

Devlet katkısı oranında değişiklik

Devlet katkısı oranı %30'dan %20'ye düşürüldü

Serbey Celep

serbey.celep@akyatirim.com.tr

Resmî Gazete’de yayımlanan son kararla birlikte, Bireysel Emeklilik Sistemi (BES) katılımcılarının birikimlerine uygulanan devlet katkısı oranı **%30’dan %20’ye düşürüldü**. Hatırlanacağı üzere, sisteme katılımı teşvik etmek amacıyla 2013 yılında %25 olarak başlatılan devlet katkısı oranı, 2022 yılında %30 seviyesine yükseltilmişti.

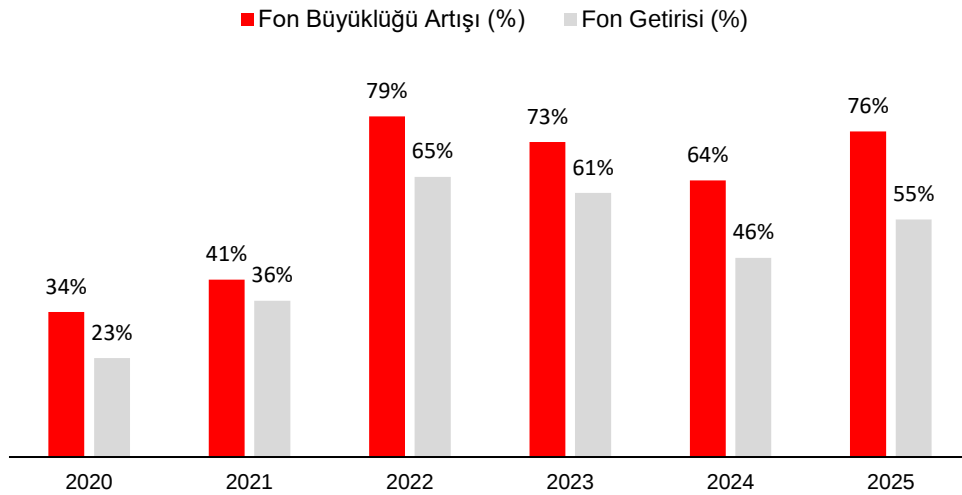
Bütçe Etkisi: Geçtiğimiz ekim ayında gerçekleştirilen Plan ve Bütçe Komisyonu görüşmelerinde, 2026 bütçesinde BES için 132 milyar TL tutarında bir ödenek ihtiyacı bulunduğu ifade edilmiş; yapılan etki analizleri sonucunda devlet katkısı oranındaki her 1 puanlık değişimin bütçeye yaklaşık 4,5 milyar TL etkisi olduğu belirtilmişti. Bu çerçevede, katkı oranında yapılan 10 puanlık düşüşle sağlanacak yaklaşık 45 milyar TL’lik tasarruf, 2026 yılı bütçe açığı tahminimizin yaklaşık %2’sine karşılık gelmektedir. Bireysel emeklilik sisteminde devlet katkısının hak edilişi, yani Hazine’den fiilî nakit çıkışı, belirli şartlara bağlıdır. Buna göre, sistemden ilk üç yıl içinde ayrılan katılımcılar herhangi bir devlet katkısı almaya hak kazanamazken; 3. yıl sonunda %15, 6. yıl sonunda %30, 10. yıl sonunda %60 oranında hak ediş söz konusu olmaktadır. Devlet katkısının tamamına (%100) hak kazanabilmek için ise 56 yaşını doldurmak ve sistemde en az 10 yıl kalmak gerekmektedir. Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM) verilerine göre, sistemdeki sözleşmelerin ortalama süresi 4,9 yıldır. Güncel verilere göre 230 milyar TL’ye ulaşan devlet katkısı fon tutarının yaklaşık %60’ı henüz katılımcılar tarafından hak edilmemiş durumdadır. Başka bir ifadeyle, sistemdeki tüm sözleşmelerin bugün sonlandırılması hâlinde, devlet katkısı fonlarının %60’ı Hazine’ye geri dönecektir. Bu bulgu, Türkiye Sigorta Birliği’nin (TSB) devlet katkılarının yaklaşık %58’inin Hazine’ye geri döndüğüne ilişkin açıklamalarıyla da uyumludur.

Sektörün Fon Büyüklüğüne Etkisi: Devlet katkısı oranındaki değişikliğin fon büyüklüğü üzerindeki etkilerini değerlendirmek amacıyla, diğer parametreleri de içeren bir duyarlılık analizi gerçekleştirdik. İlk aşamada, diğer bağımsız değişkenlerin sabit kaldığı varsayımı altında, devlet katkısı oranındaki 10 puanlık düşüşün yıl sonu fon büyüklüğü üzerinde doğrudan %1,5–2 aralığında bir azaltıcı etki yaratacağını hesaplıyoruz. Buna ek olarak, söz konusu değişikliğin dolaylı etkilerini ölçebilmek amacıyla katılımcı sayısı, ek katkı payının toplam katkı payına oranı ve katılımcı başına ortalama düzenli katkı payı gibi değişkenleri de analizimize dahil ettik. Devlet katkısı hak edişi ve stopaj oranları nedeniyle haber etkisi kaynaklı çıkışların sınırlı kalacağını; çıkış oranlarının geçmiş yıllara paralel seyredeceğini varsaydık. Ayrıca 2026 yılında katılımcı fonları için %10’luk bir reel getiri, devlet katkısı fonları için ise enflasyona paralel bir getiri tahmin ettik. Bu varsayımlar altında, yıl sonu fon büyüklüğü açısından katılımcı sayısı büyümesindeki 10 puanlık değişimin yaklaşık %1’lik, ortalama düzenli katkı payı büyümesindeki 10 puanlık değişimin %1,5–2, ek katkı payının toplam katkı payına oranındaki 10 puanlık değişimin ise %3-4 aralığında bir etki yarattığı sonucuna ulaşıyoruz.

Fon Büyümesinin Katalizörleri: Geçmiş yıllara ait veriler, sisteme net girişlerin ilgili yıldaki ortalama fon büyüklüğünün yaklaşık %10'u düzeyinde kaldığını göstermektedir. Bu durum, fon büyüklüğündeki artışın büyük ölçüde emeklilik fonlarının yatırım performanslarından kaynaklandığını ortaya koymaktadır. Nitekim, toplam büyümenin yaklaşık 3/4'ü fon getirilerinden oluşmaktadır.

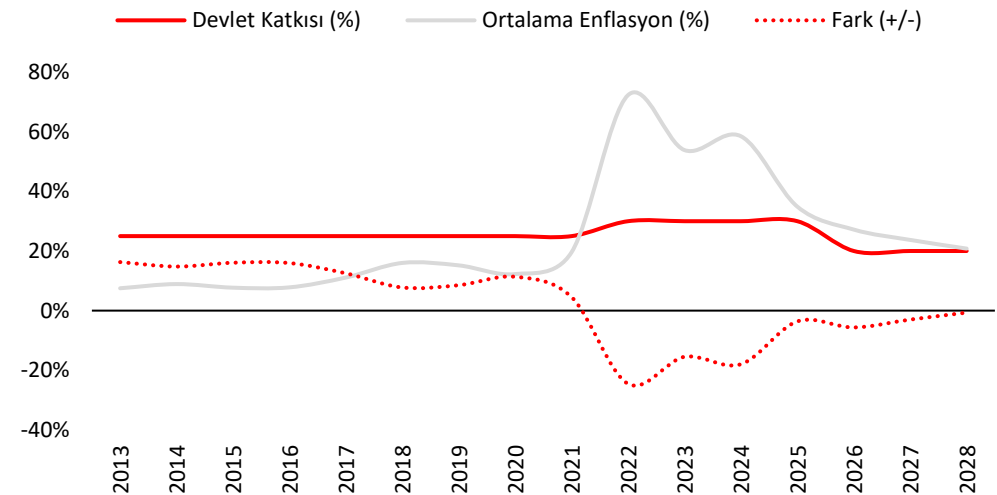
Devlet Katkısı vs. Enflasyon: Yıllar itibarıyla devlet katkısı oranını ortalama enflasyonla karşılaştırdık. 2013–2021 döneminde devlet katkısı, ortalama %12 düzeyinde pozitif reel getiri sağlamıştır. Ancak 2022 yılında devlet katkısı oranı %25'ten %30'a yükseltilmiş olmasına rağmen, enflasyondaki bozulma nedeniyle 2022–2024 döneminde reel getiri negatife dönmüş ve reel bazda ortalama %19'luk bir kayıp yaşanmıştır. 2025 yılında reel getiri hâlen negatif bölgede kalmakla birlikte, düşen enflasyona paralel olarak yaklaşık -%4 seviyelerine kadar iyileşmiştir. Devlet katkısı oranının %20'ye düşürüldüğü senaryoda, 2026 için enflasyona ilişkin beklentimiz reel getirinin 2025'e kıyasla sınırlı ölçüde kötüleşeceğini, ancak önceki üç yıla göre daha iyi bir seviyede kalacağına işaret ediyor.

Fon Büyüklüğü Artışı vs. Fon Getirisi



Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, Ak Yatırım Araştırma

Devlet Katkısı vs. Enflasyon



Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Aşağıda, üç farklı senaryoya göre 2026 yıl sonu emeklilik sektörü toplam fon büyüklüğüne ilişkin tahminlerimiz yer almaktadır:

- **Senaryo 1:** Devlet katkısı oranı %20'ye düşerken, katılımcı sayısı ve ortalama düzenli katkı payındaki reel büyüme 2025 ile aynı düzeyde devam etmekte, ek katkı payının oranı 2025'e paralel bir seyir izlemektedir.
- **Senaryo 2:** Devlet katkısı oranı %20'ye düşerken, katılımcı sayısı ve ortalama düzenli katkı payındaki reel büyüme sıfır olup, ek katkı payının oranı tarihsel medyan olan 10'a gerilemektedir.
- **Senaryo 3:** Devlet katkısı oranı %20'ye düşerken, katılımcı sayısı ve ortalama düzenli katkı payında reel daralma yaşanmakta, herhangi bir ek katkı payı ödemesi yapılmamaktadır.

	Senaryo 1	Senaryo 2	Senaryo 3
Katılımcı Sayısı Artışı (%)	5%	0%	-5%
Ortalama Düzenli Katkı Payı Artışı (%)	51%	27%	0%
Devlet Katkısı Oranı (%)	20%	20%	20%
Ek Katkı Payı / Toplam Katkı Payı (%)	38%	10%	0%
Toplam Fon Büyüklüğü (milyon TL)	3,273,320	2,920,087	2,798,701

BIST Sigorta Şirketlerine Etkisi: Devlet katkısı oranındaki değişikliğe ilişkin son haberin açıklanmasının ardından, Agesa ve Anadolu Hayat, BIST 100 endeksinin yaklaşık %10 altında performans göstermiştir. Emeklilik şirketlerinin ötesinde, Anadolu Sigorta (Anadolu Hayat'ta %20 paya sahip) ve Türkiye Sigorta (Türkiye Hayat Emeklilik'te %7,4 paya sahip) gibi hayat dışı sigorta şirketleri de, emeklilik şirketlerindeki ortaklıkları nedeniyle dolaylı olarak etkilenmiştir. Buna ek olarak, sağlık sigortalarını ilgilendiren ve ömür boyu yenileme garantisinin getirilmesini içeren son düzenlemenin, maliyetler üzerindeki olası artıcı etkisiyle, sektör genelinde gözlenen olumsuz hisse performansı üzerinde etkili olmuş olabileceğini değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, mevcut aşamada yeni çerçevenin operasyonel detaylarına ilişkin sınırlı görünürlük, kârlılık üzerindeki net etkiyi sağlıklı biçimde değerlendirmeyi zorlaştırmaktadır.

Hisse Performansı

Periyot	1 Hafta			1 Ay			3 Ay			6 Ay			YBG			1 Yıl		
Şirket	TL	USD	Röl.	TL	USD	Röl.	TL	USD	Röl.	TL	USD	Röl.	TL	USD	Röl.	TL	USD	Röl.
Agesa Hayat ve Emeklilik	-3%	-3%	-10%	-1%	-2%	-9%	13%	10%	1%	35%	24%	15%	-6%	-6%	-12%	57%	29%	31%
Anadolu Hayat Emeklilik	2%	2%	-5%	3%	1%	-6%	14%	10%	2%	23%	14%	5%	2%	1%	-5%	4%	-15%	-13%
Hayat & Emeklilik	-1%	-1%	-7%	1%	0%	-7%	13%	10%	1%	29%	19%	10%	-2%	-2%	-8%	30%	7%	9%

*Getiriler 6 Ocak 2026 tarihi itibarıyladır.

**Karşılaştırma ölçütü olarak BIST-100 seçilmiştir.

***Sektör getirisi ortalamaya göre hesaplanmıştır.

Özet Finansallar

(milyon TL) - Solo	Agesa Hayat ve Emeklilik				Anadolu Hayat Emeklilik			
Hisse Kodu	AGESA				ANHYT			
Periyot	2022	2023	2024	S12A	2022	2023	2024	S12A
Brüt Prim Üretimi	3,717	7,484	14,317	21,480	3,522	7,068	12,417	18,229
Hayat Teknik Karı	485	807	1,760	3,468	430	942	1,632	2,232
Emeklilik Teknik Karı	-428	-1,093	-1,337	-1,667	141	290	501	656
Toplam Teknik Kar	63	-265	451	1,850	565	1,229	2,132	2,889
Net Yatırım Geliri	941	2,121	3,327	4,492	1,126	2,398	3,402	3,471
Net Kar	834	1,374	2,755	4,554	1,355	2,778	4,070	5,044
Özkaynaklar	1,691	2,951	5,340	8,099	3,389	6,293	9,676	11,052
Emeklilik Fonları	75,640	141,528	228,335	401,781	75,665	134,071	215,760	373,981
Özkaynak Karlılığı (%)	66.3%	62.3%	69.2%	75.7%	55.9%	61.3%	53.5%	54.2%
F/DD*	4.29x	3.72x	5.48x	4.62x	2.93x	2.60x	4.62x	3.88x
F/K**	5.58x	5.72x	6.52x	8.22x	4.65x	4.46x	8.86x	8.51x

*2022, 2023 & 2024 çarpanları yıl sonu piyasa değerine göre iken, cari çarpanlar güncel piyasa değerine göre hesaplanmıştır.

**2022, 2023 & 2024 çarpanları ilgili yılın ortalama piyasa değerine göre iken, cari çarpanlar güncel piyasa değerine göre hesaplanmıştır.

***Çarpanlar 6 Ocak 2026 tarihi itibarıyladır.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.