

BES'lenmek mi BES'lemek mi? İşte bütün mesele bu!

“Emeklilik fonlarının performansı I: Enflasyon”



Akın ROTA, Partner
Corporate Finance
Arkan & Ergin
Member of JPA International

BES'lenmek mi BES'lemek mi? İşte bütün mesele bu!

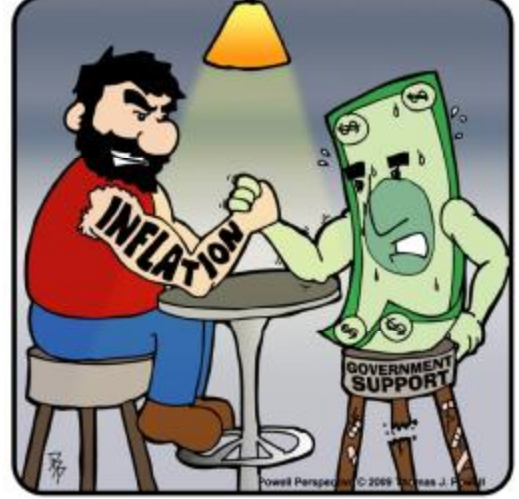
Emeklilik fonlarının performansı I: Enflasyon

Bu yazımızın konusu emeklilik fonlarının performansı olacak. Eğer bir BES katılımcısı iseniz emeklilik şirketiniz zaten size düzenli olarak fonlarınızın performansı ve diğer çeşitli yatırım araçlarının getirilerini bildiren ve karşılaştıran bilgilendirme notları gönderiyordur. Bunların yanısıra, çok fazla olmasa da, çeşitli kaynaklardan da karşılaştırma raporları elde etmek mümkündür. Bu yazımda bu karşılaştırma raporlarında gördüğüm eksik ve aksaklıkları inceleyeceğim.

Performans Kategorileri

Öncelikle emeklilik şirketlerinin performansları genelde 3 kategoride incelenmekte:

- 1. Enflasyon:** Yatırımın amacı varlıkların değerinin korunarak geleceğe, sonraki nesillere aktarılmasıdır. Enflasyon tüm kesimleri etkileyen bir ekonomik olgudur. Enflasyonun bir diğer özelliği ise "risk bağımsız" olmasıdır: Altına da yatırım yapsak tahvile de yapsak aynı oranda etkileniriz. Bu nedenle yatırımlarımızı enflasyondan koruyarak reel getiri sağlamak tartışmasız en öncelikli değerlendirme ölçütü olmalıdır. Enflasyon ölçütü olarak genelde TÜFE (Tüketici Fiyat endeksi) kullanılmaktadır.
- 2. Çeşitli yatırım araçlarının getirileri:** Başlıca yatırım araçları olarak BIST 100 endeksi, US\$, €, Altın, mevduat sayılabilir. Aşağıda değindiğim fonların kendi performans ölçütlerinin daha doğru olmasından dolayı bu kategoriyi incelemeyeceğim. Hisse yatırımını altın fiyatıyla karşılaştırmanın bir faydasını görmüyorum, eğer ki kuyumcu değilseniz.
- 3. Fonların kendi performans ölçütleri (Nispi getiri):** Bir fon yatırımlarını hangi oranda hangi yatırım araçlarına yapabileceğini önceden ilan eder; örneğin hisse senetlerine en az %60 en fazla %90 oranında, devlet tahviline de %10 - %40 arasında bir oran gibi. Ağırlıklı olarak hisse senedine yatırım yapan bu fonun performansı da buna uygun olarak değerlendirilmeli. Alınan hisse senedi riskini mevduat veya altın getirisiyle karşılaştırmak doğru değildir. Ancak tamamıyla da bir hisse senedi riski alınmamaktadır. Düzgün bir karşılaştırma yapılabilmesi için Fon kendi performans ölçütünü örneğin %75 BIST endeksi, %25 Devlet tahvili endeksi (ilgili KYD-BIST endeksleri) olarak belirler. Performans karşılaştırmasının da bu ölçüte göre yapılması en doğrusudur, çünkü alınan risk ve oranına göre karşılaştırma ölçütü belirlenmektedir. Aslında fon yöneticinizin ne kadar iyi olduğu, piyasadaki fazla mı az mı kazandırdığının en iyi göstergesi bu ölçüttür. Dezavantajı ise her fonun kendine özgün bir karşılaştırma ölçütünün olması nedeniyle birbirleri ile karşılaştırmak bu açıdan zordur.



Bir hatta büyük bir ihtimalle emeklilik şirketinizin göndermiş olduğu bültende fonlarınızın Nispi getiri olarak tabir edilen kendi performans ölçütleri ile karşılaştırmasına rastlamamış olabilirsiniz. İyimser bir düşünceyle sizi gereksiz bilgilerle boğmak istememiş olabilirler! Ama illa da bu bilgilerin peşine düşmek

isterseniz tüm fonların KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) da yayınlamak zorunda oldukları denetim raporlarında ve Performans Sunum raporlarında bu bilgiler, hem de yıllar itibariyle karşılaştırmalı olarak bulduklarını hatırlatalım. İleriki tabloları inceleyince bunun bilgilendirme eksikliğinin sebepleri konusunda bir ipucu elde edebiliriz.

Performans süreleri

Yatırımlar geleceğe yapılır ancak performans değerlendirilmeleri geçmişlerine bakılarak yapılır. Tüm yatırım fikirlerinde belirtildiği gibi, geçmiş performans geleceğin garantisi değildir. Ancak elinizde bir kristal küre bulunmuyorsa başka çareniz de yoktur. BES uzun, hatta çok uzun, bir yatırım ufku gerektirir. Bu nedenle ne kadar uzun bir dönemi inceleyebilirsek o kadar düzgün çıkarımlar yapabiliriz. Yani fonları 5 ve 10 yıllık bir geçmiş perspektifinde incelemek en doğrusudur. Ancak mevcut emeklilik fonlarının sadece %40'nın böyle bir geçmişi vardır. Devlet katkılı BES hayatımıza 2014 başında girmiştir. Bu tarihten itibaren fon sayısında bir artış olmuştur. Belki de fonların performansları da bu nedenle etkilenmiştir; Her ne kadar teorik olarak portföy yönetim becerisinin işin içine devlet katkısı girince değişmemesi gerekiyorsa da böyle bir etkinin olma olasılığı göz ardı etmemekte yarar vardır (bu da ayrıca bir araştırma konusu olabilir). İşte bu yüzden 3 yıllık performansı da incelemekte yarar vardır. (1 yıllık performans belki kısa vadeli fonlar için önemli olabilir ama kanımca BES için yanıltıcı olabileceği için değerlendirmeye almadık).

Fon yönetim ücretleri

Emeklilik fonlarının yönetilmesi nedeniyle toplam birikim üstünden belirli bir yönetim gideri kesilmektedir. Bu ücret fonlarınızın size ulaştırılması (dağıtım), profesyonelce yönetilmesi, saklanması, raporlanması vb. karşılığı ödediğiniz bir hizmet bedelidir. Devlet katkılarının yönetildiği "katkı" fonlarda bu rakam toplam yönetilen tutarın yıllık %0,35'idir. Diğer fonlarda bu yıllık %0,75 ile %2,25 arasında değişmekte ağırlıklı ortalaması da %1,58'dir. Doğal olarak yatırımcıyı ilgilendiren yönetim ücreti düşülmüş Net getiridir, fon bültenlerinde raporlananda zaten bu rakamdır.

Aşağıdaki tabloda Mart 2017 sonu itibariyle emeklilik fonlarının türlerine göre büyüklük ve büyüklük ağırlıklı ortalama yönetim ücretleri gösterilmekte.

Tanımlanan Fon Türü	Büyüklük	Oran	Fon Adedi	Yönetim Ücreti
Altın	2,032,915,770	3.1%	12	1.04%
Esnek - Dengeli	16,489,836,302	25.3%	72	2.04%
Esnek - Uluslararası	2,306,276,749	3.5%	11	1.77%
Hisse	3,449,651,517	5.3%	26	2.07%
Kamu Dış Borçlanma	5,495,338,991	8.4%	24	1.71%
Kamu İç Borçlanma	13,892,419,890	21.3%	26	1.76%
Katkı	8,153,421,554	12.5%	26	0.35%
Likit	6,918,173,491	10.6%	23	1.02%
ÖST	332,821,830	0.5%	3	1.87%
Standart	5,698,704,455	8.7%	27	1.86%
Özel grup fonları	420,910,921	0.6%	3	1.88%
Toplam	65,190,471,470	100.0%	253	1.58%

Birikimlerin ağırlığı, katkı fonlarla birlikte, %33.8 kamu iç borçlanmaya yönlendirilmiş durumda. Diğer fonlarda da belli bir oranda devlet tahvili olduğu düşünülürse, yatırım tercihlerimizde devlet tahvilinin yeri oldukça ağırlıklı olduğu gözüküyor. Bu Dünya'daki genel dağılımdan pek farklı değil; genelde devlet tahvili en büyük yatırım aracı olmaktadır. Profesyonel fon yöneticisinin ustalığını gösterebileceği esnek fonlarında %29 oranına ulaşması bence sevindirici, ancak fon yöneticilerin de yüksek yönetim ücreti (yıllık %2 civarı) engelini aşmaları gerekiyor

Vergi

Fonların vergi sonrası performansları karşılaştıralım ki önümüze gerçekçi bir tablo çıksın. Fon bültenlerinde ve diğer araştırmalarda göz ardı edilen nokta da tam bu vergi kısmıdır. Emeklilik fonlarındaki vergi gelirler üzerinden %5 oranındadır. Daha önce bu vergi toplam birikimler üstünden alınırken, hatadan dönülerek bu durum düzeltildi. Belki de BES'in 2014 yılına kadar doğru dürüst gelişmemesinin bir nedeninde bu yanlış vergilendirme mantığı olabilir. Vergilendirme kademeli olarak sistemde kalma süresine bağlı olarak azalıyor: erken ayrılmada %15 olan vergi oranı emeklilik hakkı kazananlar için %5'e iniyor. Biz sistemden emeklilik hakkı kazanmaya göre baktığımızdan vergi oranını %5 olarak hesaplayacağız.

Emeklilik Fonlarının Enflasyona göre performansları

Yukarıda değindiğim gibi vergi sonrası bir veri ve performans analizi yapan bir rapora ulaşamadığım için aşağıdaki analizi yapmak durumunda kaldım.

10 Yıllık Performans

Öncelikle 10 yıllık performansa baktığımızda katkı fonlarının yanısıra Altın ve ÖST (Özel Sektör tahvili) fonlarının o kadarlık bir geçmişlerinin olmadığı görülüyor. 10 yıllık verisi olan 99 adet fon vardır. Ağırlıklı ortalama 10 yıllık getiri Vergi Öncesi % 164.4, vergi sonrası % 156.1 oluşurken enflasyon da bu dönemde (Mart 2007-Mart 2017) %121.7 olmuş. Kısacası 10 yılda %15.52 reel getiri elde edilmiş. [Aradaki reel getiriyi %156.1- %121.7= % 34.4 olarak almak doğru değildir, reel getiri $\frac{(1+156.1\%)}{(1+121.7\%)}$ olarak hesaplanmalıdır.] Yıllık getirilere alışkın olduğumuzdan 10 yılda %15.52'lik bir getiri

yıllık ortalama %1.5 oranında bir reel getiriye denk gelmektedir $[(1 + 15.52\%)^{\frac{1}{10}}]$.

[Neden çıkarma işlemi değil de bölme işlemi yapıldığına kendinizi ikna etmek için şöyle bir hesap yapalım: Başlangıçta A malının 1 adedini 100 TL'ye alabiliyorduk. 10 sene sonra paramız % 156 artarak 256 TL olurken A malının fiyatıda 221.7 TL oldu. Şimdi kaç adet A alabiliriz? İş hayatının önemli bir kısmını hiper enflasyonist ortamda yaşamış olanların ne yazık ki yaşayarak öğrendikleri bir hesaptır.] Aşağıdaki tabloda analiz fon türlerine göre gösterilmektedir. Ortalama yıllık reel getiriler en sol sütunda gösterilmiştir

Tanımlanan Fon Türü	10Yıl			
	Fon sayısı	Vergi Öncesi	Vergi Sonrası	
		Net getiri	Net getiri	Ortalama Yıllık reel getiri
Altın	0	-	-	-
Esnek - Dengeli	23	148.7%	141.2%	0.8%
Esnek - Uluslararası	9	230.3%	218.7%	3.7%
Hisse	14	134.5%	127.8%	0.3%
Kamu Dış Borçlanma	17	262.7%	249.6%	4.7%
Kamu İç Borçlanma	16	148.1%	140.7%	0.8%
Katkı	0	-	-	-
Likit	15	139.4%	132.5%	0.5%
ÖST	0	-	-	-
Standart	4	137.9%	131.0%	0.4%
Özel grup Fonları	1	201.2%	191.1%	2.8%
Toplam	99	164.4%	156.1%	1.5%

Enflasyon Oranı

121.7%

Not: Getiri bilgisi elde edilmiş fonların sayıdır, tüm fonları kapsamamaktadır

Tüm fon türlerinin pozitif reel getiri sağlamış olmaları son derece güzel bir haber. 30 yıl böyle bir performans gösterilse, devletin %25'lik katkısıyla beraber, emeklilikte birikimlerimiz enflasyonun üstünde %80 fazla olacak!

Yukarıdaki rakamların ağırlıklı ortalama olduklarını unutmamak lazım. 99 adet fonun 89'unun pozitif reel getiri sağlamış olmaları ayrıca belirtmeli.

Uzun vadede reel getirisinin sıfır olması beklenen devlet tahvili yatırımlarının bile artı reel getiri sağlamış olmaları da ayrıca kutlanması gerek.

Bu tablonun kötü tarafı ise en yüksek reel getirilerin Esnek – Uluslararası ve Kamu Dış borçlanma fon türlerinde elde edilmiş olmaları. Her iki fon türü de döviz türü varlıklara (Türkiye dış veya yabancı ülke borç enstrümanları yabancı hisse senetleri vb.) yatırım yaparlar. Bir ülke için en cazip yatırım fırsatlarının yabancı para cinsinden yakalanmış olması ekonomi için ciddi soru işaretleri uyandırıyor.

Kayda değer bir diğer noktada hisse fonlarının en düşük (%0.3) oranında reel getiri sağlamış olmaları. En yüksek risk sınıfında olan hisse fonlarının en düşük reel getiriyi sağlamış olmaları ise üstünde düşünülmesi gereken ayrı bir nokta.

5 Yıllık Performans

10 yıllık periyoda benzer şekilde katkı, Altın ve ÖST fonlarının henüz ortaya çıkmadıkları bir dönem. Ağırlıklı ortalama 5 yıllık net getiri %54.5, enflasyon %49.7, sonucunda 5 yılda %3.2 net reel getiri elde edilmiş. Ortalama yıllık getiri ise %0.6.

Tanımlanan Fon Türü	5Yıl			
	Fon sayısı	Vergi Öncesi	Vergi Sonrası	
		Net getiri	Net getiri	Ortalama Yıllık reel getiri
Altın	0	-	-	-
Esnek - Dengeli	49	47.8%	45.4%	-0.6%
Esnek - Uluslararası	10	137.9%	131.0%	9.1%
Hisse	22	59.6%	56.6%	0.9%
Kamu Dış Borçlanma	23	116.2%	110.4%	7.0%
Kamu İç Borçlanma	25	39.1%	37.1%	-1.7%
Katkı	0	-	-	-
Likit	20	47.6%	45.2%	-0.6%
ÖST	0	-	-	-
Standart	9	37.4%	35.5%	-2.0%
Özel grup Fonları	3	126.7%	120.3%	8.0%
Toplam	161	57.4%	54.5%	0.6%

Enflasyon Oranı

49.7%

Veri Kaynağı: Rasyonet, TÜİK

10 yıllık tablonun aksine 3 fon tipi negatif reel getiri sağlamış: Esnek-Dengeli, Kamu iç borçlanma ve standart. Bu tür fon sayısının 5 yılda diğerlerine göre daha fazla artmış olmasının bir etkisi olup olmadığı da ayrı bir araştırma konusu olabilir.

Bu dönemde pozitif reel getiri sağlayan fon adedinin sadece 75 (%46.6) olması büyük fonların ortalamayı yukarı çekmiş olmaları şeklinde yorumlanabilir

Genele baktığımızda fonlar ilk 5 yıllık performanslarının gölgesinde kalmış olsalar bile, pozitif getirilerinin bir kısmını koruyabilmişler.

3 Yıllık Performans

3 yıllık dönem devlet katkısının başladığı tarihleri kapsamından önemli. Bu dönemde fon sayısı 161'den 233'e çıkıyor. Standart fon sayısındaki artışın nedeni devlet katkısının başlamasıyla herhangi bir fon tercihi yapmayanların birikimlerinin otomatik olarak Standart fona yatırılmasından kaynaklanıyor. Burada dikkatimi çeken Altın fon sayısındaki artışa karşı en iyi reel getiriyi sağlayan Esnek-Uluslararası ve Kamu Dış Borçlanma fon sayısının artmaması oldu. Geçmiş performansın gelecek performansa işaret etmediğinin bir göstergesi mi acaba?

Tanımlanan Fon Türü	3Yıl			
	Fon sayısı	Vergi Öncesi	Vergi Sonrası	
		Net getiri	Net getiri	Ortalama Yıllık reel getiri
Altın	11	53.3%	50.7%	5.4%
Esnek - Dengeli	61	29.7%	28.2%	-0.1%
Esnek - Uluslararası	10	78.8%	74.9%	10.8%
Hisse	25	37.6%	35.7%	1.8%
Kamu Dış Borçlanma	24	67.8%	64.4%	8.5%
Kamu İç Borçlanma	26	25.4%	24.1%	-1.2%
Katkı	25	29.4%	27.9%	-0.2%
Likit	23	30.8%	29.2%	0.1%
ÖST	2	32.0%	30.4%	0.4%
Standart	23	25.4%	24.1%	-1.2%
Özel Fonlar	3	80.2%	76.2%	11.0%
Toplam	233	35.0%	33.3%	1.2%

Enflasyon Oranı

28.7%

Veri Kaynağı: Rasyonet, TÜİK

Bu dönemde 233 fondan 151'i (%64.8) pozitif reel getiri sağlayarak son 2 senede performanslarının yükseltmişler

Reel getiri sağlayan fon sayılarını gösteren tablo aşağıda verilmiştir

Pozitif reel getiri sağlayan fon sayıları	3 Yıl	5 Yıl	10 Yıl
Net reel getiri	151	75	89
Toplam Fon Sayısı	233	161	99
Reel getiri sağlayan fon oranı	65%	47%	90%

Sonuç

Emeklilik fonlarının uzun vadede enflasyona karşı reel getiri sağlamış olmaları son derece cesaret verici bir durum. BES sisteminin başarısı için en önemli kriter sağlanmış gözüküyor. Unutulmaması gereken bir noktada fonların performansı içerdikleri dayanak menkul kıymetlerin performansına bağlıdır; Altın fiyatları düşerken eğer değeri artmış bir altın fonu görürseniz bir siyah kuğu ile karşı karşıyasınız demektir.



Ancak birtakım uyarı ve tehlikeleri göz ardı etmemekte fayda var:

1. Devlet katkısının başlamasıyla önem kazanmış olan Katkı ve Standart fonların performansı dikkatle takip edilmeli. Şu anda %21.5 ağırlığı olan bu fonlar ileride daha fazla pay alacaklarından ve son zamanlarda negatif reel getiri sağlamış olduklarından dolayı tüm BES sistemini olumsuz olarak etkilemesi muhtemeldir.
2. Yüksek reel getirinin yabancı para cinsi yatırımlardan sağlanıyor olması tedirgin edici.
3. Portföy yöneticisinin performansını en iyi ortaya koyabileceği fon çeşitleri olan Hisse ve Esnek fonların tartışmalı performansları söz konusu. Esnek fonlarda bir performans düşüşü k fiyatlmasına bağlı olan hisse fonlarda ise son yıllarda bir performans artışı gözlemleniyor.