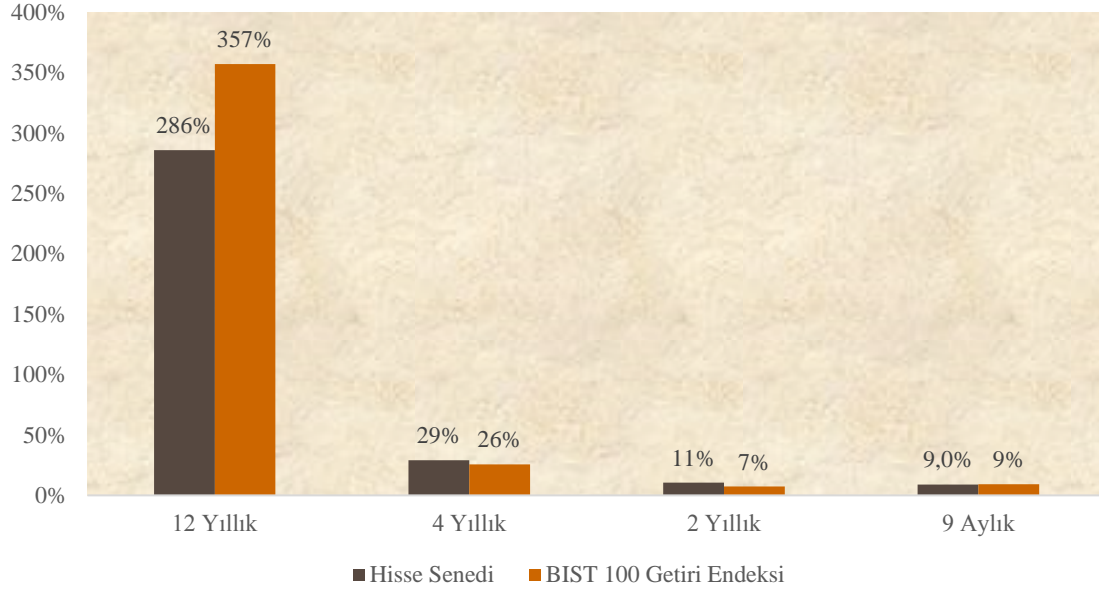
- **Fonların performansı mevduat faiz oranı ile karşılaştırıldığında son 2 yıllık ve 2016 9 aylık dönemlerde getirilerin bu yatırım aracının getirisinin üzerinde olduğu görülmektedir. Son 4 yıla bakıldığında, fonlardan elde edilen getiri mevduat getirisine eşit bulunmuştur.**

- 2016 yılının ilk 9 ayında, fonlar katılımcısına mevduatın 2,4 puan üzerinde getiri sağlamıştır.



Grafik 8. BES Fonlarının Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin Alternatif Yatırım Araçları ile Karşılaştırılması

- Fon getirileri BIST 100 Getiri Endeksi ile karşılaştırıldığında son 4 yıllık dönemde 10 puan üzerinde getiriler mevcuttur. Son 2 yıllık dönemde ise fonların BIST 100 Getiri Endeksi'nden 13 puan daha fazla kazandığını görmekteyiz.
- Emeklilik fonlarında hisse senetlerinin payı son 12 yılda ortalama % 12 civarındadır. Eylül 2016 itibariyle de oran aynı kalmıştır. Portföy içeriğinde bu denli az hisse senedi olan fonları BIST 100 Getiri Endeksi ile kıyaslarken daha temkinli yaklaşmak gerekir ve burada ek bir analiz yapmak daha doğrudur. Aşağıdaki grafikte portföy içeriğinde minimum % 80 hisse senedi barındıran hisse emeklilik fonları ile hisse senetlerini temsil eden BIST 100 Getiri Endeksi'nin getirileri karşılaştırılmıştır.



Grafik 9. Hisse Emeklilik Fonlarının Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin BIST-100 Getiri Endeksiyle Karşılaştırılması

Son 4 yıl ve 2 yıla bakıldığında, hisse emeklilik fonları BIST 100 Getiri Endeksi'nden sırasıyla 3 ve 4 puan yüksek getiri sağlamıştır. Son 9 aylık incelemede endekse eşit getiri söz konusudur.

2.3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

BES fonlarının karşılaştırma ölçütleriyle yapılan analizlerinde fonların ve ölçütlerin brüt getirileri kullanılmıştır. Analizde ilgili dönem için karşılaştırma ölçütü getirisi hesaplanabilen fonlar üzerinden inceleme yapılmıştır. Fonların performansı karşılaştırma ölçütleriyle değerlendirildiğinde, 2016 yılının ilk 9 aylık dönem incelendiğinde, getirilerin birbirine oldukça yakın olduğunu görmekteyiz.

Karşılaştırma ölçütünün getirisinin üzerinde getiri sağlayan fonların toplam fonlar içerisindeki payına (başarı oranı) baktığımızda, son 9 ayda % 65'lik bir başarı oranı mevcuttur.

Tablo 2. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 9 Aylık Ağırlıklandırılmış Brüt Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

Fon Kategorisi	Fonların Son 9 Aylık Getirisi	Karşılaştırma Ölçütlerinin Son 9 Aylık Getirisi	Fark
Toplam	10,8%	10,2%	0,6%
Hisse Senedi Fonları	9,9%	6,9%	3,0%
Katılım Fonları	8,2%	6,8%	1,3%
Para Piyasası Fonları	8,0%	7,3%	0,7%
Karma & Esnek Fonlar	10,4%	9,4%	1,0%
Standart Fonlar	11,0%	10,7%	0,4%
Katkı Fonları	11,6%	11,7%	-0,1%
Kıymetli Maden Fonları	27,1%	27,4%	-0,3%
Borçlanma Araçları Fonları	10,9%	10,7%	0,2%
Kamu Borçlanma Araçları Fonları	11,6%	11,4%	0,2%
Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları	8,2%	8,2%	-0,1%

- Karşılaştırma ölçütüne göre en farklı getiriye elde eden kategoriler hisse (%3'lük fark) ve katılım emeklilik (%1,3) fonlarıdır.



3. Makroekonomik Etkiler ve Emeklilik Fonlarına Yansımaları

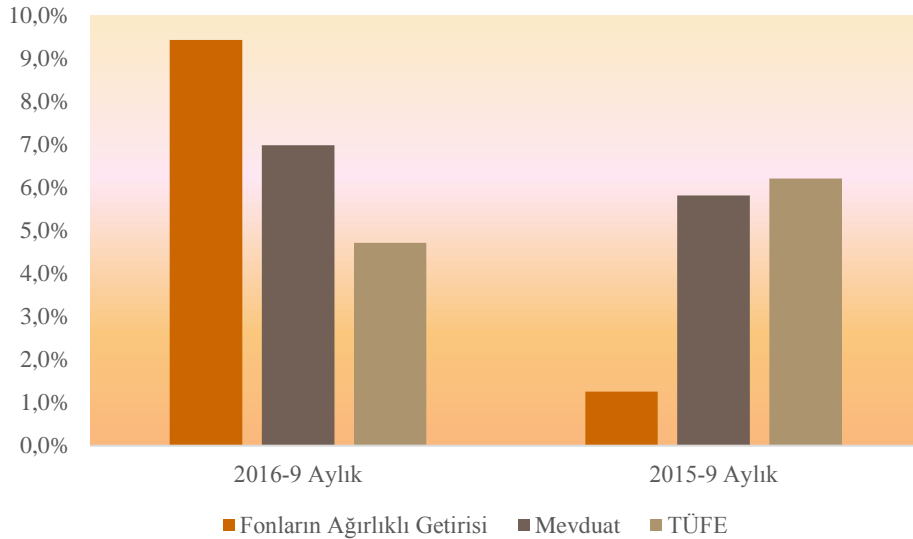
Geçtiğimiz sene BES, getirilerinin düşüklüğü nedeniyle birçok eleştiriye maruz kalmıştı. Raporun bu bölümünde, emeklilik fonlarının 2016'nın ilk 9 ayında performansının geçen seneye göre ne ölçüde farklılaştığı incelenmiştir. Aşağıda detayları verilen bu incelemede, emeklilik fonlarının 2015 yılının ilk 9 ayına göre bu senenin aynı döneminde daha yüksek bir performans sergiledikleri bulunmuştur. Bir önceki raporumuzda da özellikle vurguladığımız gibi, BES'e uzun vadeli bir yatırım ufku ile

bakmak gerekir. Aşağıdaki analizde de görüleceği üzere, kısa vadeli bakış açısı çok değişken bir resim görmeye neden olur, bu da birikimleri değerlendirirken katılımcılarda algı yansımalarına yol açar.

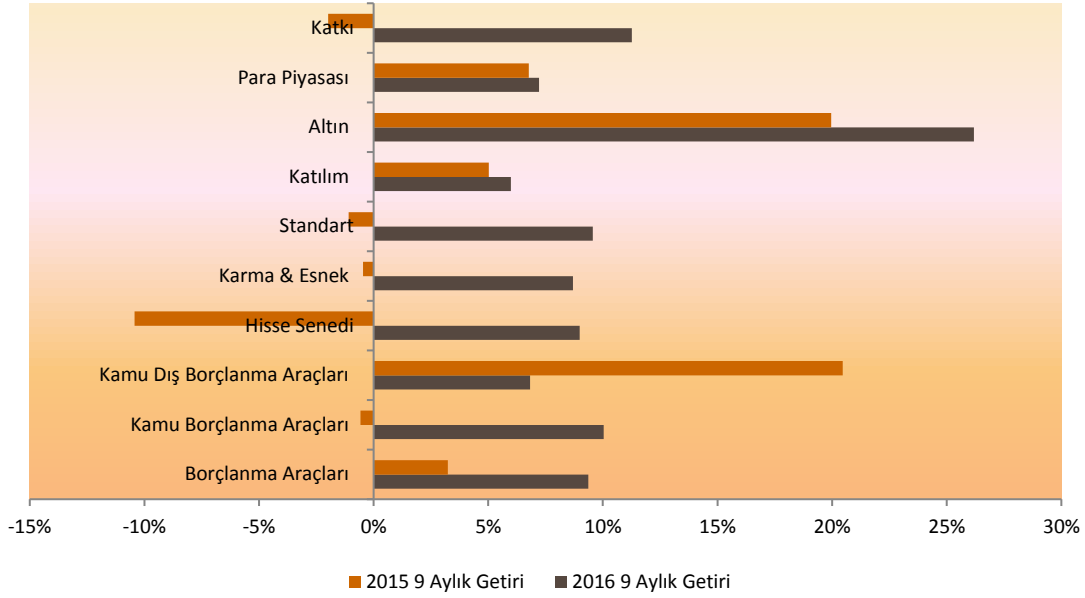
Kıyaslamanın yapıldığı ilk kısmın ardından, ikinci kısımda getirilerdeki değişimin önemli ölçüde etkilendiği makroekonomik unsurlar kısaca anlatılmaya çalışılmıştır. Portföy yönetiminde sistematik risk unsuru olarak dikkate alınan bu faktörler, aslında tüm fonları etkilemekte ve genel olarak yansımaları getirilerde bulmaktadır. Kısa vade ile BES'e bakmak, tüm bu faktörlerin birikimler üzerindeki etkisini daha keskin olarak görmemize neden olur.

3.1 Emeklilik Yatırım Fonlarının 2016/9 Aylık- 2015/9 Aylık Getirilerinin Kıyaslanması

- 2015 yılının ilk 9 ayında emeklilik fonları % 1,3 getiri sağlarken, 2016 yılının ilk dokuz ayında getiri % 9,4'e çıkmıştır. Dolayısıyla, geçen senenin aynı dönemine göre emeklilik fonları katılımcısına % 8,4 ek getiri sağlamıştır.
- 2015 ilk 9 ayda fonların getirileri TÜFE'nin yaklaşık 5 puan altında iken, bu sene getiriler aynı dönemde TÜFE'nin yaklaşık 5 puan üzerindedir.
- 2015 ilk 9 ayda fonların getirileri mevduatın yaklaşık 4,5 puan altında iken, bu sene getiriler aynı dönemde mevduatın yaklaşık 2,5 puan üzerindedir.



Grafik 11. BES Fonlarının 2015/9 Aylık – 2016/9 Aylık Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin Kıyaslanması



Grafik 12. BES Fonlarının Kategori Bazında 2015/9 Aylık – 2016/9 Aylık Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin Kıyaslanması

- Kamu dış borçlanma emeklilik fonları dışında tüm kategorilerde 2015 9 aylığa göre, bu sene aynı dönemde daha yüksek getiriler söz konusudur. En yüksek getiri farkı hisse fonlarındadır. Katılımcısına geçen sene % 10 kaybettiren hisse emeklilik fonları, bu sene aynı dönemde % 9 kazandırmıştır.
- Geçen sene katılımcısına % 2 kaybettiren eleştirilere konu olan katkı emeklilik fonları, bu sene aynı dönemde % 11,3 kazandırmıştır.
- Hisse ve katkı fonları ile benzer şekilde karma ve esnek emeklilik fonları da geçen sene negatif getiriler yazarken, bu sene ilk 9 ayda katılımcısına % 8,7 kazandırmıştır.
- İlgili dönemlerde para piyasası ve katılım emeklilik fonları daha stabil görünüm sergilemektedir.

3.2 Emeklilik Fonlarının Getirilerini Etkileyen Temel Makroekonomik Unsurlar

Her ne kadar ekonomik gelişmelerin yatırımlar üzerindeki etkisi muhtelif ve karmaşık olsa da, yatırımcılar ve BES katılımcıları için üç temel ekonomik faktör en ön sırada yer almaktadır: **büyüme, enflasyon ve para politikası**. Raporun bu bölümünde bu üç faktörün birbirleriyle etkileşimi ve BES katılımcısı için neden önemli oldukları kısaca açıklanmaya çalışılacaktır.



Grafik 13: Temel Ekonomik Faktörler

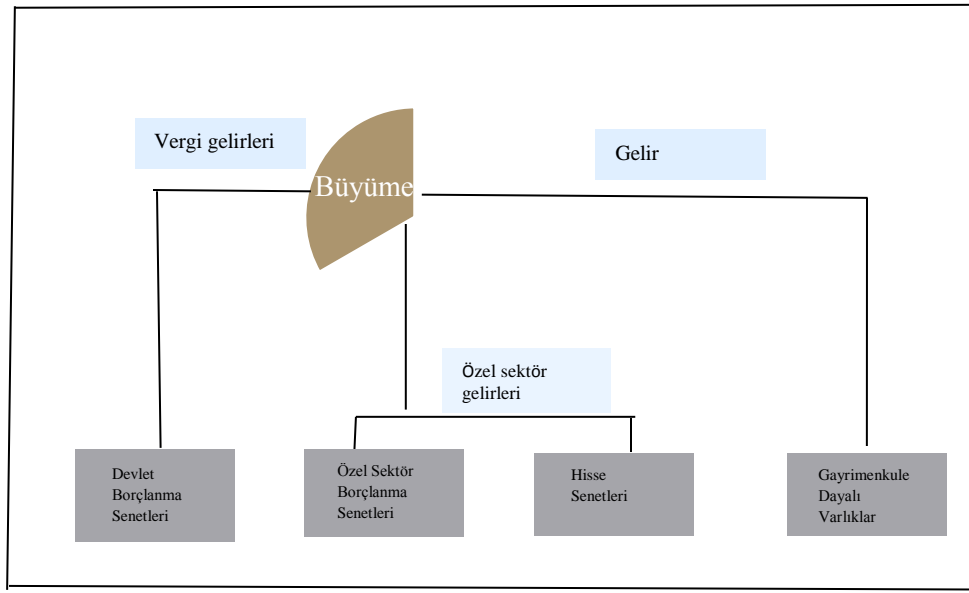
Ekonominin büyüme hızı, tüketici fiyatlarındaki artış ve merkez bankasının para politikası yatırımları birebir etkileyen faktörlerdir. Tüm bu faktörler birbirleriyle de etkileşim halindedir. Merkez bankası enflasyon hedefini tutturabilmek için para politikasını kullanır, para politikası faiz oranlarını etkiler ve faiz oranları da büyümeyi kısıtlar veya artırır. Büyüme oranının ise enflasyonu azaltıcı veya arttırıcı etkisi vardır. Tüm bu etkileri anlamak, BES katılımcısının birikimlerinin getirisini ve riskini anlamasına yardımcı olur.

Büyüme Oranı

Ekonominin büyüme oranı Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'daki (GSYİH) değişimle ölçülür. Ekonomik büyüme, varlık sınıflarındaki getiriyi önemli ölçüde etkiler. Varlık sınıflarını sabit gelirli menkul kıymetler (devlet borçlanma araçları ve özel sektör borçlanma araçları), hisse senetleri ve gayrimenkule dayalı varlıklar olarak temel dört gruba ayırabiliriz.

Özel sektörün gelirleri, büyük bir oranda ekonomik büyümeye bağlıdır. Çünkü gelirler arttıkça, kişilerin harcamaları da artar. Özel sektörün gelirlerinin artması, hem hisse senetleri üzerinde hem de özel sektörün borçlanma araçları üzerinde olumlu etki yapar. Gelir artışı, hisse senetlerinde kâr payının artışını beraberinde getirir. Borçlanma araçlarında ise, şirketin borcunu rahatlıkla ödemesini sağlar.

Gayrimenkule dayalı varlıklar, ekonomik büyüme hızlandığında yüksek getiri sağlar çünkü gayrimenkullere olan talep artar ve kira bedelleri yükselir.



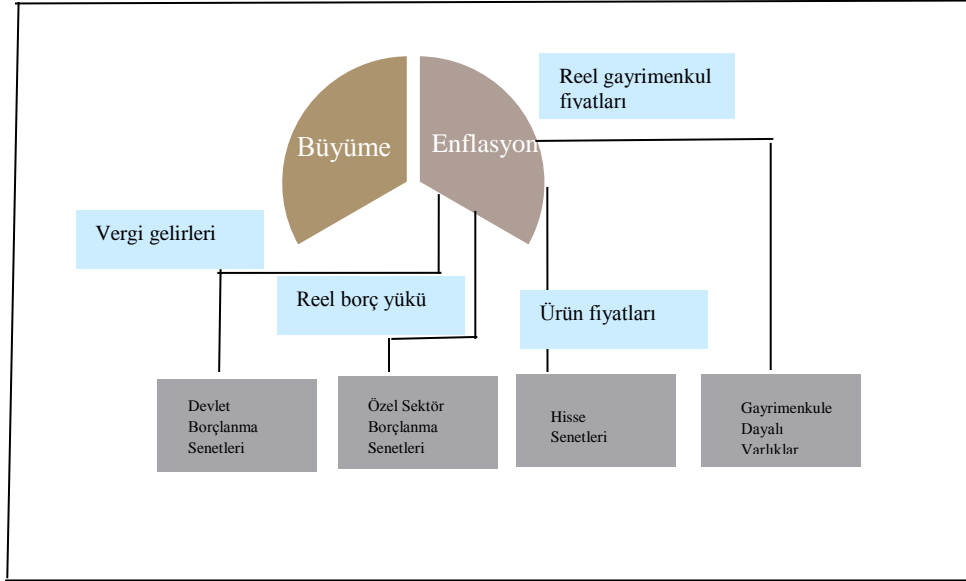
Grafik 14: Büyüme Oranı ve Varlıkların Getirisi

Büyümenin devlet borçlanma senetleri üzerindeki etkisi vergi gelirlerinin yükselmesiyle açıklanabilir. Vergi gelirleri yükseldiğinde devlet borçlarını daha rahat ödeyecektir. Ayrıca vergi gelirleri devletin borçlanma ihtiyacını da azaltacaktır. Bu da devletin daha az borçlanma aracı ihraç etmesi anlamına gelmektedir. Daha az ihraç, tahvil ve bonoların fiyatlarını yükseltir. Öte yandan, yüksek büyüme hızı daha yüksek faiz oranları anlamına gelir. Bu da borcun maliyetini artırır ve tahvil ve bonoların değerini düşürür. Pek çok ülkede, büyümenin hızlanması vergi etkisinden ziyade faiz oranı etkisiyle devlet borçlanma araçlarının değerlerinin düşmesine neden olmaktadır.

Enflasyon

Ürünlerin ve hizmetlerin fiyatlarındaki artış hızının temel göstergelerinden birisi “tüketici fiyat endeksi”dir. Tüketici fiyat endeksi, belli dönemler için seçili ürünlerden ve hizmetlerden oluşmuş bir sepetin fiyatındaki değişimleri gösterir.

Yüksek enflasyon ortamı ekonominin tüm kesimleri için istenmeyen bir durumdur, özellikle emekliler gibi sabit gelirli kesim için. Ülkede sürekli yüksek ve değişken bir enflasyon olması, özel sektörün planlama yapmasını zorlaştırır ve yatırım harcamalarının düşmesine neden olur. Bu da uzun-dönemli büyüme üzerinde olumsuz etki yaratır.



Grafik 15: Enflasyon ve Varlıkların Getirisi

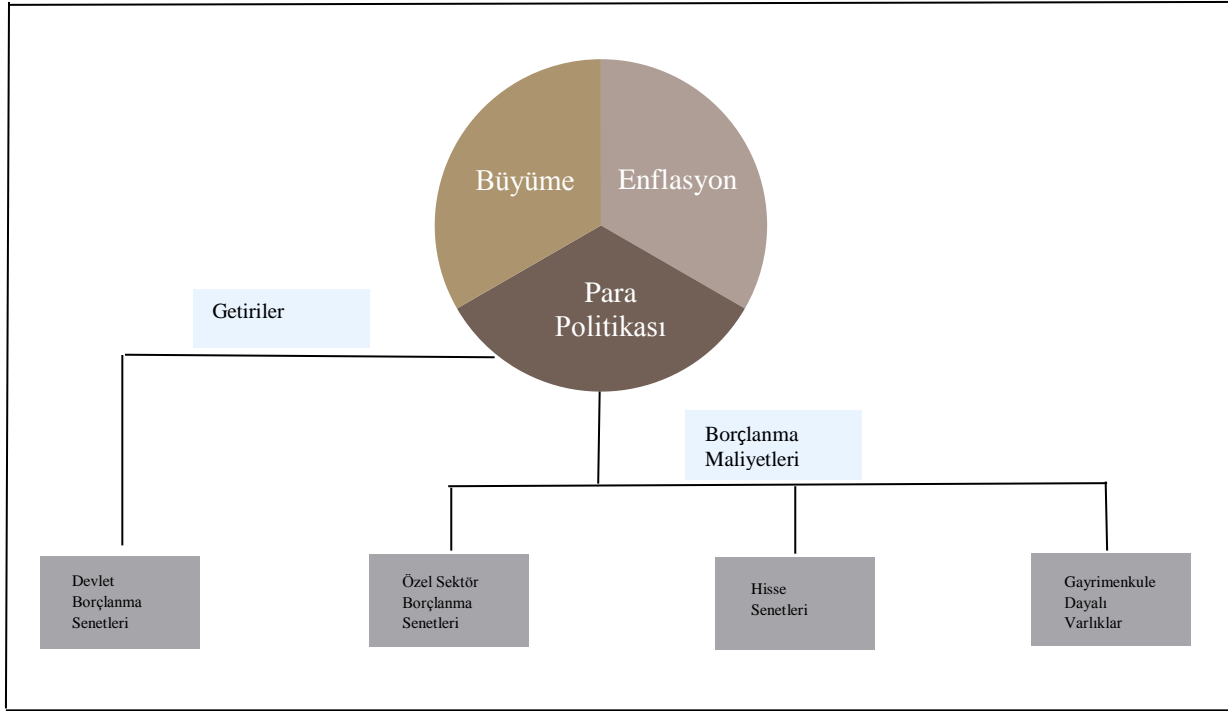
Ekonomide birikim yapan taraflar için enflasyon, alım gücünü düşürdüğü için hiç de istenen bir durum değildir. Ancak enflasyon, hisse senetleri ve gayrimenkule dayalı varlıklar için büyük bir tehdit kaynağı değildir. Şirketler, yükselen enflasyonla birlikte ürünlerinin ve/veya hizmetlerinin fiyatlarını arttırmakta, bu da onların gelirlerini yükseltmektedir. Dolayısıyla, yükselen enflasyonla birlikte hisse senetlerinin fiyatları da yükselecektir. Gayrimenkule dayalı varlıkların da değerleri en azından enflasyon kadar yükselir çünkü kiralar enflasyonu etkileyen faktörlerden biridir.

Devletin elde ettiği vergi gelirleri enflasyonla birlikte yükselir. Öte yandan, ters bir etki olarak, yükselen enflasyonla birlikte faiz oranları da artacak, bu da devletin borçlanma maliyetlerini yukarı çekecektir.

Özel kesimin enflasyona bağlı olarak gelirleri artacağı için özel sektör borçlanma araçlarının riskleri düşer. Gelirlerin borca görece artmasıyla birlikte, özel sektörün reel borç yükü azalır. Ancak, özel sektör borçlanma araçları devlet borçlanma araçlarının üzerine bir spread ile çıkartıldıkları için faiz oranları yükseldiğinde özel sektör tahvil ve bonolarının da faizleri yükselir.

Para politikası

Merkez bankaları faiz oranlarını ve büyüme ile enflasyon arasındaki ilişkiyi kullanarak politika hedeflerine ulaşmaya çalışır. Bu anlamda, merkez bankalarının temel aracı kısa-vadeli faiz oranlarıdır. Bu kısa-vadeli faiz oranı banka borçlanma maliyetlerinin temel belirleyicisidir. Piyasada tüm faiz oranları için temel teşkil eder; risksiz ve kısa vadeli olduğu için prensipte piyasadaki en düşük faiz oranı olması gerekir. Eğer merkez bankası faiz oranlarını yükseltirse, hane halkı ve şirketler için borçlanma maliyeti yükselir. Bu da kişileri ve kurumları daha fazla harcama yapmak için borçlanmaktan alıkoyar. Yüksek faiz oranları birikim yapmayı teşvik eder; yüksek birikim daha düşük harcama anlamına gelmektedir.



Grafik 16: Para Politikası ve Varlıkların Getirisi

Para politikasının varlık fiyatları üzerinde direkt etkisi vardır. Merkez bankasının belirlediği faiz oranı piyasadaki tüm faiz oranları için bir baz teşkil eder. Para politikasının izlenmesi beklenen yol, devlet borçlanma senetleri üzerinde doğrudan etki yapar. Özel sektör tahvilleri, hisse senetleri ve gayrimenkul dayalı varlıklar içinse, borçlanma maliyetleri üzerinde etki yaparak şirketlerin borçlarını ödemelerini ve kârlılıklarını etkiler.

Yukarıdaki satırlarda anlatılan üç temel ekonomik faktör dışında varlık getirilerini ve risklerini etkileyen başka faktörler de bulunmaktadır: Ekonomik döngüler, maliye politikaları, borçluluk, uluslararası ticaret vb. Ancak, tüm bu faktörlerin varlıklar üzerindeki etkisini bilmek ve sürekli takip etmek oldukça güçtür. BES katılımcıları için bilinmesi gereken büyümenin, enflasyonun ve para politikasının varlık fiyatlarını hem dolaylı hem de doğrudan etkilediğidir. Portföy yöneticileri özellikle bu faktörleri dikkate alarak yatırımlara yön vermekte, ekonomideki diğer etkileri gözden kaçırmadan birikimleri yönetmektedir.



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 (son 9 ay) analiz dönemleri olarak 12 yıl, 4 yıl ve 2 yıl alınmıştır. Fonlara genel olarak bakıldığında, 12 yıllık dönem için ortalama % 261 oranında bir ağırlıklı net getiri söz konusudur. Son 4 yılda % 36'lık bir getiri yaratılmışken, son 2 yılda bu getiri % 20 seviyesindedir. 2016 yılının başından itibaren 9 aylık getiri % 9,4 olarak gerçekleşmiştir.

Fon kategorileri bazında bakıldığında, son 12 yılda en yüksek getiri hisse senedi fonları kategorisinde sağlanmış iken, 4 yıllık dönemde kamu dış borçlanma araçları fonları ve 2 yıllık dönemde altın fonları öne çıkmaktadır. Son 9 aylık incelemede ise altın fonları en yüksek getiriyi sağlamıştır ve aynı dönemde ikinci en yüksek getiriyi sağlayan katkı fonları % 11,3'lük bir getiri elde etmiştir.

Fon getirilerinin enflasyon karşısındaki durumunun incelendiği bölümde, ilgili dönemler için getirilerin enflasyonun üzerinde olduğu tespit edilmiştir (son 4 yıllık dönemde enflasyona eşit bir getiri söz konusudur). 2016 Eylül sonu itibariyle fonların ağırlıklı ortalama net getirisi % 9,4 iken, TÜFE % 4,7 oranında gerçekleşmiştir. Fonlar ortalama olarak TÜFE'den % 4,7 daha yüksek getiri elde etmişlerdir.

Emeklilik fonlarının performansı mevduat faiz oranları ile karşılaştırıldığında, son iki yılda (2 puan) ve 2016 9 aylık dönemde mevduatın üzerinde bir getiri söz konusudur. 12 yıllık dönemde mevduatın 4 puan altında bir getiri söz konusu iken 4 yıllık dönemde bu fark 1,5 puana inmektedir. Son 9 aylık dönem için fonlar katılımcısına mevduatın 2,4 puan üzerinde getiri sağlamıştır.

Fon getirileri BIST 100 Getiri Endeksi ile karşılaştırıldığında son 12 yıllık dönemde 96 puan altında bir ortalama getiri söz konusudur. Son 4 yıllık dönemde ise endeksten 10 puan yüksek getiri mevcuttur. Son 2 yıllık dönemde ise fonların BIST 100 Getiri Endeksi'nden 13 puan daha fazla kazandığını görmekteyiz. Bu yılın ilk 9 ayında emeklilik fonları endeks kadar kazanç sağlamıştır. Emeklilik fonlarında hisse senetlerinin payı son 12 yılda ortalama % 12 civarındadır. Eylül 2016 itibariyle de oran aynı kalmıştır. Portföy içeriğinde bu denli az hisse senedi olan fonları BIST 100 Getiri Endeksi ile kıyaslarken daha temkinli yaklaşmak gerekir. Bu nedenle hisse emeklilik fonlarına özel bir analiz daha yapılmıştır. Bu analizin sonucunda ise 12 yıllık dönemde hisse fonlarının getirisi endeksin 71 puan altındadır. Son 4 yıl ve 2 yılda yaklaşık endeksin 5 puan üzerinde getiriler oluşmuştur. Son 9 ayda ise hisse emeklilik fonları endeks kadar kazanç sağlamıştır.

2016 yılı ilk 9 aylık dönemde karşılaştırma ölçütleriyle yapılan kıyaslamada ortalama fon getirisinin ölçüt getirisi ile aynı düzeyde olduğu görülmüştür. Karşılaştırma ölçütünün getirisinin üzerinde getiri sağlayan fonların toplam fonlar içerisindeki payına (başarı oranı) baktığımızda, fonların % 65'i karşılaştırma ölçütünden daha yüksek bir performans sergilemiştir.

Kategori bazında karşılaştırma ölçütleriyle kıyasladığımızda, karşılaştırma ölçütüne göre en yüksek getiri hisse fonlarında görülmektedir. İkinci sırada katılım fonları yer almaktadır.

Geçtiğimiz sene BES, getirilerinin düşüklüğü nedeniyle birçok eleştiriye maruz kalmıştır. Raporunda, emeklilik fonlarının 2016'nın ilk 9 ayında performansının geçen seneye göre ne ölçüde farklılaştığı incelenmiştir. Bu incelemede, emeklilik fonlarının 2015 yılının ilk 9 ayına göre bu senenin aynı döneminde daha yüksek bir performans sergiledikleri bulunmuştur. Bir önceki raporumuzda da özellikle vurguladığımız gibi, BES'e uzun vadeli bir yatırım ufku ile bakmak gerekir. Kısa vadeli bakış açısı çok değişken bir resim görmeye neden olur, bu da birikimleri değerlendirirken katılımcılarda algı yanlışlamasına yol açar.

2015 yılının ilk 9 ayında emeklilik fonları % 1,3 getiri sağlarken, 2016 yılının ilk dokuz ayında getiri % 9,4'e çıkmıştır. Dolayısıyla, geçen senenin aynı dönemine göre emeklilik fonları katılımcısına % 8,4 ek getiri sağlamıştır. 2015 ilk 9 ayda fonların getirileri TÜFE'nin yaklaşık 5 puan altında iken, bu sene getiriler aynı dönemde TÜFE'nin yaklaşık 5 puan üzerindedir. 2015 ilk 9 ayda fonların getirileri mevduatın yaklaşık 4,5 puan altında iken, bu sene getiriler aynı dönemde mevduatın yaklaşık 2,5 puan üzerindedir.

Kamu dış borçlanma emeklilik fonları dışında tüm kategorilerde 2015 9 aylığa göre, bu sene aynı dönemde daha yüksek getiriler söz konusudur. En yüksek getiri farkı hisse fonlarındadır. Katılımcısına geçen sene % 10 kaybettiren hisse emeklilik fonları, bu sene aynı dönemde % 9 kazandırmıştır. Geçen sene katılımcısına % 2 kaybettirerek eleştirilere konu olan katkı emeklilik fonları, bu sene aynı dönemde % 11,3 kazandırmıştır. Hisse ve katkı fonları ile benzer şekilde karma ve esnek emeklilik fonları da geçen sene negatif getiriler yazarken, bu sene ilk 9 ayda katılımcısına % 8,7 kazandırmıştır.

2013 yılında devlet katkısı reformu ile yakalanan yüksek büyüme oranının sürdürülebilir olması için temel unsurlardan biri katılımcıya sağlanan somut faydadır. Bu noktada faydanın daha da artması tek başına portföy yönetiminden ibaret değildir. Sistemin iç dinamiklerini ortaya çıkaracak makro ve mikro düzeyde iyileştirme ve geliştirmeler yapılması kaçınılmazdır. Katılımcıların varolan yapıda yer

alan unsurlardan (mevzuat, emeklilik şirketleri, Emeklilik Gözetim Merkezi, acentalar v.b.) en üst düzeyde yararlanmasını sağlayıcı iyileştirme faaliyetlerinin yapılması önceliklidir. Mikro düzeyde daha dinamik yatırım stratejileri uygulamak söz konusu iken makro düzeyde bağımsız danışmanlık mekanizmasına ilişkin düzenlemelerin yapılması ve BES'in yatırım ufkuna uygun yeni yatırım araçlarının geliştirilmesi gibi yeni unsurların sisteme dahil edilmesi kanımızca katılımcının somut faydasını artıracaktır.