

Nisan 2016

EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI PERFORMANS RAPORU

Ludens İleri Finansal Hizmetler ve
Danışmanlık Ltd. Şti.

EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI 2016 NİSAN AYI İTİBARIYLA PERFORMANS RAPORU

İçindekiler

| | |
|---|----|
| SUNUŞ | 2 |
| 1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin Makro Görünüşü | 3 |
| 2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Analizi | 4 |
| 2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması | 4 |
| 2.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Alternatif Yatırım Araçlarıyla Karşılaştırılması | 9 |
| 2.3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması | 11 |
| 3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performanslarının Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Fonlarıyla Karşılaştırılması | 14 |
| Sonuç | 15 |

SUNUŞ

Bireysel emeklilik sistemi (BES), 2013 yılından itibaren getirilen düzenlemeler ve teşviklerle hızlı bir büyüme sürecine girmiştir. 2016 yılının Nisan ayına geldiğimizde, geçtiğimiz 3 yılda atılan bu adımların olumlu sonuçlarını görmeye başlamış bulunuyoruz. 2015 yılı ikinci çeyrek itibariyle, hane halkının toplam finansal varlıkları içerisinde emeklilik fonları üçüncü sırada yer almıştır. 2012 yılı sonunda % 1,4 düzeyinde olan emeklilik fonları portföy büyüklüğünün gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı, 2015 yılı sonunda % 2,5'e yükselmiştir. Ülkemiz için yurtiçi tasarrufları artırma ve ülke ekonomisini iyileştirme konusunda atılan önemli adımlardan olan BES, yüksek cari açık ve bunun dış finansmana bağımlılığı artırıcı etkisini azaltılma noktasında büyük önem arz etmektedir. Hızla yaşlanan bir nüfusa sahip olan ülkemizde, emeklilerin daha refah bir hayat yaşayabilmesi için şu anki mevcut sosyal güvenlik sistemimizin yeterli olmadığı bilinen bir gerçektir. Bu noktada BES, çalışanlar için tamamlayıcı bir sistem olarak ekonomimizde yerini almıştır.

Çalışanların emeklilik döneminde refah düzeylerini arttırmayı amaçlayan BES'in, emekli olarak ayrılan kişilerin emeklilik gelirlerine anlamlı bir katkı sağlaması beklenmektedir. Bu beklenti, küçük birikimlerin verimli ve sağlıklı biçimde değerlendirilmesiyle gerçekleşecektir. BES katılımcılarının birikimlerinin değerlendirildiği emeklilik fonlarının performansları bu noktada anlam kazanmaktadır.

Bu raporun¹ odak noktası, emeklilik fonlarının performanslarıdır. Bu çerçevede raporda belirli dönemler için fon performanslarını farklı kriterlere göre kıyaslayan analizler yer almaktadır. Analizlerde, emeklilik fonlarının enflasyona kıyasla getirisi, alternatif yatırım araçları karşısındaki durumu ve karşılaştırma ölçütleri incelenmiştir.

Ülkemizde BES'in performansı yazınında konuyu genel olarak inceleyen, geniş kapsamlı ve periyodik çalışmalar bulunmamaktadır. BES katılımcıları sistemin gidişatı ile ilgili yeterli, düzenli ve kapsamlı bir bilgilendirmeye ulaşamamaktadır. Bu anlamda raporumuzun, katılımcılar için sistemle ilgili doğru bilgilendirme yapması ve şeffaflığı artırıcı bir rol üstlenmesi beklenmektedir. Tarafsız ve bağımsız bir kuruluş olarak sunduğumuz bu raporun ilgili taraflar için faydalı olmasını temenni ederiz.

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.

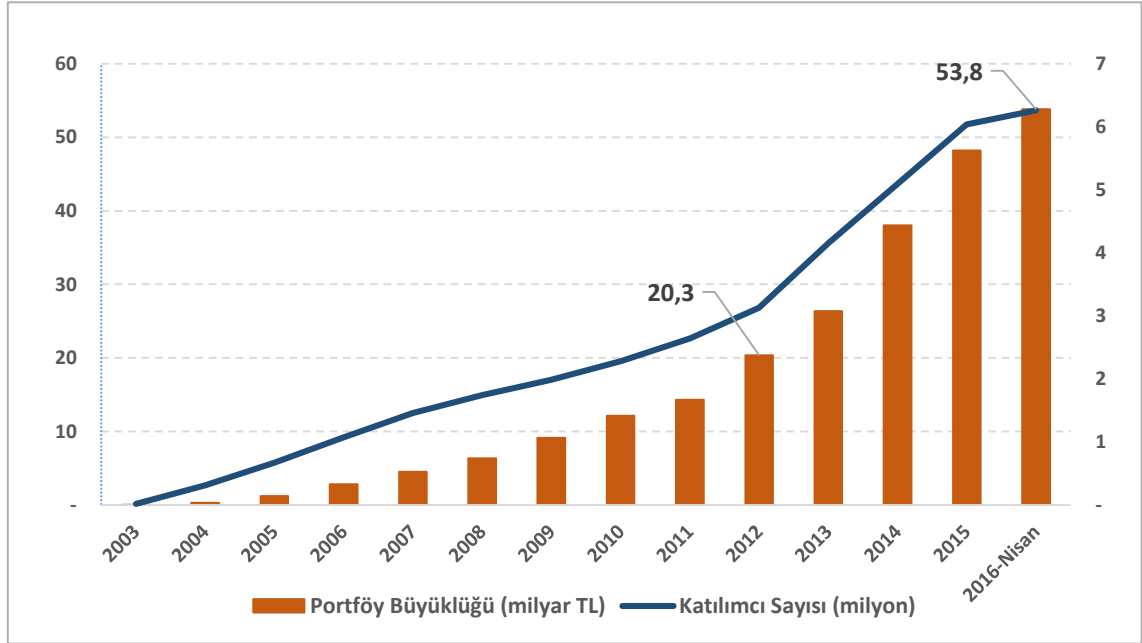
1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin Makro Görünüşü

2003 yılında kurulduğundan bu yana hızla büyüyen bireysel emeklilik sistemi (BES), ülkemiz için yurtiçi tasarrufları artırma ve ülke ekonomisini iyileştirme misyonunu üstlenmiştir. Düşük tasarruf oranları, ülkemizin cari açığını ve dış finansmana bağımlılığını arttırıcı bir etkidir. Bu bağlamda, bireylerin emeklilik sistemine yönlendirilmesi ülke ekonomisi için büyük önem arz etmektedir. **Kurulduğu yıl yaklaşık 15 bin katılımcı sayısına sahip olan sistemin, 2016 Nisan ayı itibariyle toplam 6,26 milyon katılımcısı bulunmaktadır.**

| | 2016 Nisan Sonu İtibariyle |
|--------------------------|----------------------------|
| Katılımcı Adedi | 6.263.693 |
| BES Fon Büyüklüğü (TL) | 53.798.330.120 |
| Emeklilik Şirketi Sayısı | 18 |

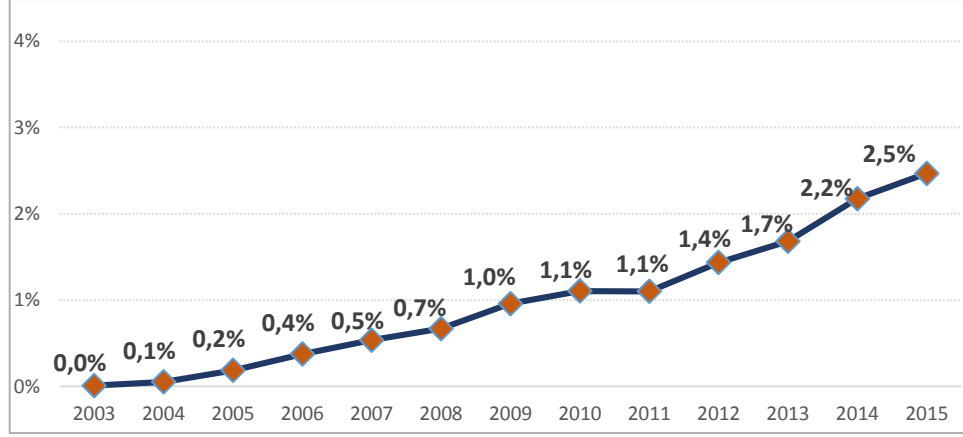
2016 yılının Nisan ayı sonu itibariyle yılbaşına göre sistemdeki net katılımcı artışı 224.393 kişidir. Böylelikle net katılımcı artış oranı % 3,7 olmuştur.

BES fonlarının toplam portföy büyüklüğü 2016 Nisan sonu itibariyle 53,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu değer, 2015 yılı sonundaki portföy büyüklüğünün % 11,6 üzerindedir. 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/Nisan)

Bireysel emeklilik sisteminin gelişiminin bir ölçüsü olan emeklilik fonlarının portföy büyüklüğünün GSYİH'ye oranı ülkemizde 2015 sonu itibariyle % 2,5 düzeyinde gerçekleşmiştir.



Grafik 2. Emeklilik Fonlarının Portföy Büyüklüğünün GSYİH'ye Oranı (2003-2015)

Hane halkının toplam finansal varlıkları içinde emeklilik fonlarının değerine en son açıklanan veri özelinde baktığımızda (2015 II. çeyrek), **para ile mevduat ve hisse senetlerinden sonra, emeklilik fonlarının üçüncü sırada** yer aldığını görmekteyiz.

| | | 2015 II. Çeyrek İtibariyle (Bin TL) |
|---|--|--|
| 1 | Para ve Mevduat | 743.835.583 |
| 2 | Hisse Senetleri ve Özkaynak | 85.142.040 |
| 3 | Emeklilik Fonları Rezervlerindeki Net Sermaye | 42.353.194 |

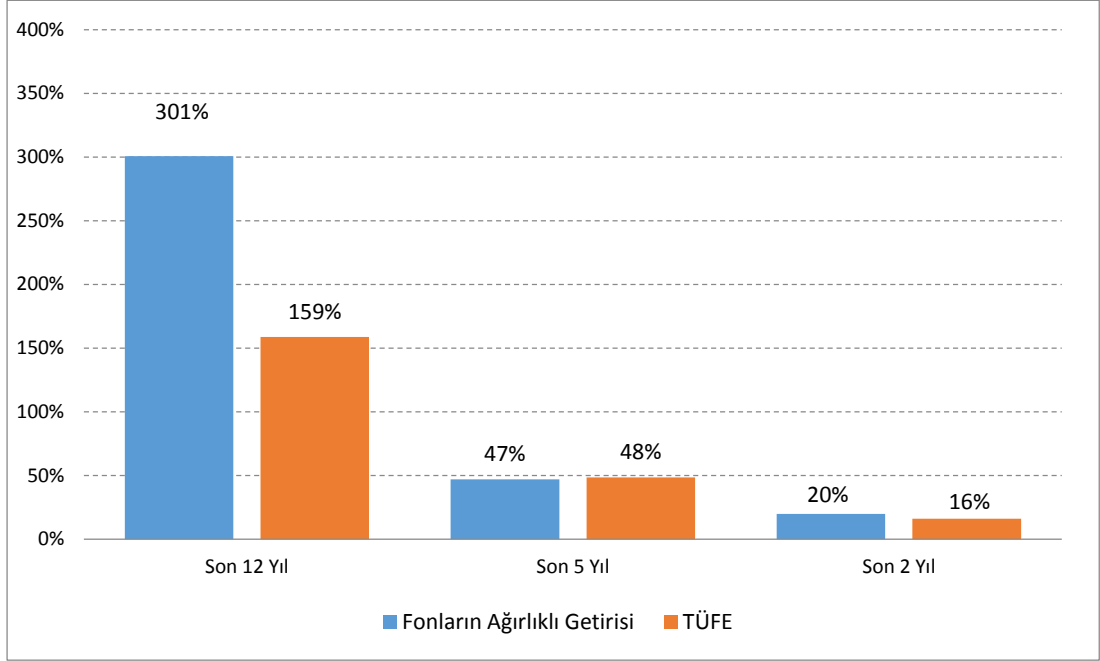
2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Analizi

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, 5 yılı, 2 yılı ve son 4 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.

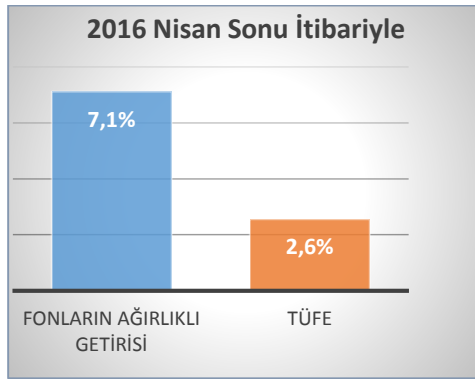
2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

Performans analizinin getirilerin TÜFE ile karşılaştırılması kısmında, uzun ve kısa vadeli getiriler incelenerek aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir (Grafik 5):

- Son 12 yıllık dönem için (Nisan 2004 – Nisan 2016) emeklilik fonlarının getirilerine bakıldığında, ortalama olarak TÜFE'nin oldukça üzerinde getiri elde edildiği tespit edilmiştir (yaklaşık iki katı).
- Son 5 yıllık dönemde TÜFE ile hemen hemen aynı düzeyde bir getiri söz konusudur.
- Son 2 yılda ise getiriler TÜFE'nin 4 puan üzerindedir.

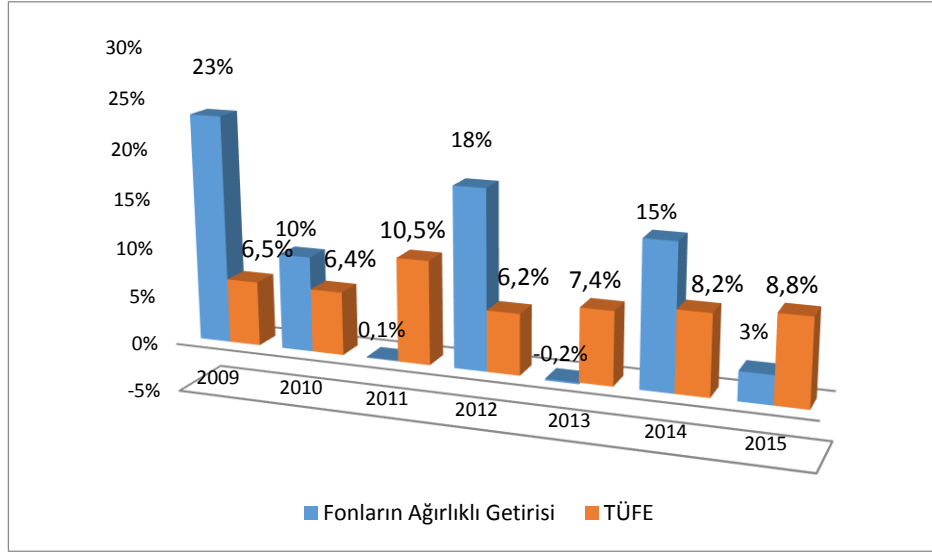


Grafik 3. BES Fonlarının Birikimli Ağırlıklı Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması



- 2016 Nisan sonu itibariyle fonların ağırlıklı ortalama net getirisi % 7,1 iken, TÜFE % 2,6 oranında gerçekleşmiştir. Fonlar ortalama olarak TÜFE'den % 4,5 daha yüksek getiri elde etmişlerdir.

Yıllar itibariyle son yedi yıla bakıldığında 2009, 2010, 2012 ve 2014'te fonların TÜFE'den daha yüksek bir performans sergilediği görülmektedir. 2011, 2013 ve 2015'te ise ekonomik konjunktüre bağlı bir performans azalışı vardır.

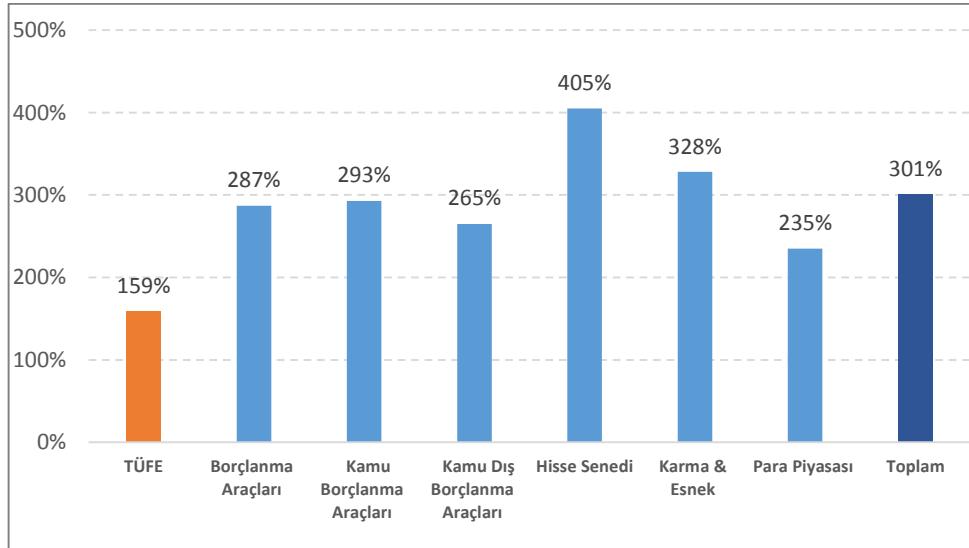


Grafik 4. BES Fonlarının Yıllık Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

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:

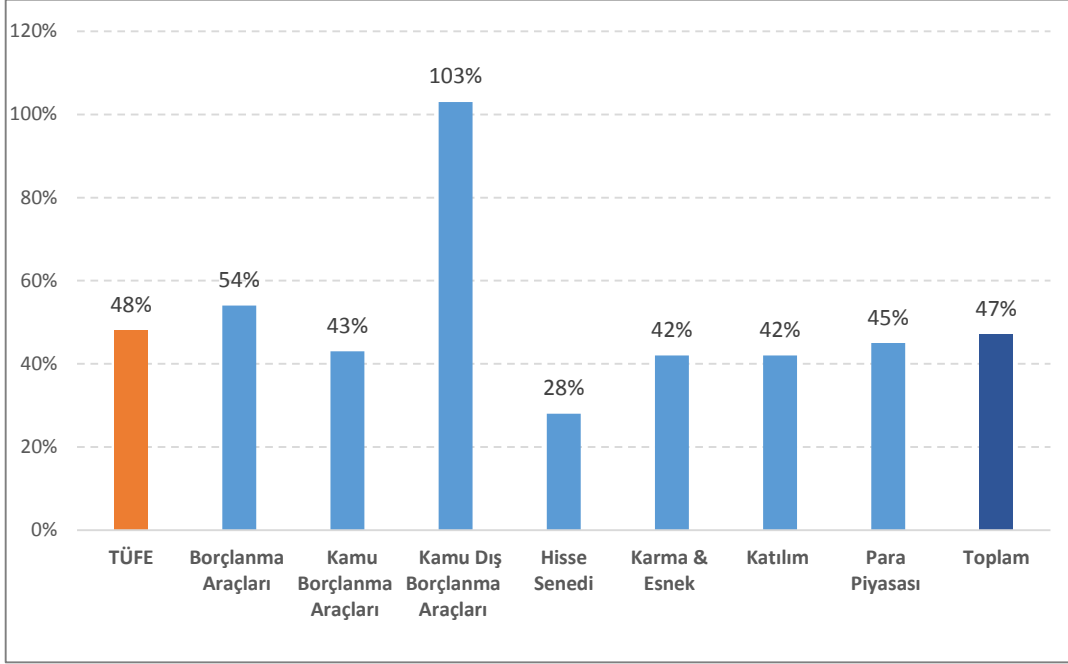
- Tüm kategoriler TÜFE'nin üzerinde getiri sağlamıştır.
- **En yüksek getiri hisse senedi fonları kategorisinde sağlanmıştır. Onu, yine içinde bir miktar hisse barındıran karma ve esnek fonlar izlemektedir.**
- En düşük getiri ise para piyasası ve kamu dış borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlardadır.



Grafik 5. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 12 Yıllık Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

Son 5 yıllık inceleme döneminde:

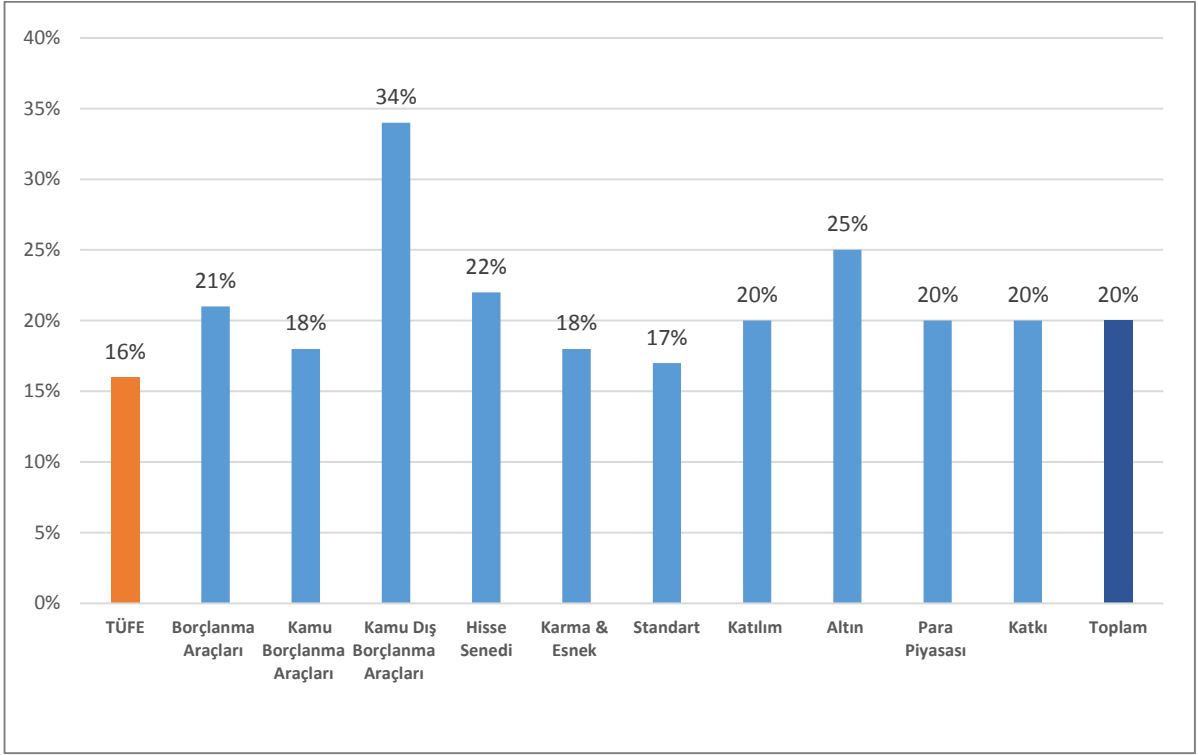
- TÜFE'nin üzerinde getiri sağlayan kategori borçlanma araçları fonlarıdır. Burada da, özellikle kamu dış borçlanma araçları % 103'lük getirisi ile dikkat çekmektedir. Diğer kategoriler TÜFE'nin altında kalmıştır.



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

Son 2 yıllık inceleme dönemi'nde:

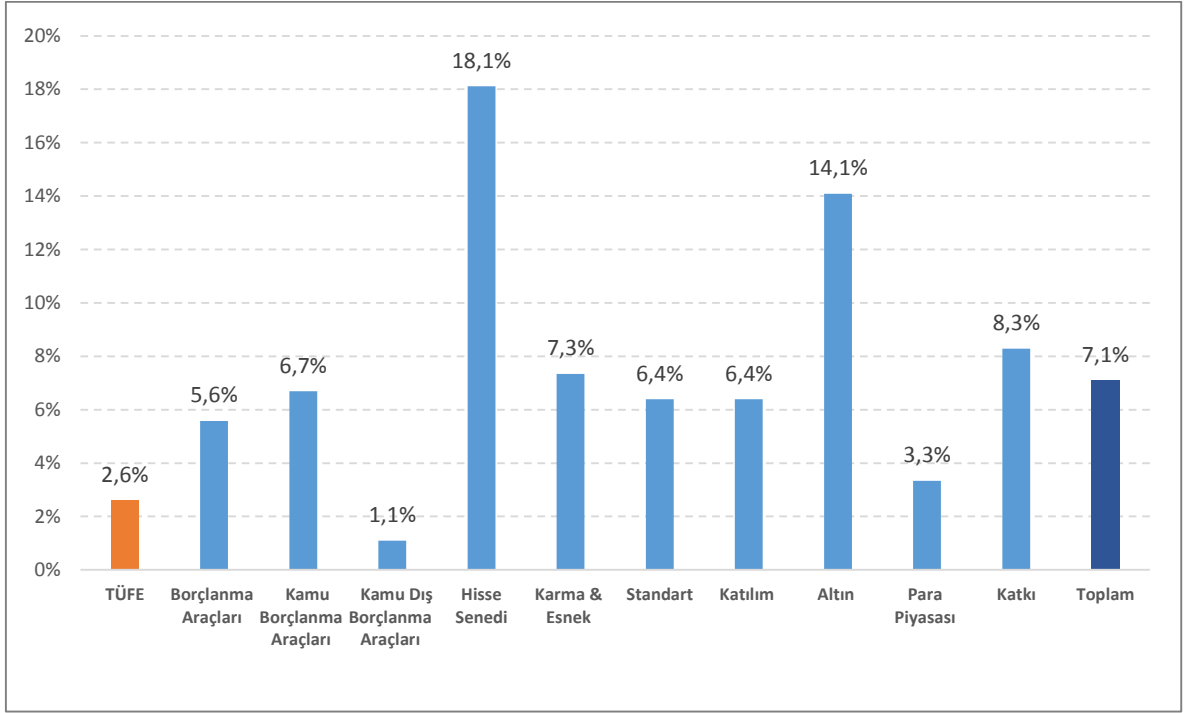
- Tüm kategoriler TÜFE'nin üzerinde getiri sağlamıştır.
- **En yüksek getiri kamu dış borçlanma araçları, altın ve hisse fonları kategorisinde sağlanmıştır.**
- **Katılı fonları %20'lik getiri ile TÜFE'nin 4 puan üzerinde kazanç elde etmiştir.**



Grafik 7. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 2 Yıllık Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin TüFE ile Karşılaştırılması

Son 4 aylık inceleme dönemi'nde:

- 2016 Nisan sonu itibariyle hisse ve altın fonlarının getirileri sırasıyla %18,1 ve %14,1 düzeyinde gerçekleşerek, TüFE'nin (%2,6) oldukça üzerinde getiri sağlamıştır.
- 2015 yılında kurlardaki artışın da etkisiyle yüksek getiriler sağlayan kamu dış borçlanma araçları fonları, son 4 ayda ancak %1 getiri elde edebilmiştir.
- Katkı fonları %8,3 getiri elde ederek TüFE'nin yaklaşık 6 puan üzerinde reel getiri sağlamıştır.

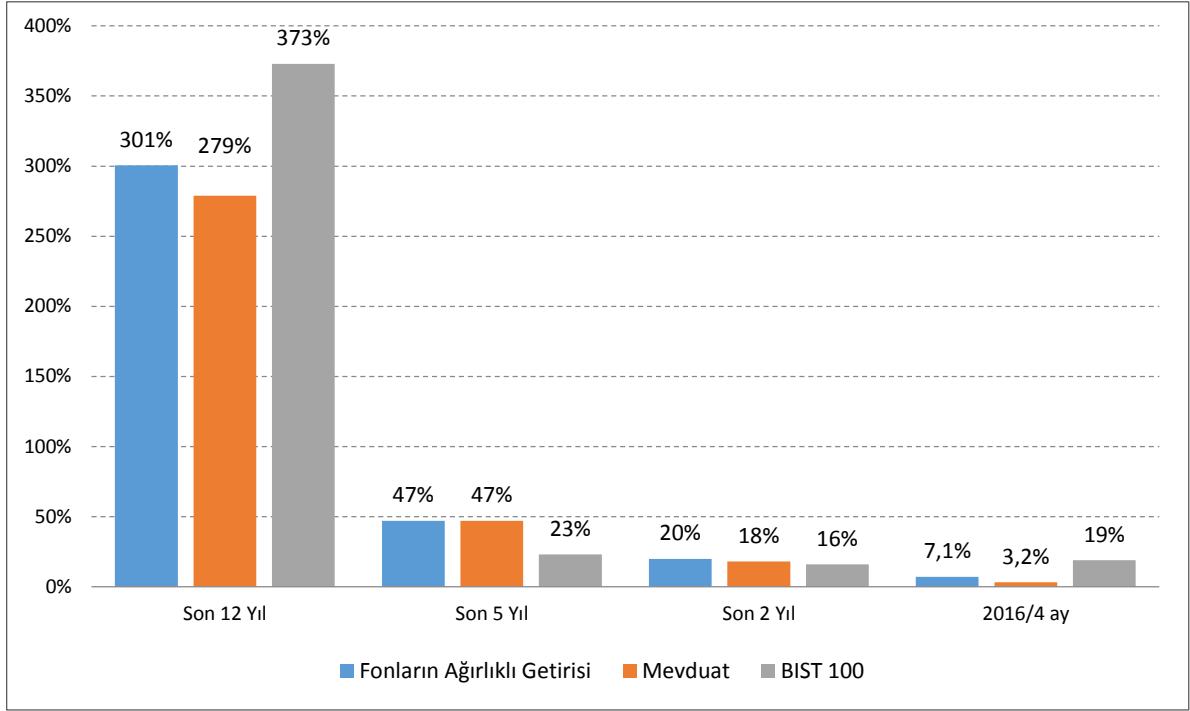


Grafik 8. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 4 Aylık Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin TüFE ile Karşılaştırılması

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 Endeksi karşılaştırılmıştır. Mevduat faizi olarak TCMB Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları stopaj oranından arındırılarak kullanılmıştır.

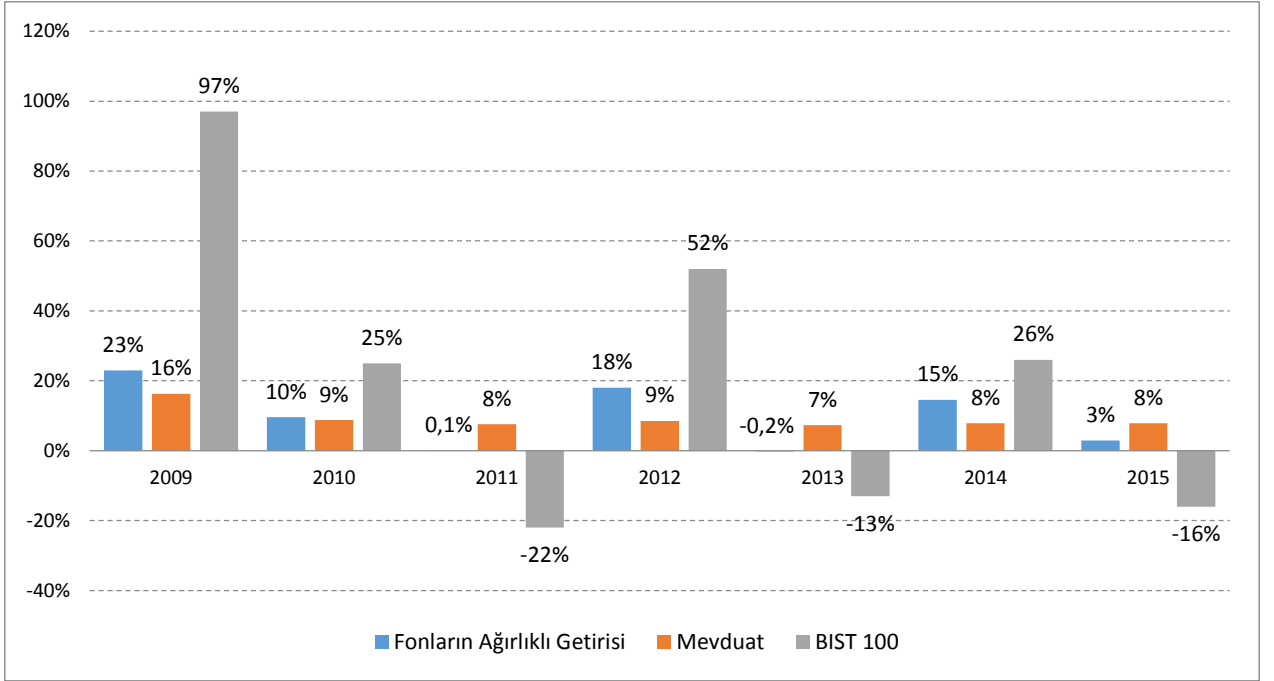
- Fonların performansı mevduat faiz oranı ile karşılaştırıldığında son 12 yıllık ve 2 yıllık dönemlerde getirilerin bu yatırım aracının getirisinin üzerinde olduğu görülmektedir. Son 5 yıla bakıldığında, fonlardan elde edilen getiri mevduat getirisine eşit bulunmuştur.
- 2016 yılının ilk dört ayında ise, fonlar katılımcısına mevduatın neredeyse iki katı getiri sağlamıştır.



Grafik 9. BES Fonlarının Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin Alternatif Yatırım Araçları ile Karşılaştırılması

Fon getirileri BIST 100 Endeksi ile karşılaştırıldığında son 5 ve 2 yıllık dönemlerde, BIST 100 Endeksi'nin üzerinde rakamlar görmekteyiz. Son 12 yılda BIST 100 Endeksi'nin fonların getirisinden daha yüksek oranda artmasının önemli sebeplerinden birisinin, 2016 yılının ilk dört ayında borsada esen olumlu hava olduğunu söyleyebiliriz.

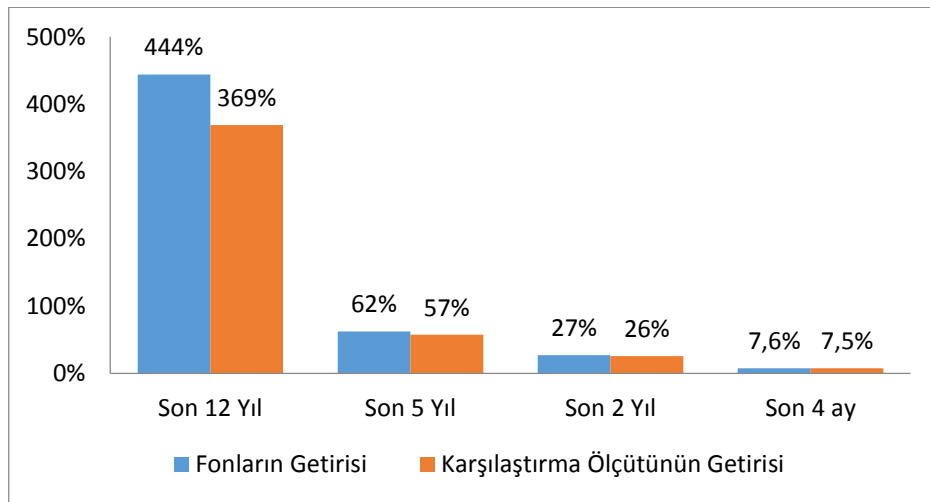
Yukarıdaki analizi yıllık temelde yaptığımızda ulaşılan grafik aşağıda yer almaktadır:



Grafik 10. BES Fonlarının Yıllık Net Getirilerinin Alternatif Yatırım Araçları ile Karşılaştırılması

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, **her vadede fon getirileri karşılaştırma ölçütlerinin getirilerinden yüksektir. Vade uzadıkça farksal getirinin belirgin biçimde arttığı görülmektedir.** Son 4 aylık dönem incelendiğinde getirilerin birbirine oldukça yakın olduğunu görmekteyiz.



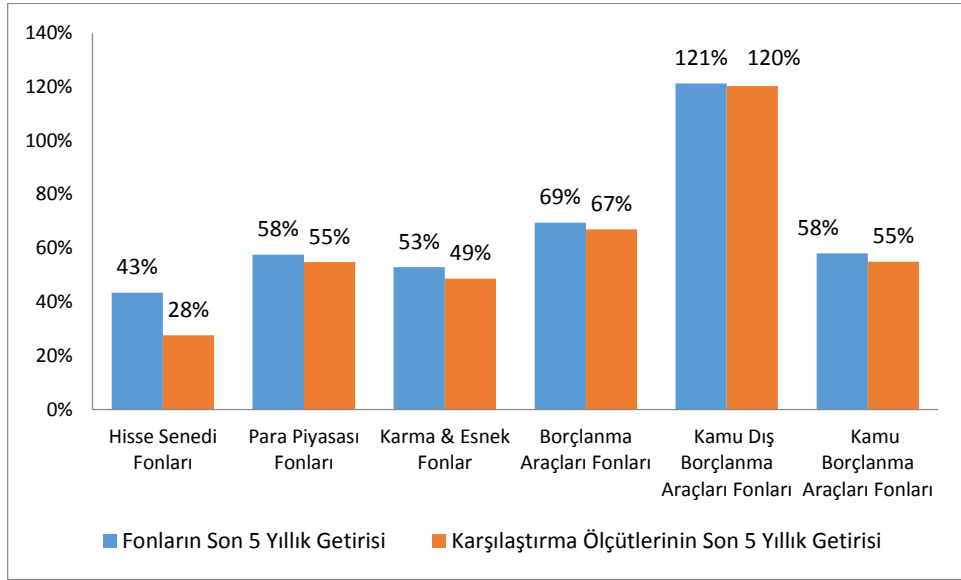
Grafik 11. BES Fonlarının Birikimli Ağırlıklandırılmış Brüt Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

Karşılaştırma ölçütünün getirisinin üzerinde getiri sağlayan fonların toplam fonlar içerisindeki payına (başarı oranı) baktığımızda, son 12 yıllık dönemde fonların % 75'i karşılaştırma ölçütünden

| Dönem | Başarı Oranı (Success Rate) |
|-----------|-----------------------------|
| 12 Yıllık | 75% |
| 5 Yıllık | 72% |
| 2 Yıllık | 64% |

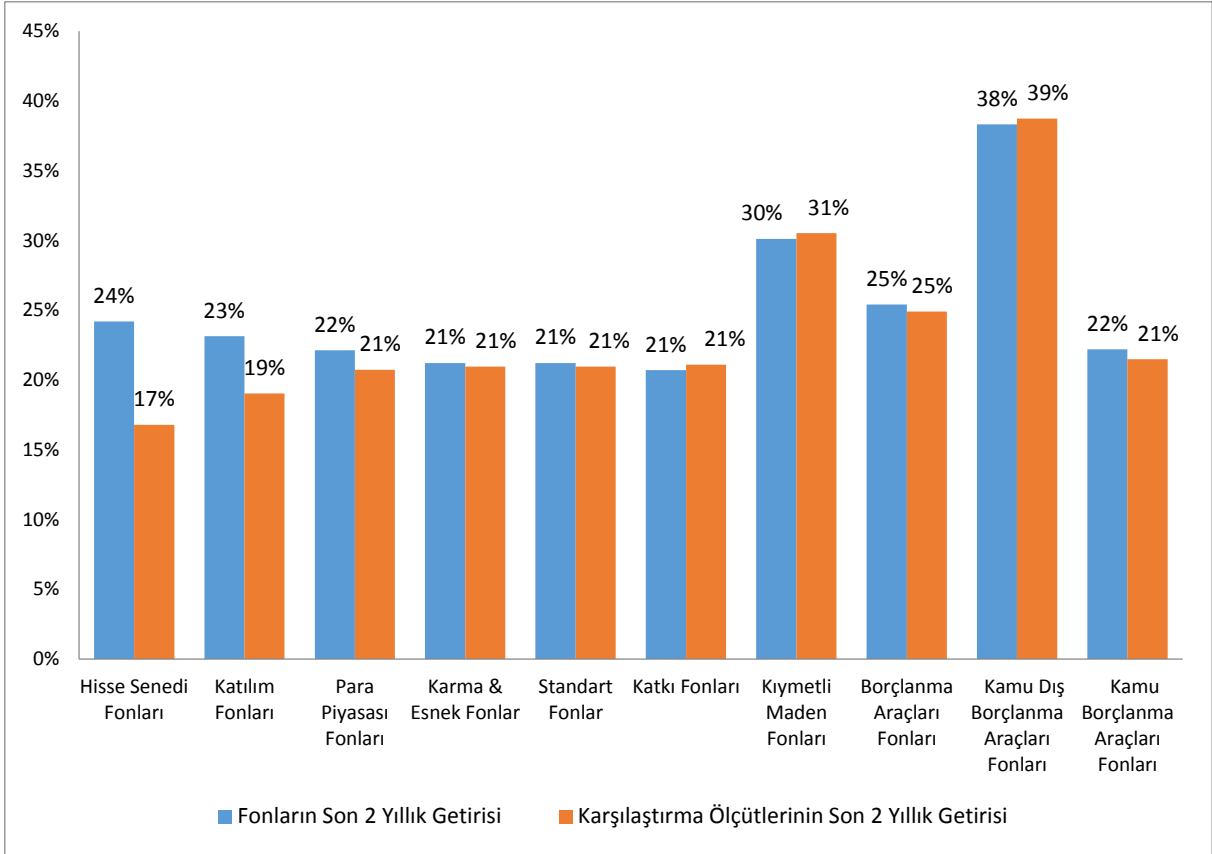
daha yüksek bir performans sergilemiştir. Vade kıaldıkça, başarı oranı bir miktar düşmektedir. 5 yıllık ve 2 yıllık inceleme dönemlerinde sırasıyla % 72 ve % 64'lük oranlar mevcuttur.

Son 5 yıllık dönem için karşılaştırma ölçütleriyle yapılan analizde fonlar kategorilerine göre değerlendirildiğinde, tüm kategorilerin karşılaştırma ölçütünden fazla kazandığını görmekteyiz. **Karşılaştırma ölçütüne göre en yüksek getiri sağlayan kategori ise hisse senedi fonlarıdır. Son beş yılda ölçütüne göre % 15 daha yüksek getiri elde etmiştir.**



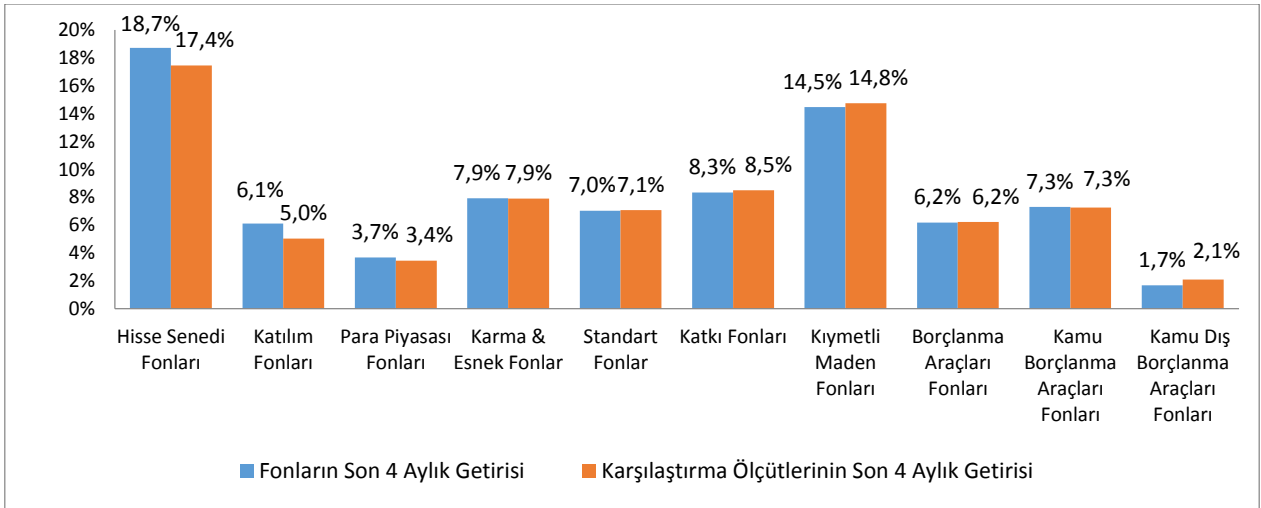
Grafik 12. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 5 Yıllık Birikimli Ağırlıklandırılmış Brüt Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

Son 2 yılda da benzer biçimde hisse senedi fonları karşılaştırma ölçütlerine göre en yüksek getiriyi elde etmiş olup, aradaki fark % 7'dir. Bu 2 yıllık dönemde ise kategorilerin üçü dışında hepsinin getirisi ölçütünden daha yüksektir.



Grafik 13. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 2 Yıllık Birikimli Ağırlıklandırılmış Brüt Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

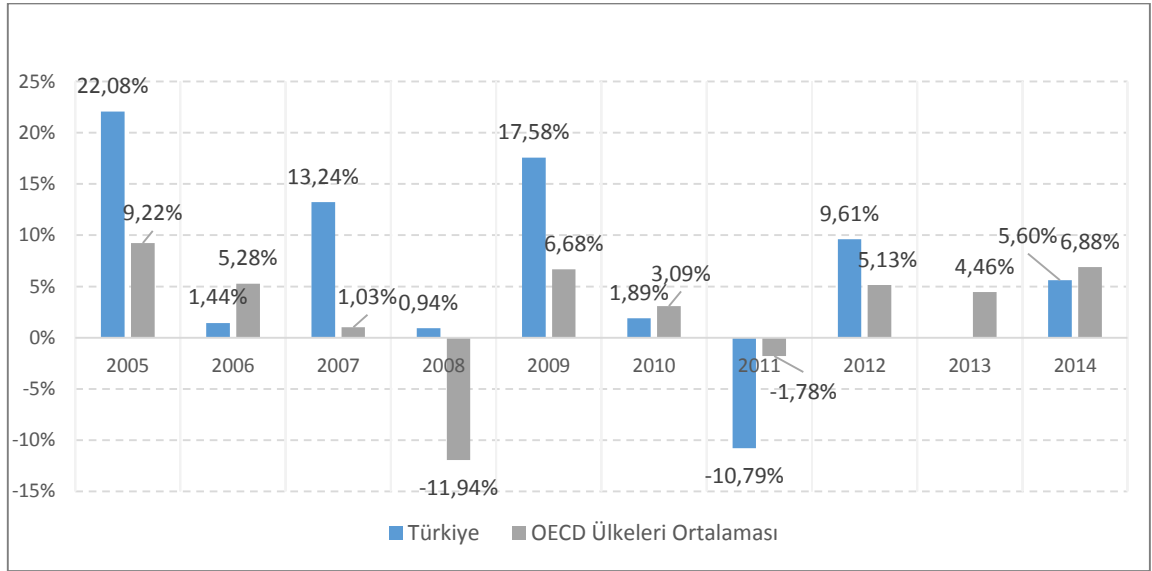
2016 yılının ilk dört ayı itibariyle hisse, katılım, para piyasası, kamu borçlanma araçları ve karma & esnek fonlarının ölçütlerinden daha yüksek bir performans sergiledikleri görülmektedir.



Grafik 14. BES Fonlarının Kategori Bazında Son 3 Aylık Ağırlıklandırılmış Brüt Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

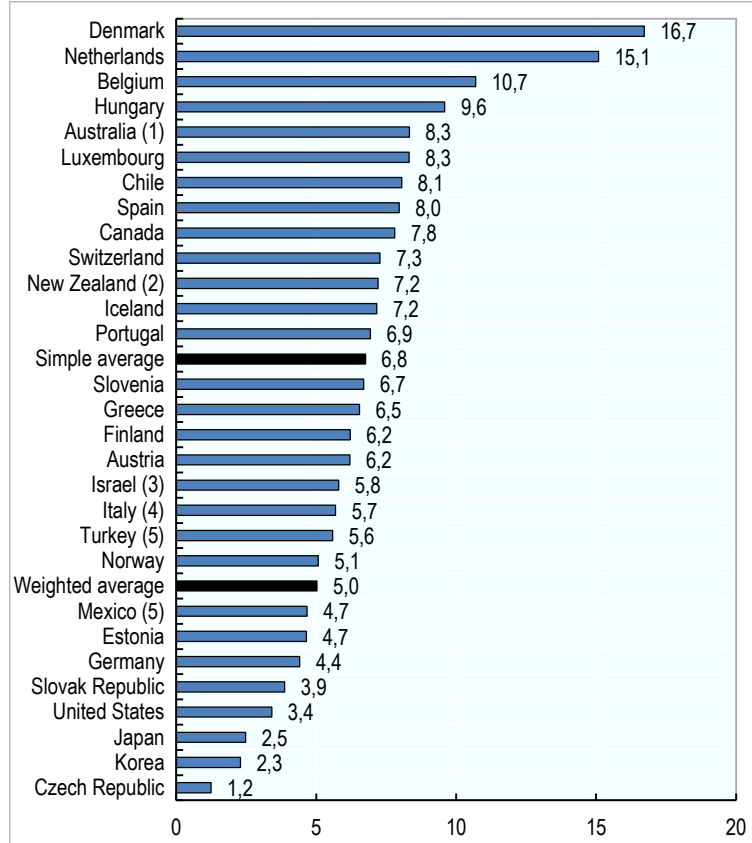
3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performanslarının Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Fonlarıyla Karşılaştırılması

Emeklilik yatırım fonlarının performanslarını emeklilik sistemine sahip ülkelerdeki fonların performanslarıyla kıyaslayabilmek için kullanılan temel göstergelerden biri ‘yıllık reel yatırım getirisi’dir. Bu getiri, yerel para birimiyle ve yatırım yönetim masrafları düşüldükten sonra hesaplanmaktadır. OECD ülkelerinin emeklilik fonlarının yıllık reel getirilerinin ortalaması ile Türkiye’nin yıllık reel getiri değerlerinin yer aldığı grafik aşağıdadır:



Grafik 15. BES Fonlarının Reel Getirilerinin OECD Ülkeleriyle Karşılaştırılması (2005-2014)

Türkiye emeklilik yatırım fonlarının getirisi 2005, 2007, 2008, 2009 ve 2012 yıllarında OECD ülkelerinin ortalama getirisinin üzerindedir. **Türkiye, 2007 yılında en yüksek getiriyi sağlayan ülke olmuştur.** 2005 ve 2009 yıllarında en yüksek getiriye sahip ikinci ülke ve 2012’de de üçüncü ülke olarak yer almıştır.



Kaynak: OECD Global Pension Statistics

Grafik 16. OECD Ülkelerinde 2014 Yılında Emeklilik Fonlarının Net Reel Getirileri

OECD'nin verilerini yayınladığı en son sene olan 2014'te, OECD'ye üye ülkelerin net reel getirilerinin basit ortalaması % 6,8; ağırlıklı ortalaması ise % 5 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye emeklilik fonlarının getiri oranı ise % 5,6'dır.

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 4 ay) analiz dönemleri olarak 12 yıl, 5 yıl ve 2 yıl alınmıştır. Fonlara genel olarak bakıldığında, 12 yıllık dönem için ortalama % 301 oranında bir ağırlıklı net getiri söz konusudur. Son 5 yılda % 47'lik bir getiri yaratılmışken, son 2 yılda bu getiri % 20 seviyesindedir. 2016 yılının başından itibaren 4 aylık getiri % 7,1 olarak gerçekleşmiştir.

Fon kategorileri bazında bakıldığında, son 12 yılda en yüksek getiri hisse senedi fonları kategorisinde sağlanmış iken, 5 ve 2 yıllık dönemde kamu dış borçlanma araçları fonları öne çıkmaktadır. Son 4 aylık incelemede ise hisse fonları en yüksek getiriyi sağlamıştır ve aynı dönemde katkı fonları % 8,3'lük bir getiri elde etmiştir.

Fon getirilerinin enflasyon karşısındaki durumunun incelendiği bölümde, ilgili dönemler için getirilerin enflasyonun üzerinde olduğu tespit edilmiştir (son 5 yıllık dönemde enflasyona eşit bir getiri söz konusudur). 2016 Nisan sonu itibariyle fonların ağırlıklı ortalama net getirisi % 7,1 iken, TÜFE % 2,6 oranında gerçekleşmiştir. Fonlar ortalama olarak TÜFE'den % 4,5 daha yüksek getiri elde etmişlerdir.

Fon performanslarına yıllık bazda bakıldığında 2009, 2010, 2012 ve 2014'te fonların TÜFE'den daha yüksek bir performans sergilediği görülmektedir. 2011, 2013 ve 2015'te ise ekonomik konjoktüre bağlı bir performans azalışı vardır.

Emeklilik fonlarının performansı mevduat faiz oranları ile karşılaştırıldığında, tüm inceleme dönemlerinde mevduatın üzerinde bir getiri söz konusudur (son 5 yıllık dönemde mevduata eşittir). Son 4 aylık dönem için fonlar katılımcısına neredeyse iki katı getiri sağlamıştır.

Yıllık bazda bakıldığında, fonlar 2011 ve 2013'te mevduatın altında getiri elde etmiştir. Diğer yıllarda ise mevduatın üzerinde bir getiri söz konusudur.

Karşılaştırma ölçütleriyle yapılan kıyaslamalarda her dönem için ortalama fon getirisinin ölçüt getirisinin üzerinde olduğu görülmüştür. Karşılaştırma ölçütünün getirisinin üzerinde getiri sağlayan fonların toplam fonlar içerisindeki payına (başarı oranı) baktığımızda, son 12 yıllık dönemde fonların % 77'si karşılaştırma ölçütünden daha yüksek bir performans sergilemiştir. Vade kısaltıkça, başarı oranı bir miktar düşmektedir. 5 yıllık, 2 yıllık ve 4 aylık inceleme dönemlerinde sırasıyla % 72, % 60 ve % 54'lük oranlar mevcuttur.

Kategori bazında karşılaştırma ölçütleriyle kıyasladığımızda, tüm dönemlerde karşılaştırma ölçütüne göre en yüksek getiri hisse fonlarında görülmektedir.

Emeklilik yatırım fonlarının performanslarını emeklilik sistemine sahip ülkelerdeki fonların performanslarıyla kıyasladığımızda, Türkiye emeklilik yatırım fonlarının getirisi 2005, 2007, 2008, 2009 ve 2012 yıllarında OECD ülkelerinin ortalama getirisinin üzerinde olduğu görülmüştür. Türkiye, 2007 yılında en yüksek getiriyi sağlayan ülke olmuştur. 2005 ve 2009 yıllarında en yüksek getiriye sahip ikinci ülke ve 2012'de de üçüncü ülke olarak yer almıştır.

Genel olarak analizlerimiz göstermektedir ki, yıllık bazda ve kısa dönemli bakıldığında fon getirileri ekonomik konjoktürün etkilerine bağlı kısa vadeli dalgalanmalar yaşamaktadır. Bu durum, konjoktürün olumsuz olduğu bazı yıllarda fon getirilerinin görece diğer yatırım araçlarından ve enflasyondan daha düşük kalmasına neden olmaktadır. Ancak, burada konuya BES'in de esasını oluşturan uzun vadeli bir bakış açısı ile yaklaşıldığında daha olumlu bir tablo ortaya çıkmaktadır. Raporumuzdan çıkan temel sonuç, ülkemizdeki BES'in uzun vadede gerek enflasyonun gerekse de mevduatın ve karşılaştırma ölçütlerinin oldukça üzerinde getiri sağladığı ve kendisinden beklenen hedefleri gerçekleştirdiğidir.