

Ulusal Varlık Fonlarını Anlamak: Fırsat Mı, Tehdit Mi?

Ahmet Burçin YERELİ (<http://orcid.org/0000-0002-8746-6756>), Department of Public Finance, Hacettepe University, Turkey; e-mail: aby@hacettepe.edu.tr

İlker YAMAN (<http://orcid.org/0000-0002-3724-7467>), Department of Public Finance, Recep Tayyip Erdoğan University, Turkey; e-mail: ilker.yaman@erdogan.edu.tr

Understanding Sovereign Wealth Funds: Opportunity or Threat?

Abstract

Sovereign Wealth Funds, which have become one of the most popular financial instrument of recent years and were accepted as both institutional innovation and financial power in international financial markets, have reached a level that can shape the structure of national economies with total assets of 7.445 trillion dollars. The fact that sovereign wealth funds have reached a considerable volume today makes it possible for both the host country and the home country to influence the economic conditions at the macroeconomic and microeconomic dimension. The fact that sovereign wealth funds, which have a size that can affect national economies, are in the state property, which is the most striking and controversial feature, places such funds in the target of criticism. However, there are also opinions that sovereign wealth funds act only for economic purposes. This study investigates the driving forces behind the development of sovereign wealth funds, which are examined as international institutional investors, as well as the funding sources and the purposes of such funds. In addition, this study discusses whether sovereign wealth funds are a useful tool for economies, and the ideas that are directed at and favored against these funds.

Keywords : Sovereign Wealth Funds, Institutional Investors, Financial Markets, Economic Role.

JEL Classification Codes : G15, G23, E44, E60.

Öz

Son yılların en popüler finansal araçlarından biri haline gelen ve uluslararası finansal piyasalarda hem kurumsal yenilik hem de finansal güç olarak kabul gören Ulusal Varlık Fonları toplamda 7.445 trilyon dolar değerindeki varlıkları ile ulusal ekonomilerin yapısını şekillendirebilecek bir düzeye gelmiştir. Ulusal varlık fonlarının günümüzde dikkate değer bir hacme ulaşmış olması hem yatırım yapan ülkenin hem de yatırım alan ülkenin makroekonomik ve mikro ekonomik boyutta ekonomik koşullarını etkileyebilmesini mümkün kılmaktadır. Ulusal ekonomileri etkileyebilecek bir büyüklüğe sahip olan ulusal varlık fonlarının en çok göze çarpan ve tartışmalı özelliği olan devlet mülkiyetinde olması, bu tür fonları eleştirilerin hedefine koymaktadır. Ancak, ulusal varlık fonlarının sadece ekonomik amaçlarla hareket ettiğini belirten görüşler de mevcuttur. Bu çalışmada uluslararası kurumsal yatırımcılar olarak incelenen ulusal varlık fonlarının gelişiminin arkasında yatan itici ekonomik güçlerin, finansman kaynaklarının ve bu tür fonların amaçlarının neler olduğu araştırılmaktadır. Ayrıca bu çalışmada ulusal varlık fonlarının ekonomiler için faydalı bir araç olup olmadığı ve bu fonlar lehine ve aleyhine yöneltilen fikirler tartışılmaktadır.

Anahtar Sözcükler : Ulusal Varlık Fonları, Kurumsal Yatırımcılar, Finansal Piyasalar, Ekonomik Rol.

1. Giriş

Devletler tarafından finanse edilen ve yönetilen yatırım araçları yeni bir olgu değildir. Ancak bu tür araçların son yıllarda gösterdiği hızlı gelişimin etkileri hem ulusal hem de küresel boyutta güçlü bir şekilde hissedilmektedir. Öte yandan ticaret engellerinin azaltılması, sermaye ve emeğin serbest dolaşımı ve bilginin dolaşım maliyetinin azalması gibi küresel ekonominin son elli yıldaki gelişimini gösteren göstergeler devletlerin, kurumların ve firmaların küresel mal ve finans piyasalarında birbirleriyle etkileşimde bulunmasına yol açmış ve bu etkileşim kurumsal yeniliklerin oluşumunu da beraberinde getirmiştir (Monk, 2011: 1821). Bu tür araçlardan ve yeniliklerden biri olan ve devlet mülkiyetindeki yatırım fonları olarak ifade edilen *ulusal varlık fonları* (sovereign wealth funds) sayıca ve büyüklük olarak artmakta ve dünya finansal piyasalarını etkilemektedir. 2007-2008 küresel finans krizinin getirdiği yıkıcı etkilerle mücadele eden gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin taşıdığı ekonomik ve siyasi koşullar ulusal varlık fonlarının ön plana çıkmasına kaynaklık etmiştir. Ulusal varlık fonları, şüpheli yatırım araçları olması düşüncesinden de hareketle, 20. yüzyılının başından itibaren akademik çevre, politikacılar ve medya tarafından sürekli gündemde tutulmaktadır. Ulusal varlık fonlarının fazla ilgi çekmesinin bir diğer nedeni de küresel finans piyasalarında 7.445 trilyon dolar değerinde bir büyüklüğe erişmeleridir. Özellikle 2007-2008 finans krizi sonrasında batı firmalarına yönelik yatırımlarını yoğunlaştıran ulusal varlık fonları, yatırım yaptıkları ülkenin politik güvenliğini etkilediği (Chhaochharia & Leaven, 2008: 1) ve stratejik endüstrilere yatırım yaparak yatırım yapılan ülkenin fikri mülkiyetlerini çaldığı gerekçeleriyle çok sayıda tepki çekmiştir (Alhashel, 2015: 2). Bu durum ulusal varlık fonlarının hareketlerinin ve yatırım davranışlarının düzenlenmesi gerektiğinin savunulmasına yol açmıştır. Bununla birlikte eleştirilere maruz kalsa da, ulusal varlık fonlarının yürüttüğü faaliyetlerin ekonomik amaçlarla sınırlı olduğunu iddia edenler de bulunmaktadır.

Gelecek nesiller için mevcut zenginliği koruma ve artırma rolünü üstlenen ulusal varlık fonları çoğunlukla gelişmekte olan ülkeler ve yükselen piyasa ekonomileri tarafından kurulmaktadır. Ortadoğu ve Uzak Doğu Asya ülkeleri bu alanda öncülüğü üstlenmiş durumdadır. Günümüzde gelişmiş ülke ekonomilerinde de ulusal varlık fonları mevcuttur. Petrol üreticisi olan bazı gelişmekte olan ülkeler ile yükselen piyasa ekonomilerinde petrol fiyatlarının artışı sonrasında hızlı iktisadi büyüme ile birlikte petrol gelirlerinden kaynaklanan fon fazlası oluşmaktadır. Benzer bir biçimde ihracat gelirlerinin ithalat gelirlerine nazaran fazla olan bazı ülkelerde de ödemeler bilançosu fazlası oluşmaktadır. Döviz rezerv fazlasını ülke içinde değerlendirme imkânı sınırlı olan veya bu fazlalarını daha karlı buldukları için yurt dışında değerlendirmek isteyen ülkelerin, rezerv fazlalarını yurt dışı yatırımlara yönlendirme yolunu seçmeleri ulusal varlık fonlarının gelişimine katkı sağlamaktadır. Ulusal varlık fonu yatırımları fon sahibi ülke için uzun vadeli bir kazanç olarak görülse de bu fonlar yatırım yapılan ülkeyi ekonomik şok veya dalgalanmalardan koruma işlevini de üstlenmektedir. Öte yandan ulusal varlık fonlarını yurt içi yatırımlarda da değerlendiren ülkeler de söz konusudur.

Bu çalışmanın ilk kısmında ulusal varlık fonlarının tanımı ve sınıflandırması yapılarak bu tür fonların amaçları ortaya konulmaktadır. İkinci kısımda, ulusal varlık

fonlarının tarihi, gelişimi ve günümüzdeki mevcut durumu hakkında bilgi verilmektedir. Üçüncü kısımda, ulusal varlık fonlarının ekonomik rolü incelenmektedir. Dördüncü kısımda, ulusal varlık fonlarına yönelik lehteki ve aleyhteki görüşler tartışılmaktadır. Beşinci kısımda ise sonuç ve değerlendirme yer almaktadır.

2. Ulusal Varlık Fonlarının Tanımı, Sınıflandırılması ve Amaçları

2.1. Ulusal Varlık Fonlarının Tanımı

Ulusal varlık fonu terimi ilk olarak Andrew Rozanov (2005) tarafından ortaya konulmasından itibaren günümüze değin, bu fonlara yönelik bir dizi tanım geliştirilmiştir. Ancak, ulusal varlık fonlarının işlevlerinin karışık yapıda olması ve amaçlarındaki çeşitlilik bu tür fonların tanımında uzlaşmaya varılmasını güçleştirmektedir. Ulusal varlık fonlarının küresel ekonomiler üzerindeki etkilerini ve işleyişini araştırmak ve incelemek için kurulan Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (UVFE), bu tür fonların geniş bir tanımını yapmaktadır. UVFE' ye göre, ulusal varlık fonları, finansmanını çoğunlukla ödemler bilançosu fazlalarından, resmi döviz işlemlerinden, özelleştirme gelirlerinden, devletlerin transfer ödemelerinden, bütçe fazlasından ve/veya kaynak ihracı neticesinde elde edilen gelirlerden sağlayan devlet mülkiyetindeki yatırım fonları ya da yatırım kuruluşlarıdır (Sovereign Wealth Fund Institute, 2017). Alhasel (2015: 2) ulusal varlık fonlarını, küresel boyuttaki finansal yatırım araçlarından reel düzeydeki yatırım araçlarına kadar bir dizi varlığa yatırım yapan devlet mülkiyetindeki yatırım araçları olarak tanımlamaktadır. Öte yandan, Aizenman ve Glick (2008: 1) çalışmalarında ulusal varlık fonlarını, bağımsız devletler tarafından kontrol edilen ve bünyesinde yabancı varlıkları barındırıp yöneten tasarruf fonları olarak ifade etmektedir. Hatta ulusal varlık fonları, hükümetlerin ticari faaliyetleri sonucu elde ettikleri fazlanın yabancı döviz varlıklarına dönüştürülmesi ile finanse edilen hükümet mülkiyetindeki yatırım fonları olarak da tanımlanabilmektedir (Shunmugam, 2012: 282). Son olarak Paulson (2009: 1) ulusal varlık fonlarını, devletler tarafından kontrol edilen yatırım fonları olarak belirtmektedir. Yapılan tanımlar dikkate alındığında ulusal varlık fonları ile ilgili basit ve ortak bir tanım geliştirmenin oldukça zor olduğu görülmektedir.

Yapılan tanımlara dayanılarak ulusal varlık fonları ile ilgili bazı temel özelliklere değinilebilir. İlk olarak, ulusal varlık fonlarının en temel özelliği, mülkiyetinin ve kontrolünün devlet tarafından sağlanmasıdır. Keza bu durum ulusal varlık fonlarının amaçlarının ve yatırım davranışlarının diğer yatırım araçlarına göre farklılaşmasını da beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla ulusal varlık fonlarını, bağımsız bir yapıya sahip olan fonlar olarak nitelendirmemek gerekir. Ancak ulusal varlık fonları, genellikle merkez bankaları, maliye bakanlığı veya benzeri bir devlet kurumu çatısı altında kurulmuş olmasına karşın, aşırı politik etkiye maruz kalmamaları için bu tür kurumlardan ayrı olarak organize edilmektedir (Fotak vd., 2016: 4). İkinci olarak, ulusal varlık fonları devletlerin elindeki varlık fazlalarından oluşturulmaktadır. İlerideki bölümlerde ele alınacağı üzere borç sermayesi ile finanse edilen varlık fonları da mevcuttur. Bunun yanı sıra ulusal varlık fonları ülke içindeki varlıklardan ziyade yabancı varlıklara yatırım yapan kuruluşlardır. Ancak bazı fonların (kalkınma fonları) dolaylı olarak yerel veya yurt içi endüstrilere de yatırım yapabileceği belirtilmektedir (Sovereign Wealth Fund Institute, 2017). Ayrıca ulusal varlık

fonları çoğunlukla uzun dönemli yatırım araçları olup diğer finansal yatırım araçlarına nazaran risksiz yatırımları tercih etmektedir (Beck & Fidora, 2008: 349). Bununla birlikte son dönemdeki gelişmeler, ulusal varlık fonlarının kısa vadeli yatırım teşebbüsünde de bulunabileceklerini göstermektedir (Tablo 1). Öte yandan, UVFE'nin yaptığı tanıma göre, ödemeler bilançosu ve para politikaları amaçları için para politikalarından sorumlu olan kurumların tuttukları döviz rezervleri, kamu iktisadi teşebbüsleri, kamu çalışanları emeklilik fonları veya kamu tarafından bireylerin yararı için işletilen varlıklar bu tanımın dışında tutulmaktadır (Sovereign Wealth Fund Institute, 2017). Xie & Chen (2009a: 6-7) ulusal varlık fonları ile bahsi geçen kurum ve kuruluşlar arasındaki farkları belirtmektedir. Ulusal varlık fonları ulusal politika amaçlarını gerçekleştirmek için kurulan varlık havuzları iken kamu iktisadi teşebbüsleri ticari faaliyet esasına göre faaliyette bulunan veya tekel ya da kamu hizmeti niteliği ağır basan malî ve hizmetleri üretmek için kurulan kuruluşlardır. Bunun yanı sıra ulusal varlık fonları ağırlıklı olarak yabancı döviz rezervleri ve ihracat gelirleri ile finanse edilirken KİT'ler devlet yardımları ve şirket karları ile finanse edilmektedir. Ulusal varlık fonları hem kamu hukuku hem de özel hukuk tarafından düzenlenen tüzel kişiliğe sahip aktörler iken kamu iktisadi teşebbüsleri özel hukuk tarafından düzenlenmektedir (Xie & Chen, 2009a: 6-7). Ancak, varlık fonları ağırlıklı olarak özel hukuk hükümlerine tabi olduğunu belirtmekte fayda vardır.

Ulusal varlık fonları ile merkez bankaları arasındaki ayırımı bakıldığında karşımıza ilk olarak ulusal varlık fonlarının amacının varlık fazlalarını ulusal sınırlar dışında yatırım amaçlı değerlendirmek olduğu ancak para politikasını veya döviz kuru politikalarını yönetmek olmadığı görülmektedir (Xie & Chen, 2009a: 6-7). Benzer bir biçimde ulusal varlık fonlarının ulusal para biriminin ve para arzının istikrarını korumasına veya sürdürülmesine yönelik günlük sorumlulukları da yoktur. Ulusal varlık fonlarının yatırım portföyleri tahvillerden, hisselerden, hedge fonlarından ve özel sermayeden oluşurken, merkez bankalarının rezervlerinde döviz kurundaki dalgalanmalarla mücadele etmek için belirli bir miktar yabancı döviz likiditesi bulundurmaları gerekmektedir (Demarolle, 2009: 6). Son olarak ulusal varlık fonları ve kamu emeklilik fonları arasındaki ayırım finansman ve yatırım amaçları noktalarında ortaya çıkmaktadır. Ulusal varlık fonlarının mülkiyeti merkezi hükümete ait olmasına ve döviz rezervlerindeki varlıklar ve ihracat gelirleri vasıtasıyla finanse edilmesine karşın kamu emeklilik fonlarının sahipliğini bazen yerel devlet birimleri yapabilmekte bazen de sosyal güvenlik vergilerinde olduğu gibi toplumdaki bireylerin yaptıkları katkılarla finanse edilmektedirler (Gomes, 2008: 3-4). Ulusal varlık fonları istikrarı sağlamak ve kaynakları gelecek nesillere aktarmak gibi bir dizi amaç üzerine kurulmuş iken devlet emeklilik fonları hak sahiplerine fon sağlamak (emeklilik maaşı, ikramiyesi gibi) amacıyla kurulmuştur (Monk, 2008: 4).

Yapılan tanım ve açıklamalardan hareketle ulusal varlık fonları hakkında ayrı bir tanım geliştirmek mümkündür. Ulusal varlık fonları devletlerin kontrolüne ve mülkiyetine dayanan, kısa vadeli yatırım araçlarından ziyade çoğunlukla uzun vadeli yatırım araçlarını tercih eden, ulusal arenadan ziyade ağırlıklı olarak uluslararası alanda faaliyette bulunan, ülkelerin varlık fazlalarını koruyan ve değerlendiren yatırım fonları olarak tanımlanabilir.

2.2. Ulusal Varlık Fonlarının Sınıflandırılması ve Amaçları

Aizenman ve Glick (2008: 2) ulusal varlık fonlarının finansal kaynaklarının nereden geldiğini de açıklığa kavuşturacak şekilde ulusal varlık fonlarını iki grup altında sınıflandırmaktadır. Buna göre ulusal varlık fonları, ihracat, vergi ve diğer devlet gelirlerinden doğan emtiaya dayalı ulusal varlık fonları ile yabancı döviz rezervlerindeki varlıkların transferiyle oluşan emtia dışı ulusal varlık fonlarından oluşur. Öte yandan, Bertoni ve Lugo (2015: 2-3) çalışmalarında, uygulamada nadir olarak karşılaşılsa da, sermaye piyasalarını ve tahvil piyasalarını geliştirmek ve ihtiyaç halinde gerekli likiditeyi sağlamak amacıyla faaliyette bulunan ancak düzenli gelir yapısına sahip olmaması nedeniyle sermayesini borçlanarak elde eden ulusal varlık fonlarına da rastlanıldığını dile getirmektedirler. Brezilya Varlık Fonu ve Çin Yatırım İşbirliği Kurumu başlangıç sermayelerinin bir kısmını veya tamamını hazine tahvili ihraç ederek temin etmişlerdir (Bertoni & Lugo, 2015: 5). Emtiaya dayalı ulusal varlık fonlarına Birleşik Arap Emirlikleri, Katar ve Kuveyt gibi orta doğu ülkelerinin kurdukları fonlar; emtia dışı fonlara ise Singapur, Güney Kore ve Çin gibi Uzak Doğu Asya ülkelerindeki fonlar örnek gösterilebilir. Ulusal varlık fonları, çoğunlukla mal ihracatı gelirleri veya yabancı döviz rezervlerinden doğrudan transfer edilen varlıklar vasıtasıyla finanse edilmektedir (Alhashel, 2015: 2). Başka bir ifadeyle ülkelerin cari işlemler fazlası vermesi ve net yabancı varlıklarının birikmesi ulusal varlık fonlarının oluşumunu da beraberinde getirmiştir.

IMF, ulusal varlık fonlarını amaçlarına göre mali istikrar fonu (fiscal stabilization fund/stabilization funds), kalkınma fonları (development / strategic development funds), tasarruf fonları (fiscal savings funds / future generations funds), rezerv yatırım fonları (reserve investment corporations), ve emeklilik karşılığı fonlar (pension-reserv funds) olmak üzere beşe ayırmaktadır (Das vd., 2009: 9). Geleneksel sınıflandırma olarak kabul edilen IMF'nin yaptığı sınıflandırmadan hareketle, mali istikrar fonları ekonomik dalgalanmaları ve akabinde fiyatlardaki oynaklığı yumuşatmak; kalkınma fonları fon sahibi ülkedeki öncelikli sosyo ekonomik yatırım politikalarını desteklemek; tasarruf fonları mevcut zenginliği veya varlık fazlasını gelecek nesillere aktarmak; rezerv yatırım fonları yatırımların getirisini artırmak; emeklilik karşılığı fonlar yaşlanan nüfusun gelecekte doğuracağı ekonomik ve sosyal maliyetleri azaltmak amaçlarını taşımaktadırlar. Buradan hareketle mali istikrar fonlarının, ülke ekonomisini ve devlet bütçesini ekonomik şoklardan koruduğu; tasarruf fonlarının ülkenin mevcut zenginliğini muhafaza ettiği ve varlık birikimini sağladığı; emeklilik karşılığı fonlarının devlet bütçesi üzerindeki yükü hafiflettiği ve bütçeye katkıda bulunduğu; kalkınma fonlarının ülkelerin ekonomik kalkınmasına katkı yaptığı ve ülkelerin çıktı düzeyini arttırdığı; rezerv yatırım fonlarının varlıkları elde tutmanın fırsat maliyetini azalttığı söylenebilir. Emeklilik karşılığı fonlara Avustralya, İrlanda, Yeni Zelanda ve Şili; mali istikrar fonlarına ise Trinidad Tobago ve Rusya'daki varlık fonları örnek olarak gösterilebilir (Das vd., 2009: 9-10). Birleşik Arap Emirliklerindeki Mubadala Fonu ve İran'daki Ulusal Kalkınma Fonu (National Development Fund) kalkınma fonlarına örnek teşkil etmektedir (Al-Hassan vd., 2013: 5). Öte yandan, beş gruba ayrılan ulusal varlık fonlarının her birinin özellikleri farklılık gösterebilmektedir. Tablo 1'de istikrar ve tasarruf fonlarının bünyesinde barındırdığı temel özellikler yer almaktadır.

Tablo: 1
İstikrar Ve Tasarruf Fonlarının Kaynak Tahsisindeki Özellikleri

	İstikrar fonları	Tasarruf fonları
Yatırım vadesi	Kısa dönem	Uzun dönem
Varlık bileşimi	Likit varlıklarla sınırlı	Daha geniş varlık sınıfını kapsar
Döviz bileşimi	Emtia fiyatları ile negatif ilişkili	Net ihracat ile uyumlu
Performans değerlendirmesi	Harcama değişkenliğini minimize eder ve yeterli likidite sağlar	Uzun vadede serveti artıracak kazançlar elde eder
Risk duyarlılığı	Düşük risk-getiri profili	Aktif yatırım yönetimi ve yüksek risk getiri profili
Aktif-pasif yönetimi	Gelecekteki mali harcamaların sürdürülebilirliğini temin eder	Varlık fiyatları ve borçlar arasındaki ilişkiyi dikkate alarak fonun değerini maksimize eder

Kaynak: Al Hassan vd., 2013: 6.

Amaçlarına göre sınıflandırılan ulusal varlık fonları birden fazla amacı bünyesinde barındıracak şekilde tasarlanabilir. Örneğin bazı fonlar hem istikrar hem de yatırım fonu olarak işlev görecektir şekilde tasarlanabilir. Azerbaycan Devlet Petrol Fonu (State Oil Fund) hem istikrar hem de tasarruf fonu ve Norveç Kamu Emeklilik Fonu (Government Pension Fund) ise istikrar, tasarruf ve emeklilik fonu niteliğindedir (Al-Hassan vd., 2013: 5). Dünya genelindeki ulusal varlık fonlarına baktığımızda bu fonların ağırlıklı olarak tasarruf fonu ve mali istikrar fonlarından oluştuğu; emeklilik, rezerv yatırım ve kalkınma fonlarının sayısının ise oldukça düşük bir düzeyde kaldığı görülmektedir (Tablo 2).

Ulusal varlık fonları, zaman içinde tasarruf fazlası elde eden devletler tarafından, bu tasarrufları yatırıma yönlendirip kazanç elde edilebilir bir araç haline getirilmiştir. Bu yolla devletler varlık fazlalarını biriktirmiş, büyümüş ve gelir kaynaklarını uzun vadeye yaymışlardır. Buradan hareketle ulusal varlık fonlarının temel amacının ülkelerin ekonomik refahını korumak ve arttırmak olduğu söylenebilir. Ulusal varlık fonlarının ana kuruluş amaçları, hükümet ve ihracat gelirlerini dengede tutmak, gelecekte ortaya çıkması olası doğal kaynak kıtlığını dengelemek için tasarrufların kaynak zengini ülkelerde gelecek nesiller için biriktirilmesi sağlamak, yabancı rezervlerin yönetimini gerçekleştirmek (Urban, 2011: 50-51), yenilenemeyen emtia ihracatını çeşitlendirmek, politik stratejilere aracılık etmek, uzun dönemde sürdürülebilir sermaye büyümesini sağlamak, sosyal ve ekonomik kalkınmayı finanse etmek ve istenmeyen likidite fazlasını dağıtmak için parasal otoriteleri desteklemek olarak sıralanabilir (Sovereign Wealth Fund Institute, 2017). Ulusal varlık fonlarının değişen kuruluş amaçları bu fonların yatırım kararlarını ve ellerindeki kaynakların tahsisini de etkilemektedir. Tablo 1 istikrar ve tasarruf fonlarının, kaynak tahsisinde ve yatırım tercihlerinde farklılıklar olabileceğini göstermektedir.

Shunmugam (2012: 282)' a göre ulusal varlık fonlarının ortaya çıkışının arkasında dört temel neden bulunmaktadır: Döviz rezervlerinin aşırı birikiminin portföy çeşitlendirmesi arayışını da beraberinde getirmesi, büyümenin gelecekteki itici olarak üretimde etkinliğin artırılmasının gerekliliği, sermayenin etkin kullanımının sağlayan yerel ve küresel ölçekteki fırsatlardan yararlanarak sınırlı kaynaklara olan bağımlılığın azaltılması ihtiyacı ve sınırlı ve kıt kaynaklar gelecekte azaldıktan veya tükendikten sonra tüketim düzeyinin ve kazançların korunması arzusu. Belirtildiği üzere ulusal varlık fonlarının tek seferde ve aniden ortaya çıkmadığı görülmektedir. Aksine bu tür fonlarının ortaya çıkışı ekonomik ve politik koşulların gelişimine ve olgunlaşmasına bağlıdır. Başka bir ifadeyle ulusal varlık fonlarının doğuşu politik ve ekonomik ihtiyaçların netleşmesi nedeniyle.

Tablo: 2
Ulusal Varlık Fonlarının Amaçlarına Göre Sınıflandırılması

Kaynak	Ülke	Politika Amaçları				
		Makro İstikrar	Tasarruf	Emeklilik Rezervi	Rezerv Yatırım	Kalkınma
Petrol ve Doğal Gaz	Kuveyt	KIA, GRF	KIA, FGF			
	Kanada		AHSTF			
	Birleşik Arap Emirlikleri		ADIA			
	ABD		APF			
	Umman		SGRF			
	Brunei		BLA			
	Norveç	GPFG	GPFG	GPFG		
	Azerbaycan	SOF	SOF			
	İran	OSF	NDF			NDF
	Meksika	ORSF				
	Katar		QIA			
	Trinidad Tobago	HSF	HSF			
	Kazakistan	NF				NF
	Ekvator Ginesi		FFGEN			
	Sao Tome ve Principe		NOA			
	Doğu Timor	PF	PF			
	Bahreyn	FGRF	FGRF			
	Libya		LIA			
	Rusya	RF		NWF		
	Nijerya	NSIA	NSIA			
Papua Yeni Gine	PNGSWF				PNGSWF	
Venezuela	VMSF	VMSF				
Diğer Emtialar	Kiribati		KREF			
	Botsvana		BPF			
	Şili	ESSF		PRF		
	Moğolistan	FSF				FSF
Mali Fazla	Singapur		Temasek		GSIC	
	Malezya		KNBHD			
	İrlanda			NPRF		
	Yeni Zelanda			SF		
	Avustralya			FF		
	Güney Kore			KIC		
Döviz Rezervleri	Singapur				GSIC	
	Güney Kore				KIC	
	Çin				CIC	
Bağış	Angola	FSD	FSD			FSD

Simgeler: KIA: Kuwait Investment Authority; GRF: General Reserve Fund; GPFG: Government Pension Fund-Global; SOF: State Oil Fund; OSF: Oil Stabilization Fund; ORSF: Oil Revenues Stabilization Fund; HSF: Heritage and Stabilization Fund; NF: National Fund; PF: Petroleum Fund; FGRF: The Future Generations Reserve Fund; RF: Reserve Fund; ESSF: Economic and Social Stabilization Fund; FGF: Future Generations Fund; AHSTF: Alberta Heritage Savings Trust Fund; ADIA: Abu Dhabi Investment Authority; APF: Alaska Permanent Fund; SGRF: State General Reserve Fund; BLA: Brunei Investment Agency; QIA: Qatar Investment Authority; FFGEN: Fund for Future Generations of Equatorial Guinea; NOA: National Oil Account; LIA: Libyan Investment Authority; KREF: Kiribati Revenue Equalization Fund; BPF: Botswana Pula Fund; KHBHD: Khazanah Nasional BHD; NWF: National Wealth Fund; PRF: Pension Reserve Fund; NPRF: National Pensions Reserve Fund; SF: Superannuation Fund; FF: Future Fund; KIC: Korea Investment Corporation; GSIC: Government of Singapore Investment Corporation; CIC: China Investment Corporation; FSD: Fundo Soberano de Angola; NDF: National Development Fund; FSF: Fiscal Stability Fund; NSIA: Nigeria Sovereign Investment Authority; PNGSWF: Papua New Gine Sovereign Wealth Fund; VMSF: Venezuela's Macroeconomic Stabilization Fund.

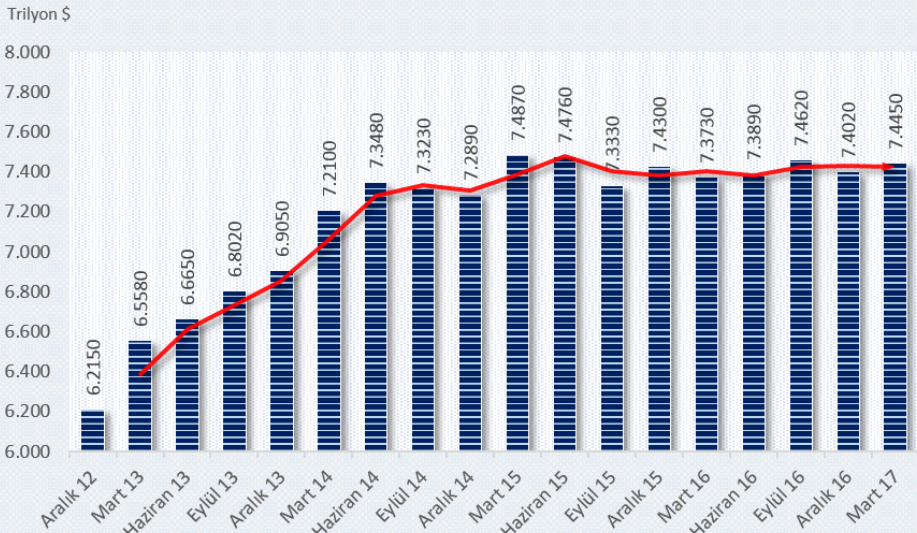
Kaynak: Kunzel vd., 2011: 4; Al-Hassan vd., 2013: 31 ve Sovereign Wealth Fund Institute, 2017.

3. Ulusal Varlık Fonlarının Tarihi, Gelişimi ve Mevcut Durum

Ulusal varlık fonları, önemli bir küresel finansal unsur olarak 21. yüzyılın ilk on yılından itibaren ülkelerin gündeminde yer alsa da bu tür fonların tarihi daha eskilere uzanmaktadır. 1854'te Amerika Birleşik Devletlerinin Texas eyaletinde kamusal eğitimi finanse etmek amacıyla kurulan Permanent School Fund, bilinen ilk ulusal varlık fonudur (Anthopoulos vd., 2016: 1). Anthopoulos vd. (2016: 1)' göre, Permanent School Fund'ı

takiben Texas eyaletinde 1876 yılında üniversiteleri finanse etmek için Permanent University Fund kurulmuştur. Günümüzde ilk modern ulusal varlık fonunun, 1953 yılında Kuveyt Yatırım Kurulu (Kuwait Investment Board) çatısı altında, petrol gelirlerinden elde edilen fazlanın yönetimi amacıyla Kuveyt'te faaliyete başladığı ve 1982 yılında Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority) adı altında resmi kişilik kazandığı görülmektedir (Kuwait Investment Authority,2017). İlerleyen yıllarda farklı adlar altında da olsa bir dizi ulusal varlık fonunun daha kurulduğu görülmektedir. Bunlar arasında, 1956 yılında faaliyete başlayan Kiribati Rezerv Fonu, 1598 yılında ABD New Mexico 'da kurulan yatırım konseyi, 1974 yılında Singapur'da kurulan Temasek Holdings ve 1976 yılında sırasıyla Birleşik Arap Emirlikleri, ABD ve Kanada'da kurulan Abu Dhabi Investment Authority, Alaska Permanent Fund ve Alberta's Heritage Fund yer almaktadır (Sovereign Wealth Fund Institute, 2017). İzleyen yılları takiben, 1980 ve 1990' larda çok sayıda ülke tarafından varlık fonu oluşturma veya kurma çabasına girildiği görülmektedir. Günümüzde ulusal varlık fonuna sahip ülkeler şu şekilde sıralanabilir: Norveç, Birleşik Arap Emirlikleri, Çin, Kuveyt, Suudi Arabistan, Hong Kong, Singapur, Katar, Güney Kore, Avustralya, Rusya, Libya, Kazakistan, İran, Amerika Birleşik Devletleri, Brunei, Malezya, Azerbaycan, Yeni Zelanda, Umman, Doğu Timor, Şili, Kanada, Bahreyn, İrlanda, Fransa, İtalya, Finlandiya, Peru, Cezayir, Meksika, Botsvana, Trinidad Tobago, Angola, Kolombiya, Nijerya, Panama, Bolivya Senegal, Irak, Filistin, Venezuela, Kiribati, Vietnam, Brezilya, Gabon, Gana, Moritanya, Moğolistan, Ekvator Ginesi, Papua Yeni Gine, Türkmenistan Ve Türkiye (Sovereign Wealth Fund Institute, 2017).

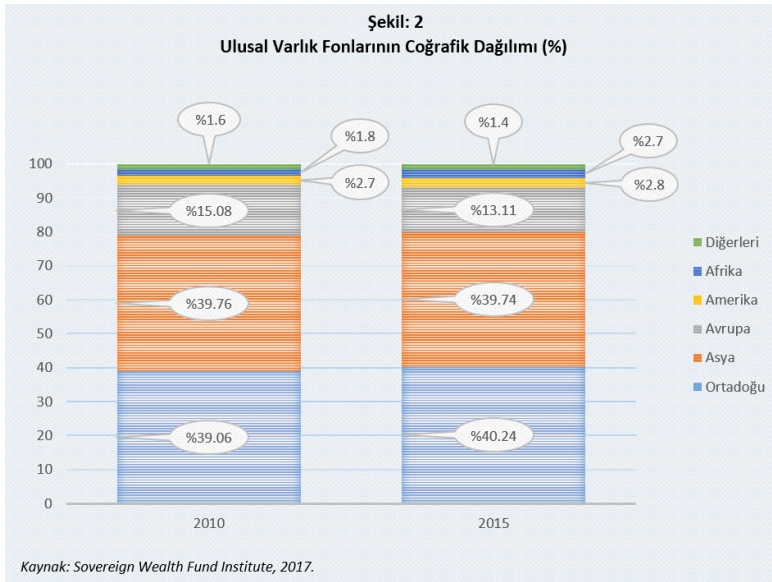
Şekil: 1
Ulusal Varlık Fonlarının Hacmi, Çeyrek Yıl Bazında (2012 Aralık-2017 Mart)



Kaynak: Sovereign Wealth Fund Institute, 2017.

Resmi olarak kurulduğu günden itibaren ulusal varlık fonlarının küresel finansal piyasalardaki sayısı ve varlık hacmi hızla artmaktadır. Dünya genelinde, toplam 80 ulusal varlık fonu, Mart 2017 itibarıyla 7.445 trilyon dolar değerinde bir varlık hacmini yönetmektedir (Sovereign Wealth Fund Institute, 2017). Şekil 1'e bakıldığında Aralık 2012 yılında küresel düzeyde toplam 6.215 trilyon dolar olan varlık fonları, Aralık 2013'te 6.950 trilyon dolara, Aralık 2014'te 7.2890 trilyon dolara ve Aralık 2015'te 7.430 trilyon dolara yükselmiştir. Son olarak ulusal varlık fonlarının değeri Aralık 2016 ve Mart 2017 tarihleri itibarıyla 7.4020 ve 7.445 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Ulusal varlık fonlarının son beş yıllık hacmine bakıldığında bu fonlarının hacminin yukarı giden bir trende sahip olduğu görülmektedir. Geçen beş yıllık süre zarfında ulusal varlık fonlarının küresel düzeydeki toplam değerinin 1 trilyon dolardan fazla arttığı görülmektedir. Aizenman ve Glick (2008: 2-5) ulusal varlık fonlarının hızlı bir şekilde büyümesini emtia fiyatlarının artışına, gelirin gelecek nesiller için korunması gerektiği anlayışına ve varlık birikiminin öneminin kavranmış olmasına bağlamaktadırlar.

Fonların bölgesel dağılımı dikkate alındığında, 2015 yılı itibarıyla fonların %40.24'ünün Orta Doğu, %39.74'ünün Asya, %13.11'inin Avrupa, %2.8'inin Amerika ve %2.7'sinin Afrika kaynaklı olduğu görülmektedir (Şekil 2) (Sovereign Wealth Fund Institute, 2017). Orta Doğu ve Asya ve kaynaklı fonlar, hükümet gelirlerini petrol fiyatlarındaki dalgalanmalardan korumak, yabancı sermaye girişlerini sterilize etmek (Anthopoulos vd., 2016: 7) ve gelecekte yenilenemeyen kaynakların tükenmesi durumunda gelecek nesillere tasarrufları aktarmak amaçlarına ulaşmak için kurulmuştur (Davis vd., 2001). 2015 yılı itibarıyla ulusal varlık fonu enstitüsü (2017) bu fonların gelirlerinin %56.6'sının petrol ve gaz gelirlerinden ve %43.4'ünün ise diğer kaynaklardan oluştuğunu tahmin etmektedir.



Tablo: 3
Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Varlık Fonları

Eyalet	İsim	Değer*	Kuruluş	Kaynak
Alaska	Alaska Permanent Fund	54.8	1976	Petrol
Texas	Texas Permanent School Fund	37.7	1854	Petrol ve diğer
New Mexico	New Mexico State Investment Council	20.2	1958	Petrol ve Gaz
Texas	Permanent University Fund	17.3	1876	Petrol ve Gaz
Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	7.3	1974	Mineraller
North Dakota	North Dakota Legacy Fund	4.3	2011	Petrol ve Gaz
Alabama	Alabama Trust Fund	2.7	1985	Petrol ve Gaz
Utah	Utah-SITFO	2	1896	Toprak ve mineral imtiyazları
Louisiana	Louisiana Education Quality Trust Fund	1.3	1986	Petrol ve Gaz
West Virginia	West Virginia Future Fund	Veri yok	2014	Petrol ve Gaz
Toplam		147.6		

* Milyar ADB Doları.

Kaynak: *Sovereign Wealth Fund Institute, 2017.*

Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü verilerine dayanarak en büyük beş ulusal varlık fonu olan Norveç Government Pension Fund, Abu Dhabi Investment Authority, China Investment Corporation, Kuwait Investment Authority ve SAMA Foreign Holdings'in yaklaşık 3.669 trilyon dolar değerinde yatırım miktarını yönettiğini tahmin etmektedir (tablo 4). Dünyanın en büyük beş yatırım fonunun, dünya genelindeki tüm yatırım fonlarının %50'sini kontrol yönettiği ortaya çıkmaktadır. Ayrıca en büyük 20 varlık fonun toplam değeri yaklaşık olarak 6.75 trilyon dolar olarak hesaplanmaktadır. Tablo 4'e bakıldığında ulusal varlık fonlarının kaynaklarının petrol gelirlerinin yanında Çin, Singapur, Avustralya ve Güney Kore örneğinde olduğu gibi emtia dışı gelirlere de dayandığı görülmektedir. Ayrıca Katar petrol gelirleri dışında gaz geliri de elde etmektedir. Bunun yanında Tablo 4 ve ulusal varlık fonu enstitüsü verileri dikkatle incelendiğinde Birleşik Arap Emirlikleri (BAE), Çin, Suudi Arabistan ve Singapur'un birden fazla varlık fonuna sahip olduğu görülmektedir (Sovereign Wealth Fund Institute, 2017). Örneğin Birleşik Arap Emirliklerinde 1976 yılında kurulan Abu Dhabi Investment Authority uzun dönemli finansal yatırımlara odaklanırken, 2002 yılında faaliyete başlayan Mubadala Investment Company ülke içindeki doğrudan yatırım projelerini desteklemektedir (Weiss, 2009: 4). Dünya genelindeki 80 ulusal varlık fonu içinde Amerika Birleşik Devletleri'nin 10 (Tablo 3), BAE'nin 7, Çin'in 5, Suudi Arabistan'ın 2 ve Singapur'un 2 varlık fonu mevcuttur. Tablo 3' de ABD'de mevcut olan varlık fonlarını gösterilmektedir. Bu fonların toplam büyüklüğü 147.6 milyar dolardır ve ABD'nin fon kaynakları petrol, gaz, toprak ve mineral imtiyazlarından oluşmaktadır.

Ulusal varlık fonlarının yabancı ülkelerde gerçekleştirdikleri yatırımlar, çok sayıda araştırmacı ve siyasi tarafından politik bir tehdit olarak algılanmaktadır. Bu fonların özellikle stratejik sektörler (teknoloji, bankacılık ve savunma) yönelik yaptıkları alımlar bu algının oluşmasına yol açmaktadır. Bu nedenle ulusal varlık fonlarına yönelik oluşan bu öngörünün kırılması amacıyla, bu fonların faaliyetlerinin şeffaflık düzeyini artıracak düzenlemeler hayata geçirilmeye başlanmıştır. Ulusal varlık fonlarının şeffaflığı ve açıklığı kendi aralarında farklılıklara sahiptir (Tablo 4). Bazı ülkeler fonların hareketlerini açıkça ifade ederken bazı ülkeler fon hareketleri hakkında detaylı bilgi vermekte ihtiyatlı davranmaktadır. Tablo 4'e bakıldığında Norveç'in (Government Pension Fund), Singapur'un (Temasek Holding), BAE Abu Dhabi'nin (Mubadala Investment Company) ve

Avustralya'nın (Australian Future Fund) en yüksek şeffaflık derecesine sahip olduğu ve kendi varlık fonları ile ilgili bilgileri paylaşmada şeffaf davrandığı görülmektedir.

Tablo: 4
Dünya Genelinde En Büyük 20 Ulusal Varlık Fonu

Ülke	Ulusal Varlık Fonu Adı	Değer ¹	Faaliyete Başlama	Kaynak	LMŞE ²
Norveç	Government Pension Fund	922.11	1990	Petrol	10
BAE ³ Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	828	1976	Petrol	6
Çin	China Investment Corporation	813.8	2007	Emtia dışı	8
Kuveyt	Kuwait Investment Authority	592	1953	Petrol	6
Suudi Arabistan	SAMA Foreign Holdings	514	1952	Petrol	4
Cin Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	456.6	1993	Emtia dışı	8
Çin	SAFE Investment Company	441	1997	Emtia dışı	4
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	350	1981	Emtia dışı	6
Katar	Qatar Investment Authority	335	2005	Petrol-Gaz	5
Çin	National Social Security Fund	295	2000	Emtia dışı	5
BAE ³ Dubai	Investment Corporation of Dubai	200.5	2006	Emtia dışı	5
Singapur	Temasek Holding	180	1974	Emtia dışı	10
Suudi Arabistan	Public Investment Fund	183	2008	Petrol	4
BAE ³ Abu Dhabi	Mubadala Investment Company	125	2002	Petrol	10
BAE ³ Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	110	2007	Petrol	Veri yok
Güney Kore	Korea Investment Corporation	108	2005	Emtia dışı	9
Avustralya	Australian Future Fund	99.4	2006	Emtia dışı	10
Rusya	National Welfare Fund	72.2	2008	Petrol	5
Libya	Libyan Investment Authority	66	2006	Petrol	1
Kazakistan	Kazakhstan National Fund	64.7	2000	Petrol	2

Kaynak: *Sovereign Wealth Fund Institute*, 2017.

¹ Milyar ABD Doları; ² Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi; ³ Birleşik Arap Emirlikleri.

4. Ulusal Varlık Fonlarının Ekonomik Rolü

Bir ülkede, finansal piyasaların ve kurumların gelişmiş olması o ülkenin kalkınması için büyük bir öneme sahiptir. Ancak bir ülkenin sürdürülebilir bir kalkınma çizgisinde yol alması için o ülkenin finansal piyasalarının ve kurumlarının gelişmiş olması yeterli olmamakta aynı zamanda kapsayıcı nitelikte de olması gerekmektedir (Acemoğlu & Robinson, 2017). Ulusal varlık fonları son yıllarda çok sayıda ülkede bir varlık yatırım kurumu olarak finansal piyasaların önemli bir unsuru haline geldiği görülmektedir. Ulusal varlık fonlarının günümüzde dikkate değer bir hacime ulaşmış olması hem yatırım yapan ülkenin hem de yatırım alan ülkenin ekonomik koşullarını etkileyebilmesini mümkün kılmaktadır. Bunun yanı sıra ulusal varlık fonu sahibi devletler yurt içindeki ekonomik yapıyı şekillendirebilmek için de bu fonları kullanabilmektedir. Dolayısıyla ulusal varlık fonları makroekonomik (maliye politikası, para politikası ve ödemeler bilançosu) ve mikro ekonomik boyutta ülkelerin ekonomik koşulların olumlu veya olumsuz etkileyebilmektedir. Ancak belirtmek gerekir ki ulusal varlık fonlarının ekonomiler üzerindeki rolü çoğunlukla teorik olarak tartışmaya açılmakta ve uygulamada bahsi geçen rollerin sınanmasına yönelik yapılan incelemeler sınırlı kalmaktadır.

Ulusal varlık fonları mali istikrarın sağlanmasına (Al-Hassan vd., 2013: 7), ekonomik dalgalanmaların etkilerinin hafifletilmesine ve öncelikli amaçları olmasa da mevcut istihdamın korunmasına ve istihdam yaratılmasına katkıda bulunur (Jory vd., 2010: 591). Örneğin mali istikrar fonları, devletlerin gelir ve harcama akışlarının düzenlenmesinde rol alarak hükümet bütçesindeki dalgalanmaları yumuşatabilir. Bunun yanı sıra tasarruf türündeki fonlar bütçe aracılığıyla, serveti gelecek nesillere aktarabilir. Ayrıca ekonomideki

dalgalanmaları az oranda etkileyebilmesine karşın emeklilik fonları, gelecekte yaşlanan nüfusa yönelik bir sigorta görevi görebilir. Ülke nüfusundaki yaşlanma oranının artması ve emeklilik sisteminin finanse edilememesi gelecekte işgücü üzerine yüksek vergi oranlarının konulmasını gerektirmektedir. Başka bir ifadeyle emeklilik karşılığı fonlar, uzun vadede, demografik yaşlanmanın artmasından dolayı kaynaklanan emeklilik ödemelerinin bütçe üzerinde oluşturacağı yükü hafifletecektir (Dixon & Monk, 2017: 88-89). Öte yandan ulusal varlık fonları zor durumda olan firmalara gerekli finansal sermayeyi sağlayarak hem firmaların kendi imkân ve becerilerini geliştirmelerine katkıda bulunurlar hem de firma çalışanlarının iş güvencesinin sürdürülmesine destek olabilirler (Cumming vd., 2016: 13). Ulusal varlık fonları hükümetin mali yönetiminin şeffaflığını ve hesap verilebilirliğini güçlendirir ve yatırımlar neticesinde yüksek kazançlar sağlayarak kaynakları elde tutmanın fırsat maliyetini azaltır (Xie & Chen, 2009b: 4) Buna karşılık ulusal varlık fonlarının yönetiminde ve yatırımlarında oluşabilecek başarısızlıklar yüksek mali riskleri de beraberinde getirebilir.

Ulusal varlık fonu kuran ülkelerin birçoğunun döviz rezervi fazlası olduğu bilinmektedir. Ulusal varlık fonları para politikasını etkilemek yoluyla döviz kurlarının aşırı değerlenmesini sınırlandırıp döviz kuruna istikrar kazandırır (Xie & Chen, 2009b: 5). Başka bir ifadeyle ulusal varlık fonları vasıtasıyla yapılan deniz aşırı yatırımlardan elde edilen kazançların ülkeye getirilmesi de döviz kuru istikrarının korunmasına katkı sağlar. Ayrıca cari işlemler fazlası veren ülkeler varlık fazlalarını sınır ötesi ülkelerde değerlendirerek ülke içinde oluşabilecek talep baskısını ve fiyat artışlarını engelleyebilirler. İlâveten ulusal varlık fonları ekonomik şok ve krizlerde ihtiyaç duyulan likiditeyi sağlar.

Ulusal varlık fonlarının ekonomilere diğer bir katkısı da ticaret dengesizliğinin ağırlığını taşımasıdır (Cumming vd., 2016: 14). Ekonomisi ihracata dayalı ülkelerde, ihracat gelirlerinin ithalat gelirlerine nazaran fazla olması ödemeler bilançosu fazlasının oluşmasına yol açar. Ancak kaynakların tükenmesiyle birlikte ihracat gelirleri azaldığında veya dışsal bir şok yaşandığında, ulusal varlık fonları belirli bir düzeye kadar o ülkenin ödemeler bilançosunun kötüleşmesini engelleyebilir. Yatırım alan ülke açısından bakıldığında, ulusal varlık fonları ülkeye para girişi anlamına geldiği için ülkenin sermaye hesabı üzerinde olumlu etkisi olur. Ancak ulusal varlık fonları yatırım yapılan ülkeden çıktığında sermaye hesabının kötüleşmesine yol açar. Bunun yanında yatırım alan ülke küçük bir ülke veya finansal piyasaları gelişmemiş ise ulusal varlık fonlarının o ülkeye girişinin ve çıkışının sermaye hesabı üzerindeki etkisi daha da çok belirleyici olabilir (Xie & Chen, 2009b: 8).

Ulusal kalkınma fonları aracılığıyla ekonomide belirli sektörlere veya altyapı yatırımlarına destek sağlanarak ekonomi harekete geçirilebilir veya ekonomik faaliyet düzeyini artırılabilir (Schubert, 2011: 32-33). Ancak, bu modelde ulusal varlık fonları, rekabeti kısıtlamamak adına, ekonomide özel piyasa teşebbüsleri gibi hareket etmelidir. Aksi halde ulusal kalkınma fonları iç ve dış özel kesim yatırımlarını dışlayabilir. Ayrıca ulusal kalkınma fonları teknoloji ve bilgi sağlayan stratejik işbirlikleri ile yabancı firmaları çekmede yardımcı olabilirler (Haberly, 2011: 1838).

Ulusal varlık fonları sosyal politikaları pasif olarak desteklemektedir. Ulusal kalkınma fonları vasıtasıyla eğitim ve sağlık yönlü sosyal politikaların desteklenmesi uzun vadede beşeri sermayenin niteliğini artırır (Dixon & Monk, 2017: 8). Ancak ulusal varlık fonları kanalıyla yabancı para rezervlerinin yurtiçi yatırımlara yönlendirilmesinin ülke ekonomisine ciddi etkileri vardır. Ulusal varlık fonları aracılığıyla yurt içi yatırımların yerel para birimiyle yapılması yerel fiyatların artışına açabileceği gibi yerel piyasada likidite fazlasına da yol açabilir (Xie & Chen, 2009b: 5).

5. Ulusal Varlık Fonları Lehine ve Aleyhine Görüşler

Ulusal varlık fonlarını savunanlara göre, bu tür fonlar bazı avantajlara sahiptir. Ulusal varlık fonlarının olumlu yönleri birkaç ana başlık altında toplanabilir:

- Ulusal varlık fonları belirli durumlarda (kriz dönemlerinde), finansal sisteminin işleyişine katkı yapmakta (Anthopoulos vd., 2016: 19) ve ülkelere mali çalkantıyla baş edebilme olanağı tanımaktadır (Miceli vd., 2015: 20). Ulusal varlık fonları, finansal sisteme yönelik güvenirliliğin azaldığı dönemlerde, finansal sisteme likidite aktararak sistemin ihtiyaç duyduğu güveni tazeleyebilir ve finansal piyasalara istikrar kazandırabilir. Örneğin 2008 küresel finans krizi sonrasında, ulusal varlık fonları, ABD’ de bulunan Citicorp, Merrill Lynch ve Morgan Stanley gibi mali sıkıntı içinde olan kurumlara 60 milyar doların üzerinde yatırım yaparak bu firmaların durumlarının daha da çok kötüleşmesini engellemiştir (Cohen, 2009: 717). Bunun yanı sıra 2011 yılında İrlanda rezerv emeklilik fonu bankacılık sektöründe faaliyette bulunan çöküşün eşliğindeki firmalara 12 milyar dolar transfer etmiştir (Miceli vd., 2015: 21). Keza Rusya, 2008 yılında, Rezerv Fonu aracılığıyla Rusya Menkul Kıymetler Borsasına likidite aktarımında bulunmuştur (Miceli vd., 2015: 21).
- Ulusal varlık fonları yükselen piyasa ekonomilerinin küresel sisteme uyum sağlamasını kolaylaştırır (Miceli vd., 2015: 11). Yükselen piyasa ekonomileri ulusal varlık fonları aracılığıyla yatırım yaptıkları ülkedeki firma ile ortak çıkarlara sahip olurlar. Böylece yatırım yapılan firmanın performansı ile ilgili kararlarda fon sahibi ülkenin söz hakkı doğmuş olur.
- Ulusal varlık fonları küresel arenada ülkeler arasında uzlaştırıcı rol oynar (Schubert ve Barenbum, 2010: 14). Özellikle küresel ekonomik çalkantı dönemlerinde, ülkelerin birbirine yönelttikleri suçlayıcı iddiaları azalır. Ayrıca ulusal varlık fonları ülkelerin refahının birbirine bağlı olduğunun anlaşılmasına yardımcı olur.
- Ulusal varlık fonları, sermayelerini yatırdıkları ülkenin yurtiçi tasarruflarına katkı yaparlar ve dış açıkların finanse edilmesini kolaylaştırırlar (Cohen, 2009: 717). Dolayısıyla ulusal varlık fonlarının yatırım yapılan ülkenin gelir kaynaklarının çeşitlenmesini ve riskin minimize edilmesini sağlar (Jory vd., 2010: 592).
- Ulusal varlık fonlarının uzun vadeli ve risk düzeyi düşük yatırımları tercih etmesi güçlü yatırım performansı göstermelerine yol açar (Schubert ve Barenbum, 2010:

12). Buradan hareketle ulusal varlık fonu yatırımlarının getirilerinin diğer yatırım türlerine nazaran daha garantidir denilebilir.

- Ulusal varlık fonlarının sahip olduğu uzun vadeli yatırım anlayışı, varlık gelirleri yenilenemeyen kaynaklara dayanan ülkeler için zenginliği gelecek nesillere aktarmak ve bu zenginliği çeşitlendirmek için bir fırsat olarak görülmektedir (Rios-Morales vd., 2012: 242).

Ulusal varlık fonları taşıdığı bazı risklerden dolayı eleştirilere maruz kalmaktadır. Ulusal varlık fonları aleyhine yönelik öne sürülen iddialar birkaç ana başlık altında toplanabilir:

- Ulusal varlık fonlarının çoğunlukla uzun vadeli yatırımlar olması ve en çok ihtiyacı olunan zamanlarda gidebilecek olmaları, bu fonların taşıdığı risklerden bir tanesidir (Cohen, 2009: 717). Bu durumda ulusal varlık fonları ülkenin finansal piyasalarına istikrar kazandırmaktan ziyade bu piyasaların işleyişini zedeleyebilecektir. Ancak bilimsel yazında bu görüşün aksine bulgulara ulaşılabilmektedir. Sun ve Hesse (2011) 166 ulusal varlık fonu yatırımını inceleyerek, bu fonların finansal piyasalarda istikra bozucu etkisi olmadığını sonucuna ulaşmıştır.
- Ulusal varlık fonlarına bir bütün olarak bakıldığında, sahip olduğu hacim nedeniyle finansal piyasaları tek başına yönlendirebilme kapasitesine sahip oldukları görülür (Cohen, 2009: 718). 2017 Mart itibarıyla 7.445 trilyon dolar değerindeki ulusal varlık fonları küresel finans piyasalarında az bir paya sahip olsa da bazı sektörleri etkileyebilecek güce sahiptir.
- Ulusal varlık fonlarının hareketleri hakkında açık bilgi verilmemesi, piyasalarda belirsizliğin ve yüksek oynaklığın oluşmasına neden olmaktadır (Beck & Fidora, 2008: 358). Ulusal varlık fonu yatırımcılarının bireysel ve kurumsal yatırımcılardan farklı olması, bu tür fonların yaptıkları işlemler ve izleyecekleri stratejiler hakkında çok fazla bilgiyi açığa vurmamalarına yol açmaktadır. Dolayısıyla bu tür fonlar sınırlı şeffaflık altında hareket ettikleri zaman piyasa dengesinin bozulmasına yol açabilirler.
- Ulusal varlık fonlarının devlet mülkiyetinde olması en çok tepki çeken unsurlardan biridir. Bu tür fonlar stratejik endüstrilerde (savunma, enerji sektörü) kontrolü ele geçirmek gibi jeopolitik amaçlar için kullanılabilirler (Cohen, 2009: 718-719). Ulusal varlık fonlarının ilan edilmemiş politik amaçlar taşıdığı anlayışına vurgu yapan bu özellik ulusal varlık fonlarının stratejik endüstrilerdeki teknolojiyi veya bilgiyi alabileceğini ve yatırım yaptıkları ülkenin hükümetini doğrudan veya dolaylı olarak etkileyebileceğini ifade etmektedir. Dolayısıyla ulusal varlık fonları tarafından gösterilebilecek bu tür bir davranış, yatırım yaptıkları ülkenin ulusal güvenliği için bir tehdit olarak görülebilmektedir. Son olarak ulusal varlık fonlarının devlet mülkiyetinde olması bir yana 2006'dan beri yapılan ulusal varlık fonu yatırımlarının en az yarısının, ekonomistler tarafından

otoriter rejim veya demokratik olmayan olarak sınıflandırılan ülkelerden gelmesi de ayrı bir tartışma konusu yaratmaktadır (Jing, 2015: 19).

- Ulusal varlık fonlarının diğer bir politik boyutu yatırım stratejilerinin izlenmesinde ortaya çıkmaktadır. Örneğin Çin, Tayvan ile diplomatik ilişkilerini kesmesi karşılığında Kosta Rika ile 300 milyon dolarlık tahvil satın alımı üzerine anlaşmıştır (Bowley, 2008). Her ne kadar geçmişte Çin'in diplomatik girişimi kötü örnek teşkil etse de ulusal varlık fonlarının hükümetlerin bir parçası değil devletlerin bir parçası olduğu dikkate alınmalıdır.
- Ulusal varlık fonlarının devletler tarafından kontrol ediliyor olması finansal piyasalarda adil rekabeti zedeleyebilir (Liu, 2013: 581). Ulusal varlık fonlarının sahipleri devletlerdir. Oysa finansal piyasalarda çoğunlukla kurumsal ve bireysel yatırımcılar yer almaktadır. Devletlerin ekonomik ve politik yönden bireysel ve kurumsal yatırımcılara göre daha güçlü olması, devletler lehine bir avantaj doğurmaktadır.

6. Sonuç ve Değerlendirme

Ulusal varlık fonlarının devletler için önemi her geçen gün artmaktadır. Devletler tarafından finanse edilen ve devletlerin mülkiyetindeki yatırım fonları olan ulusal varlık fonları, son yıllarda gerçekleştirdikleri faaliyetler nedeniyle akademik ve siyasi çevrelerin yoğun ilgisıyla karşılaşmış ve yönettikleri varlık hacmiyle küresel finans sektörünün en gözde yatırım kurumlarından biri olmayı başarmıştır. Küreselleşmenin ve finansallaşmanın sağladığı imkânlardan da yararlanarak ödemeler bilançosu, resmi döviz işlemleri, özelleştirme, devletlerin transfer ödemeleri ve kaynak ihracı gibi ekonomik kalem ve faaliyetlerden elde ettikleri varlık fazlalarını yurt içi ve yurt dışı finansal ve reel piyasalarda değerlendirme arayışında olan ulusal varlık fonları; ülkelerin kalkınmasına, nesillerarası adaletin sağlanmasına, gelecek nesillerin bütçe üzerinde oluşturacağı yükün azaltılmasına ve ülkelerin uluslararası piyasalara uyum sağlamsına katkıda bulunan finansal bir araç olarak görülmektedir.

Ulusal varlık fonları gerçekleştirdikleri faaliyetlerle hem yatırım yapan hem de yatırım yapılan ülkelerin ekonomik koşullarını etkileyebilmektedir. Bu tür fonlar, kriz dönemlerinde ekonomik dalgalanmaları hafifleterek ekonomik istikrarın sağlanmasında, devlet bütçesi üzerindeki yüklerin hafifletilmesinde ve ödemeler bilançosundaki dengesizliklerin giderilmesinde rol alabilmektedir. İlâveten ulusal varlık fonları yaptıkları yatırımlarla istihdam düzeyinin korumakta, istihdam yaratmakta, reel ekonomiyi harekete geçirmekte ve sosyoekonomik politikaları destekleyerek beşeri sermayenin niteliğini de arttırmaktadır.

Ulusal varlık fonlarının sahip olduğu bazı avantajlar, bu tür fonların çok sayıda kesim tarafından desteklenmesine yol açmaktadır. Ekonomik çalkantıların olduğu ve ekonomiye olan güvenin azaldığı dönemlerde finansal sistemin işleyişine katkı yapması, ülkelerin küresel ekonomiye uyumunu kolaylaştırması, yurt içi tasarrufların korunması, artırılması ve gelecek nesillere aktarılması, ülkelerin gelir kaynaklarının çeşitlendirilmesi ve güçlü yatırım performansı göstermesi gibi avantajlar, ulusal varlık fonları lehine bir tutumunun

gelişmesine neden olmaktadır. Oysa ulusal varlık fonları, bünyelerinde, bu tür fonlara yönelik tepkilerin ve kuşkuların oluşmasına neden olan bir dizi riski de barındırabilmektedir. Bu riskler, varlık fonlarının ihtiyacı olunan zamanlarda gidebilecek olmaları, varlık hacminin piyasaları ve bazı sektörleri yönlendirebilecek büyüklüğe erişmesi, faaliyetlerinin şeffaf olmaması nedeniyle piyasalarda belirsizliğe yol açması, devlet mülkiyetinde olması nedeniyle yatırım yapılan ülkelerde ulusal güvenliği zedeleyebileceğine ve piyasalarda rekabeti aksatabileceğine dair kuşkular oluşturması şeklinde sıralanabilir.

Kaynaklar

- Acemoğlu, D. & J.A. Robinson (2017), *Ulusların Düşüşü: Güç, Zenginlik ve Yoksulluğun Kökenleri*, (Çev. Faruk Rasim Velioglu), Doğan Kitap, İstanbul.
- Aizenman, J. & R. Glick (2008), "Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about Their Determinants and Governance", *NBER Working Paper*, 14562, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Alhasel, B. (2015), "Sovereign Wealth Funds: A Literature Review", *Journal of Economics and Business*, 78, 1-13.
- Al-Hassan, A. & M. Papaioannou, & M. Skancke & C.C. Sung (2013), "Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management", *IMF Working Paper*, WP/13/231, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Anthopoulos, I. & C. Pitelis & C. Liakou (2016), "The Nature, Performance and Economic Impact of Sovereign Wealth Funds", *FESSUD Working Paper*, No: 135, Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development, Leeds.
- Beck, R. & M. Fidora (2008), "The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets", *Interconomics*, 43(6), 349-358.
- Bertoni, F. & S. Lugo (2015), *The Use of Debt by Sovereign Wealth Fund*, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2656228>, 17.04.2017.
- Bowley, G. (2008), *Cash Helped China Win Costa Rica's Recognition*, <<http://www.nytimes.com/2008/09/13/world/asia/13costa.html>>, 28.04.2017.
- Chhaochharia, V. & L. Leaven (2008), "Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance", *CEPR Discussion Paper*, No. DP6959, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1308030>, 15.04.2017.
- Cohen, B.J. (2009), "Sovereign Wealth Funds and National Security: The Great Tradeoff", *International Affairs*, 85(4), 713-731.
- Cumming, D. & G. Wood & I. Filatotchev & J. Reinecke (2016), *New Investor Categories, Agility and HRM: The Case of Sovereign Wealth Funds*, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2864976>, 23.04.2017.
- Das, U.S. & Y. Lu & C. Mulder & A. Sy (2009), "Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Consideration", *IMF Working Paper*, WP/09/179, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Davis, J. & R. Ossowski & J. Daniel & S. Barnett (2001), "Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources Experience and Fiscal Policy Implications", *IMF Occasional Paper*, No: 205, International Monetary Fund, Washington, DC, <<http://www.imf.org/external/pubs/nft/op/205/>>, 10.05.2017.

- Demarolle, A. (2009), *Report to The Government of France on Sovereign Wealth Funds*, <http://www.paris-europlace.net/files/rapport_demarolle_en.pdf>, 15.06.2017.
- Dixon, A.D. & A.H.B. Monk (2017), "A Simple Typology of Sovereign Development Funds", in: M. Rietveld & P. Toledano (eds.), *The New Frontiers of Sovereign Investment*, New York: Columbia University Press, 83-100.
- Fotak, V. & X. Gao & W.L. Megginson (2016), "A Financial Force to be Reckoned With? An Overview of Sovereign Wealth Funds", *ECGI Finance Working Paper*, 476/2016, European Corporate Governance Institute, Brussels.
- Gomes, T. (2008), "The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability", *Discussion Paper*, 2008-14, Bank of Canada, Ottawa, Ontario.
- Haberly, D. (2011), "Strategic Sovereign Wealth Fund Investment and The New Alliance Capitalism: A Network Mapping Investigation", *Environment and Planning A*, 43(8), 1833-1852.
- Jing, L. (2015), "State as an Entrepreneur: A study of the Investment Contractual Terms and Level of Control of China's Sovereign Wealth Fund in its Portfolio", *Peking University Transnational Law Review*, 3(1), 1-140.
- Jory, S.R. & M.J. Perry & T.A. Hemphill (2010), "The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Financial Intermediation", *Thunderbird International Business Review*, 52(6). 589-604.
- Kunzel, P. & Y. Lu & I. Petrova & J. Pihlman (2011), "Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds-A Shifting Paradigm", *IMF Working Paper*, WP/11/19, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Kuwait Investment Authority (2017), *Overview*, <<http://www.kia.gov.kw/en/ABOUTKIA/Pages/Overview.aspx>>, 22.04.2017.
- Liu, Q. (2013), "Sovereign Funds", in: G. Caprio (ed.), *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, London: Elsevier, 575-583.
- Miceli, V. & A. Wöhrmann & M. Wallace & D. Steiner (2015), "Opportunities or Threats? The Current and Future Role of Sovereign Wealth Funds in Financial Markets", *DAWM Working Paper*, No: 14, Deutsche Asset and Wealth Management, New York.
- Monk, A.H.B. (2008), "Is CalPERS A Sovereign Wealth Fund?", *Brief No: 8-21*, Center for Retirement Research at Boston College, Chestnut Hill, MA.
- Monk, A.H.B. (2011), "Sovereignty in the Era of Global Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds and the Power of Finance", *Environment and Planning A*, 43(8), 1813-1832.
- Paulson, A.L. (2009), "Raising Capital: The Role of Sovereign Wealth Funds", *Chicago Fed Letter*, 258, 1-4.
- Rios-Morales, R. & M.A. Ramady & L. Brennan (2012), "GCC Sovereign Wealth Funds: Challenges, Opportunities, and Issues Arising from Their Growing Presence on the Global Landscape", in: M.A. Ramady (ed.), *The GCC Economies: Stepping Up To Future Challenges*, New York: Springer, 237-250.
- Rozanov, A. (2005), *Who Holds the Wealth of Nations*, <<http://www.libertyparkusafd.org/Hancock/Special%20Reports/Sovereign%20Wealth%20Funds/Who%20Owns%20the%20Wealth%20of%20Nations%20-%202005.pdf>>, 10.04.2017.
- Schubert, W. & L. Barenbaum (2010), "The Sovereign Wealth Fund Controversy: The Issues and Suggestions", *Journal of Applied Business and Economics*, 11(2), 11-20.

- Schubert, W. (2011), "Sovereign Wealth Funds and Dedicated Infrastructure Investment", *Journal of Applied Business and Economics*, 12(6), 32-39.
- Shunmugam, V. (2012), "Sovereign Wealth Funds and Emerging Economies-Reap the Good; Leave the Bad", *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 5(2), 281-296.
- Sovereign Wealth Fund Institute (2017), *What is a SWF?*, <<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>>, 20.04.2017.
- Sun, T. & H. Hesse (2011), "What do Sovereign Wealth Funds Imply for Financial Stability?", in: N. Boubakri & J.C. Cosset (eds.), *Institutional Investors in Global Capital Markets*, Bingley: Emerald Group Publishing Limited, 245-262.
- Urban, D. (2010), "Macroeconomic Considerations and Motives of Sovereign Wealth Funds Activity", *Contemporary Economics*, 5(2), 42-53.
- Yereli, A.B. (2017), "Varlık Fonu Nedir, Ne Değildir?", *Ocakbaşı Sohbetleri*, Türk Ocakları Genel Merkezi, 18 Şubat, Ankara.
- Weiss, M.A. (2009), *Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress*, CRS Report for Congress, No: RL34336, Congressional Research Service, Washington, DC.
- Xie, P. & C. Chen (2009a), "The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds", *Economic Research Journal*, 2, 4-17.
- Xie, P. & C. Chen (2009b), *Sovereign Wealth Funds, Macroeconomic Policy Alignment and Financial Stability*, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1420614>, 03.05.2017.