



Ulusal Varlık Fonları: Süreklileşme ve Yaygınlaşma

Sovereign Wealth Funds: Continuation and Proliferation of a State of Exception

Yavuz YAYLA¹

Article Info

Article History:

Date Submitted: 27.12.2018

Date Accepted: 09.01.2019

JEL Classification:

F30,

F50,

H10,

N10,

N20

Keywords:

Sovereign Wealth Funds,

International Economy,

Economic History

Abstract

One of the most controversial financial tool that has been come into the agenda in recent years is the Sovereign Wealth Funds (SWF) reached globally USD 7 trillion 450 billion and it reached USD 40 billion in our country. The SWFs which are formed on account of certain macroeconomic and microeconomic causes, are at the position to affect either domestic or international economics. These funds are generally formed through budget surpluses or the revenue to be gained from natural sources such as oil. The most important discussion and critics on the SWFs is the formation of these funds with public resources. Especially, the countries having not export surplus or natural resource revenue recently started to form these funds.

In this paper, we will have a look on economic and political developments of the SWF since 1816 when the Crédit Mobilier was formed until today. Additionally, the aims of formation, functions, resources and audit of the SWFs will be considered. Finally, the properties of the sovereign wealth fund to be formed in Turkey will be examined to figure out the advantageous and disadvantageous it may cause for the economics.

Özet

Son yıllarda ekonominin gündemine yerleşen en tartışmalı finansal araçlardan biri olan Ulusal Varlık Fonlarının (UVF), küresel olarak büyüklüğü 7 trilyon 450 milyar dolara ve ülkemizde ise 40 milyar dolara ulaşmıştır. Çeşitli makroekonomik ve mikroekonomik nedenlerle kurulan bir şirket olan UVF'ler hem ulusal hem de uluslararası ekonomiyi etkileyecek bir konumdadır. Bu fonlar genellikle ihracat gelirleri nedeniyle oluşan bütçe fazlalarından veya petrol gibi doğal kaynaklardan elde edilen gelirlerden oluşmaktadır. UVF'ler üzerinde yapılan en önemli

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Ondokuz Mayıs Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü (İletişim: yavuzyayla@gmail.com)

tartışma ve eleştiriler bu fonların kamusal kaynaklarla oluşturulmuş olmasıdır. Özellikle son yıllarda bir ihracat fazlası olmayan veya doğal kaynak gelirine sahip olmayan ülkelerde bu tip fonlar kurma yoluna gitmeye başlamışlardır.

Bu çalışmada, 1816 yılında kurulan *Crédit Mobilier*'den günümüze UVF'lerin ekonomik ve politik tarihsel gelişimine bakacağız. Ayrıca, UVF'lerinin kuruluş amaçları, işlevleri, kaynakları ve denetimi incelenecektir. Son olarak ise Türkiye'de kurulan ulusal varlık fonunun özellikleri incelenerek ekonomiye sağlayacağı avantajlar ve dezavantajlar ele alınacaktır.

Giriş

Günümüzde, Devletlerin finansal piyasalardaki artan önemi, döviz ve kamu varlıklarının devredilmesi yoluyla finanse edilen devlete ait yatırım fonları yani güncel adlandırmayla Ulusal Varlık Fonları (UVF)'nin artan önemiyle çok bağlantılıdır. Böylece UVF'leri küreselleşmiş dünyada önemli bir küresel oyuncu haline gelmiştir. Biz bu çalışmada ilk olarak UVF'lerin tanımı ve tarihsel gelişimi üzerinde duracağız. Ardından UVF'lere yönelik eleştirilere değinecek son olarak ise Türkiye'de UVF'lerin yapısına, oluşturulma nedenlerine ve UVF'lere yapılan eleştirilere değineceğiz.

1. UVF'lerin Tanımı ve Tarihsel Gelişimi

2000 yılına kadar, UVF'ler diğer finansal piyasa ajanlarından farklı bir çerçevede tanımlanmamıştır. Fakat bu durum, 2005 yılına gelinceye kadar, tüm dünyada ve özellikle Asya merkez bankalarında devlet varlıklarının olağanüstü büyümesi radara yakalanınca, *Andrew Rozanov* bu olguyu "ulusal varlık fonu" kavramıyla adlandırdı. Ayrıca bu gelişme, UVF'lerin zaman içinde giderek büyüyen fakat tehditkâr bir yatırımcı grubu olarak tanınmasına yol açmıştır (Rozanov, 2005: 1). Rozanov, 2005 yılında dünya ulusal varlık fonu havuzunu 895 milyar dolar olarak tahmin etmiştir. En büyük beş oyuncu ise toplam varlıkların %75'ini elinde tutmaktaydı (Rozanov, 2005: 1).

1.1.UVF'lerin Tanımı

Ulusal varlık fonu terimini bulan *Rozanov*'a göre "Tipik olarak, ulusal varlık fonları, uzun vadeli bütçe planlaması ve harcama kısıtlaması ile birleştiğinde, uygun makroekonomik, ticari ve mali pozisyonlar nedeniyle yıllar boyunca biriktirilen ulusal bütçe fazlalarının bir yan ürünüdür" (*Rozanov*, 2005: 1). Fakat aradan geçen beş yılın sonunda *Rozanov* yaptığı ilk tanımın "uygulanmayacak kadar belirsiz" olduğunu belirterek, ulusal varlık fonlarının "temel özellikleri ve farklı özelliklerinin belirlenmesinde daha net bir çerçeveye ihtiyacımız" (*Rozanov*, 2010: 5) olduğunu vurgulamıştır.

Ekim 2007'de Uluslararası Para ve Finansal Komite'de Ulusal Varlık Fonları ciddi olarak ele alındıktan sonra, UVF'lerin tedirgin yatırımcılarına ve UVF yatırımlarının alıcılarına güven verici uygulamaları belirlemek üzere 2008 yılında Uluslararası Varlık Fonlarına sahip olan 26 IMF üyesinden oluşan Uluslararası Çalışma Grubu (IWG) kurulmuştur (IWG, 2008, p.1). Uluslararası Çalışma Grubu'nun yaptığı ilk çalışmalardan biri UVF'ler üzerinde ortak bir konsensüs sağlamak üzere bir tanım ve çerçeve çizmek olmuştur. Buna göre, sahiplik, yatırım ve hedefler özelliklerine sahip olan "UVF'ler, hükümete ait özel amaçlı yatırım fonları veya düzenlemeleri olarak tanımlanır. Makroekonomik amaçlar için hükümet tarafından oluşturulan UVF'ler finansal hedeflere ulaşmak için varlıkları tutar, yönetir ve yabancı finansal varlıklara yatırım yapmayı içeren bir dizi yatırım stratejisi kullanır. UVF'ler genellikle ödemeler dengesi fazlası, resmi döviz işlemleri, özelleştirmelerden elde edilen gelirler, mali fazlalar ve/veya emtia ihracatından kaynaklanan hasılatlardan oluşmaktadır" (IWG, 2008, p.27).

Ulusal Varlık Fonları (UVF), hem yurtiçinde hem de yurt dışında her türlü finansal varlığa yatırım yapan Hükümetlerin sahip olduğu veya doğrudan kontrol ettiği fonlardır. UVF'ları, uzun vadeli olan Emeklilik Fonlarının veya her türlü yatırım stratejisini takip etme özgürlüğüne sahip olan Hedge Fonları ve diğer çeşitli finansal varlıkların bazı özelliklerini paylaşırken, UVF'lerin kendilerine özgü bazı benzersiz özellikleri de vardır. En ayırt edici özelliği, UVF'lerin hükümetlerle olan ilişkisidir. Bu ilişkinin ayırt edici yanı ise UVF'lerin finansal hedeflerden daha çok siyasi hedeflere odaklanmasıdır. Finansal kriz yada finansal kargaşa dönemlerinde UVF'ler *devletlerin* uzun vadeli düzenlemeleri doğrultusunda ekonomide ki kırılganlıkları önleyebilecek bir güce sahip olabilir. Andrew *Rozanov* da aynı noktaya dikkat çekmektedir: Özellikle, yüksek riskli yatırım stratejilerinin varlığında, devletlerin daha geniş

finansal alanın sunduğu olanaklar çerçevesinde, rasyonel olarak arzulan fırsatlardan yararlanmasını sağlamaktadır (Rozanov, 2008: 13-18). Fakat aynı zamanda *hükümetler* UVF'nin portföyünde bulunan yatırım araçlarını siyasi hedefleri doğrultusunda kullanarak kaynakların yanlış tahsisine neden olabilmektedir.

1.2.UVF'lerin Tarihi

UVF'lerinin tarihi yeni değildir. Kökeni, Fransa'nın, Fransız tasarruf bankaları ve postaneler tarafından denizaşırı ülkelerden toplanan vergiden muaf fonları ve hükümeti yönetmek için Fransız Caisse des Dépôts et Consignations'ı (CDC) kurduğu 1816 yılına kadar uzanmaktadır. Bugün, CDC mevduatlarını kamu konutlarını, üniversiteleri ve diğer sürdürülebilir kalkınma projelerini finanse etmek için kullanmaktadır (Xu, 2010:1).

Tarihsel olarak UVF'larına yine Fransa'da rastlamaktayız. Louis Bonaparte zamanında 1852 yılında kurulan Soci t  G n rale du Cr dit Mobilier, kapsamlı bir inceleme gerektiren çağımızın en ekonomik fenomenlerinden birisidir ve anonim toplumlar tarafından endüstriyel sorunların giderilmesi için sermaye sağlamak üzere oluşturulmuştur (Marx, 1856). Cr dit Mobilier sayesinde Fransa'nın bütün m lkiyet ve end strileri Louis Bonaparte'e karşı kişisel bir yük ml l k haline getirilmiştir (Marx, 1856).

Modern anlamda ilk UVF'nu 1953'te, İngiliz himayecisi altındaki bağımsız şeyhlik ya da bugünkü Kuveyt'te, fazla petrol gelirlerini yönetmek için Kuveyt Yatırım Yönetim Kurulunun kurulmasıyla hayata geçmiştir (Hassan, 2009: 31; Balin, 2008:1). İngiltere Merkez Bankası genel müdür yardımcısı Sir John Grieve, "Everest'in yamacındaki trafik gibi o zamandan fon sayısı artmakta" yorumunu yapmıştır (Xu, 2009:3).

İkinci UVF, Mikronezya'daki Gilbert Adalarının Gelir Eşitleme Rezerv Fonu ya da 1956'da İngiliz sömürge yönetimi tarafından fosfat ihracat vergisinden elde edilen gelirin toplanması ve yönetilmesi için oluşturulan bugünkü Kiribati Cumhuriyeti olmuştur (Hassan, 2009: 31).

Bir sonraki fon dalgası 1970'lerin petrol patlaması sırasında gerçekleşmiştir (Balin, 2008:1-2)². Kesicki'ye göre, 1976 yılında, petrol fiyatının 1970-1973 yılları arasında ortalama 13 ABD dolarından 1976'da 40 ABD dolarına yükselmesi nedeniyle, petrol zengini ülkelerde, pek çok hükümetin petrol üretiminin satışından kaynaklanan yüksek bir geliri vardır (Kesicki, 2010: 1597). Petrol gelirlerindeki bu yükselme özellikle 1976 yılında ve sonrasında UVF'lerin sayısının hızla artmasında etkili bir faktör olmuştur: Abu Dhabi Yatırım Kurumu, Kuveyt Gelecek Nesiller Fonu, ABD'nin Alaska Daimi Fonu Şirketi ve Kanada'nın Alberta Mirası Fonu (Hassan, 2009: 32). Petrol zengini bu ülkeler petrolden elde ettikleri gelirlerin ekonomilerinin aşırı derecede ısınmasının önüne geçmek üzere kurmuşlardır (Balin, 2008:2).

1953 yılından 1995 yılına kadar yaklaşık kurulan onaltı UVF'nun günümüzle kıyasladığımızda varlıkları çok düşüktü düzeyde gerçekleşmiştir. UVF sayısındaki son artış, 1990'ların sonunda, gelişmekte olan ekonomilerin cari işlemler açığının artmaya başladığı Asya finansal krizinin ardından gelmiştir (Xu, 2009:3).

Çin'in SAFE Yatırım Şirketi (SIC) 1997 yılında, Hong Kong Parasal Yönetim Yatırım Portföyü sırasıyla 1998 yılında ve 2005 yılında, Kore Yatırım Şirketi (KIC) 2005 yılında kurularak UVF kulübünde diğer hızlı büyüyen ekonomilerle birlikte yerini almıştır.

Bu süreçte yüksek enerji fiyatları da UVF'lerin sayısının artmasına neden olmuştur. Kesicki'nin de belirttiği üzere, petrol fiyatlarını etkileyen pek çok faktör vardır: talep, arz, damıtma, jeopolitik ve dolar kuru spekülasyonu ve enflasyon. Talep tarafında ise, Çin ve Hindistan gibi gelişmekte olan ülkeler ve Ortadoğu ülkeleri 2000 yılından bu yana doğalgaz ve petrol talep eden ülkelerin başında gelmiştir. Böylece, 1999 yılında İran Petrol İstikrar Fonu ve 2004 yılında Abu Dabi Mabadala Kalkınma Şirketi, elde edilen sermaye fazlalıklarının yabancı fonlara yatırılmasının önüne geçmek üzere kurulmuştur (Kesicki, 2010: 1597-8).

² Bir sonraki dalga, 1970'lerde ve 1980'lerde, petrol üreten ülkelerin yenilenemeyen ve değiştirilemeyen kaynaklardan elde edilen faydaların gelecekte gelir sağlamak için gerekli olduğunun farkına varılmasıyla petrol krizlerinin ardından geldi (Xu, 2009:3).

Hassan'a göre, petrol fiyatı 2007 yılında 140 dolara ulaştığında Körfez İşbirliği Konseyi Ülkeleri varil başına 100 dolar kadar tasarruf yapabileceklerini hesaplamışlardır. Petrol fiyatlarındaki bu artış da UVF varlıklarının birikim sürecini hızlandırmıştır (Hassan, 2009: 33).

UVF'ler günümüze ki kadar popüler olmasa da 2000 yılından 2008 yılına kadar ki süreçte 1.5 trilyon dolardan 3 trilyon dolara çıkmıştır (Balin, 2008:2). UVF'lerin büyüklüğü 1953 yılından günümüze kadar sürekli artmış olsa da, diğer yatırım fonları ile karşılaştırıldığında büyük olmakla birlikte, küresel sermaye piyasasının sadece bir kısmını oluşturmaktadır. Fakat gelecek tahminlerinde UVF'lerin payının yükseldiğini görmekteyiz (Tablo 1).

Tablo 1: Toplam müşteri varlıkları (ABD trilyon doları)

Müşteriler	2004	2007	2012	2016	2020 tahmin	2025 tahmin	Artış Oranı (%) 2016-2025
Emeklilik Fonları	21.3	29.4	33.9	38.3	53.1	64.6	6.0
Sigorta Şirketleri	17.7	21.2	24.1	29.4	38.4	44.7	4.8
Ulusal Varlık Fonları	1.9	3.3	5.2	7.4	10.0	13.6	7.0
HNWI	37.9	50.1	52.4	72.3	93.4	119.9	5.8
Kitlesel Refah Varlığı	42.1	55.8	59.5	67.2	84.4	102.2	4.8
Toplam Müşteri Varlıkları (TMV)	120.9	159.7	175.1	214.6	279.3	345.0	5.4
Küresel TMV	37.3	59.4	63.9	84.9	111.2	145.4	6.2
Yoğunlaşma Oranı (%)	30.9	37.2	36.5	39.6	39.8	42.1	0.7

HNWI: Net değeri yüksek bireysel yatırımlar (Finansal varlıklar içerisinde en az 1 milyon doları olması gibi).

Kitlesel Refah Varlığı: Kitlesel refah serveti, 100.000 ila 1.000.000 USD arasında olan nüfusun serveti olarak tanımlanmaktadır.

Kaynak: PwC AWM Research Centre analysis. Past data based on Lipper, ICI, Preqin, Hedge Fund Research, EFAMA, City UK, Insurance Europe, Financial Stability Board, Credit Suisse, Towers Watson, OECD and World Bank.

2. Ulusal Varlık Fonlarının Finansman Yolları ve Kurulma nedenleri

Özellikle iktidardaki hükümetler tarafından hayata geçirilen ulusal varlık fonlarının her biri ülkelerin siyasi ve ekonomik koşullarına göre farklı özellikler göstermektedir. Ülkelerin gelişen koşullarına göre UVF'lerin başlangıçta öngörülen özellikleri zamanla değişebilmektedir. Genel olarak UVF'lerin özellikleri şu şekildedir:

Ulusal varlık fonları üç strateji ile finanse edilmektedir (Balin, 2008:2). Birincisi, doğal kaynak ihraç eden ülkeler, tipik olarak, UVF'larını, devlet tarafından sahip olunan veya vergilendirilen mallar üzerindeki gelirler aracılığıyla finanse etmektedir. Doğal kaynak ihraç eden ülkeler tarafından tutulan fon örnekleri arasında Norveç Hükümeti Emeklilik Fonu ve Birleşik Arap Emirlikleri'nin Abu Dhabi Yatırım Kurumu bulunmaktadır. Ülkelerin UVF'lerini finanse ettikleri ikinci yol, varlıkların döviz rezervlerinden aktarılmasıdır. Singapur, Çin ve Güney Kore gibi doğal olmayan kaynak ihracat bölgeleri bu ikinci rotanın birincil kullanıcılarıdır. Üçüncüsü ise, tüm egemen varlık fonları en azından kısmen uluslararası piyasalarda devlet borçlarının ödenmesiyle finanse edilmektedir. Tipik olarak, eğer bir egemen uluslararası sermayeden aldığı sermayenin tamamını harcamazsa, kalan fonlar yabancı rezervine veya devlet servet fonu sahiplerine verilir.

UVF'nin kurulma nedenleri ise Balin tarafından şu şekilde sıralanmaktadır (Balin, 2008:4): İlk olarak, doğal kaynak ihracatçıları tarafından tutulan fonların çoğu, gelecekteki devlet emeklilik maaşları, varlık likiditesi ve mali gelirlerin günümüzün ihracat kazançları ile garanti altına alındığı nesiller arası transfer mekanizmaları oluşması için kurulmuştur. Böylece, gelecekte bir gün ülkenin doğal kaynakları tükendiğinde, gelecek kuşaklar atalarının kazançlarını kullanarak müreffeh bir şekilde yaşamaya devam edebilirler. İkincisi, bir ülkenin karşılaştırmalı avantajlarının karşılaşılabileceği şoklara dayanabilmek için ülkelerin gelirini çeşitlendirmek üzere kurulabilirler. Bu yolla, bir ülke bir rekabetçilik krizi ile karşı karşıya kaldığında, ülkenin rekabet avantajlarını yeniden canlandırabilecek olan ekonominin yeni sektörlerine yeniden yatırım yapmak için ulusal varlık fonu varlıkları devreye sokulabilir. Üçüncüsü, ülkeler, merkez bankası rezervlerinde tutulan varlıkların getiri oranını artırmak için ulusal varlık fonları kurmaktadır. ABD veya Avrupa ülkeleri tahvilleri dışındaki menkul kıymetlere yatırım yaparak, çoğu döviz rezervinin getirdiği % 3-5 yıllık kazançların üzerinde

getiri sağlayabilirler. Son olarak, bazı ulusal varlık fonları ise –sözde veya gerçekte- aynı zamanda çok uluslu şirketlerin yatırımlarını ve teknolojik transferlerini yerli sanayileri teşvik etmek üzere kurulmaktadır.³

3. UVF’lerin Eleştirisi

Öncelikle belirtmelidir ki, Lyons, “dünya çapında stratejik hisselerle sahip olmak için devlet kontrolündeki fonların kullanılması”nı “devlet kapitalizminin yükselmesi” olarak adlandırırken (Lyons, 2007:1), Ian Bremmer ise bu süreci “devletin geri dönüşü” olarak adlandırmaktadır (Bremmer, 2008). Bu gelişme ise serbest piyasa taraftarı ülkelerden çok hegemonya sahibi ülke veya ülkeleri daha çok tedirgin etmiştir.

UVF’ler dünya çapındaki hükümetlerin ellerindeki tek yatırım aracı değildir: merkez bankalarının yönettiği döviz rezervleri ve yönetilecek ve yatırım yapılacak büyük emeklilik fonları vardır. Ancak hiçbiri UVF’ler ile aynı derecede ilgi ve endişeyi ortaya koymamıştır (Xu, 2010:1). *Yi-chung Xu*, özellikle, Çin’in uluslararası finansal sistemde yeni bir oyuncu olarak gerçekleştirdiği eylemlerin, dünyanın en büyük ekonomisindeki ve diğer zengin ülkelerin ekonomilerindeki finansal istikrar üzerinde doğrudan etkisi olabileceği endişesi olduğunu belirtmiştir (Xu, 2009:9). Çin faktörüne ilaveten Abu Dhabia, Singapur gibi ülkelerin UVF’larına yaptıkları eklemelerin sürekli artması ABD açısından korku ve endişe kaynağı haline gelmiştir: “Ulusal varlık fonlarının özellikle iktidarında, demokratik mekanizmalara sahip olmayan, şeffaflığa kapalı ve bazıları ABD müttefiki olmayan bir grup ülkeye doğru güçte bir kaymayı temsil etmektedir” (Francis, 2007)⁴. *Xu*’ya göre, aslında bu ifadeler, tarihsel olarak

³ Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü ise UVF’lerin kurulma nedenlerini ve bu amaçla hareket eden ülkeleri şu şekilde sınıflamaktadır: Yenilenemeyen malların çeşitlendirilmesi (Özellikle İran, Kazakistan, Katar ve Kuveyt); Ulusal tasarrufların geri dönüşünü arttırmak (Özellikle Alaska ve Bostwana); Hâlihazırdaki gereksiz dolar likiditesini arttırmak (Özellikle Umman); Doğrudan yurtiçi ekonomik kalkınma hedeflerini gerçekleştirmek (Özellikle Vietnam); Ulusal varlıkların uluslararası satın alma gücünü koruyan ve artıran uzun vadeli getiriler elde etmek (Özellikle Azerbaycan, Abu Dabi, Çin, Brezilya ve Norveç) (SWF Rankings)

⁴ 2007 yılında bir ABD radyosunda Mr. Setser ve Davidson arasında geçen diyalog şu şekildedir:

“Mr. Setser: Egemen servet fonlarının özellikle iktidarda, demokratik mekanizmalara sahip olmayan, şeffaflığa kapalı ve bazıları ABD müttefiki olmayan bir grup ülkeye doğru güçte bir kaymayı temsil etmektedir.

Davidson: Oynamak için yarım trilyon dolar veya trilyon doların olsaydı, ABD’yi durgunluğa sokar mısın?

Mr. Setser: Evet. Yapabileceğini düşünüyorum.

Davidson: İşte korku bu. Bu hükümetler büyük yatırımlarını ABD ekonomisine veya *dünya ekonomisine zarar vermek için kullanabilirler*. Setser, yapmanın çok zor olmadığını söyledi. Örneğin, yavaş yavaş çok sayıda ABD doları veya ABD hazine bonusu alabilir ve hepsini bir günde satabilirler.” (Francis, 2007) (Cümlenin altı tarafımızdan çizilmiştir.)

küresel kural koyucular olan endüstriyel ülkelerden uluslararası refahın ana aktörü olmayan ve uluslararası finansı yöneten uygulamaları, normları ve sözleşmeleri şekillendirmede çok az rolü olan veya hiç rolü olmayan ülkelere geçmişte ve şimdi olduğu gibi uluslararası refahın yeniden dağıtıldığını göstermektedir (Xu, 2009:10). Fakat Xu'ya göre son tahlilde, UVF'ler ne yeni bir meseledir ne de büyüklükleri uluslararası finansal sistemi veya ABD ekonomisini istikrarsızlaştırmaya yetecek kadar büyüktür. Ayrıca, "net ve gelecekteki tehlike" gibi bir şey olsa bile, asıl sorun, uluslararası toplumun ve özellikle zengin ülkelerin, gelişmekte olan ekonomilerin küresel kuralda "eşit ve kalıcı ortaklar" olarak yer alması gerektiği gerçeğine uyum sağlamalarıdır (Xu, 2009:19).

Xu'ya göre, UVF'ler ile ilgili endişe ve korkuların özellikle hedef ve potansiyel kurbanlarının OECD ülkelerine yönelik olmasıdır (Xu, 2009:16). Xu'ya göre, UVF'leri tartışmalı kılan olgu, büyüklüğünün veya hızlı yükselişinin giderek artması değil, daha çok sanayileşmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki borçlu-alacaklı pozisyonunun tersine dönmesidir (Xu, 2009:2-15). UVF'lerin, hükümet tarafından oluşturulması ve desteklenmesi nedeniyle, küresel finansal sistemde özel piyasa aktörlerinden farklı bir rol oynayabileceği olasılığı endişe ve korkuların temel dayanağını oluşturmaktadır. Çünkü Xu'nun da belirttiği üzere, hükümetler paradan daha çok güçle ilgilenmektedirler. Hükümetlerin, özel yatırımcılardan, özellikle de demokratik ve şeffaf olmayan hükümetler daha çok endişe kaynağı yaratmaktadır (Xu, 2009:14-15).

UVF'larına yönelik ilk eleştiri, verimlilikleriyle ilgilidir. Buna göre, doğal kaynak ihraç eden ülkelerdeki ulusal varlık fonlarının güçlü ve zayıf doğal kaynak fiyatlarının süreleri arasındaki likidite, devlet harcamaları ve emeklilik yükümlülüklerini "pürüzsüzleştirmek" hedefine ulaştığını gösteren çok az kanıt bulunmaktadır. Daha da önemlisi, UVF'lere sahip ülkelerin, mali politikalarla fon operasyonlarını koordine etmesinin zor olması nedeniyle UVF'lerin bünyesinde bulunan şirketlerin yatırımlarının yeni yüksek teknoloji endüstrilerini geliştirmeyi amaçlayan hükümet programlarıyla uyumlu olarak gerçekleşmediğini göstermiştir. Çünkü bazı ülkelerde UVF'ler 'ulusal' esenlik adına hükümet programından ayrıldılar ve sadece bir ilkeyle hareket ettiler: kendini koruma. Ayrıca UVF'ler ve kendi ana ülkeleri

arasında ilginç bir paradoks daha vardır: Bir ülke bir ticari metaya ne kadar bağımlı ise UVF'lerin kendi amacına ulaşması o kadar zordur (Kern, 2007: 17 aktaran Balin, 2008:10).

UVF'lerinin varlığına karşı ikinci bir argüman, emtia kazançları tarafından finanse edilmeyen fonlarla ilgilidir. Bu durumda, ulusal varlık fonları sadece sterilize para birimi müdahalesi yoluyla büyüebilir ve bu nedenle, sterilizasyonlar sırasında tahsis edilen tahvillerden daha yüksek getiri elde etmek zorundadır ama sterilizasyon araçlarının doğal kaynak kazançlarıyla desteklenmediğinden, tahvillerin yüksek faiz oranları ulusal varlık fonları için zor bir geri dönüş ortamı yaratmaktadır. Bu yüksek oranlar ise, aşırı risk alma sürecine katılmak için UVF'leri teşvik edebilir ve bir ülkenin iflas etmeyeceği bir ortam yaratsa da finansal bolluğu etkili bir şekilde yönetemez (Balin, 2008:10).

UVF'lere yönelik üçüncü eleştiri, karşılaştırmalı üstünlüklerde şoklara cevap vermek için kullanılacak bir finansal taban oluşturma hedefleri yanlış yönlendirilmiştir. Muhtemel karşılaştırmalı avantaj şoklarına karşı korunmak için ülkenin ekonomisini çeşitlendirmek üzere yatırım yapmak, bir şok meydana geldiğinde bir ekonomiyi yeniden inşa etmek için bir "bağış" yaratmaktan çok daha mantıklıdır (Balin, 2008:10).

UVF'lere yönelik dördüncü eleştiri ise, uluslararası gözlemciler ulusal varlık fonlarını gizlilik ve şeffaflık nedeniyle eleştirmektedirler (Balin, 2008:10).

4. Türkiye'de Ulusal Varlık Fonları

Türkiye biryandan neoliberal politikaları sıkı sıkıya uygularken bir yandan da ekonomiye "devletin geri dönüşü" (Bremmer, 2008) ve "devlet kapitalizminin yükselmesi" (Lyons, 2007:1) sürecine de yönelmeye başlamıştır. Bunun yaşama pratik yansıması ise Türkiye Varlık Fonunun kurulması olmuştur.

Türkiye Varlık Fonu 2016 yılında "sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurtiçinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek için Türkiye Varlık Fonu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmek üzere" kurulmuştur (TVF, 2016).

Türkiye Varlık Fon'unun kaynakları ilgili kanunda şu şekilde sıralanmaktadır: a) Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından; özelleştirme kapsam ve programında bulunan ve Türkiye Varlık Fonuna devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına karar verilen nakit fazlasından. b) Kamu kurum ve kuruluşlarının tasarrufu altında bulunan ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklardan. c) Türkiye Varlık Fonu tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklardan. ç) Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklardan. d) İktisadi devlet teşekküllerinden, bunların müessesese, bağlı ortaklık, işletme, işletme birimleri ile varlıkları ve iştiraklerindeki kamu paylarından, sermayesinin tamamı veya yarısından fazlası Devlete ve/veya diğer kamu tüzel kişilerine ait olan ticari amaçlı kuruluşlardaki kamu paylarından, sermayesinin tamamı kamuya ait olan ticari amaçlı kuruluşların sahip olduğu hisse ve varlıklardan oluşmaktadır (TVF, 2016).

TVF'nin ana amaçları ise yine ilgili kanunda şu şekilde sıralanmaktadır: a) Önemli kamu varlıklarında değer artışı sağlayarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmak. b) Katılım finansmana uygun varlıkların gelişmesine destek olmak; Sermaye piyasalarının araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak. c) Türkiye'ye daha fazla yatırımcı ilgisini çekmek ve yeni yatırımlar için sermaye sağlamak. d) Stratejik önem arz eden sektörlerin gelişmesine ve büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek amacıyla Türkiye Varlık Fonu'nu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmek (TVF, 2016).

TVF'nin amaçları ise yine kurumun kendi sitesinde şu şekilde belirtilmektedir: a) Özelleştirme kapsam ve programındaki, Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından TVF'ye devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan aktarılmasına karar verilen nakit fazlası. b) Bakanlar Kurulu tarafından TVF'ye aktarılmasına karar verilen ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklar. c) Türkiye Varlık Fonu tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklar. d) Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklar (TVF, 2016).

Tablo 2: TVF'nun Aralık 2018 itibariyle sahip olduğu portföyü (TVF, 2016).

<i>Şirket</i>	Varlık Boyutu (Milyar \$)	Hazine Tahvilleri (%)	Halka Açık Hisseler (%)
Ziraat Bankası	96.9	100	-
BOTAŞ	5.3	100	-
Türk Telekomünikasyon	7.6	6.68	13.3
Türkiye Petrolleri	0.4	100	-
ÇAYKUR	0.9	100	-
TÜRKSAT	0.6	100	-
Türk Hava Yolları	15.8	49.1	50.2
Halk Bankası	60	51.11	48.8
PTT	1.1	100	-
Eti Maden	-	100	-
Borsa İstanbul	2.2	73.6	-
Denizcilik İşletmeleri	-	49	
Kayseri Şeker Fabrikası	-	10	
Lisanslar			
Piyango, Hemen-Kazan, Sayısal Loto, Şans Topu, On Numara ve Süper Loto oyunları vb. 49 yıllığına			
At yarışları 49 yıllığına			
Gayrimenkuller			
Mülkiyeti Hazineye ait Antalya, Aydın, İstanbul, Isparta, İzmir, Kayseri ve Muğla'da bulunan bazı taşınmazlar. TCDD İzmir Limanı devri işlemleri tamamlanıncaya kadar TCDD'nin yönetiminde kalmasına ve TCDD tarafından işletilmeye devam edilmesine karar verilmiştir.			

Dünyadaki başarılı Ulusal Varlık Fonları esas alınarak yapılandırılacak olduğu söylenen Türkiye Varlık Fonunun kurulmasıyla elde edilecek beklentiler yasanın gerekçesinde belirtilmiştir (TBMM, 2016). Buna göre;

- a) Büyüme oranında ilave artış sağlanacak.
- b) Sermaye piyasalarında büyüme ve derinleşmesi hızlanacak.
- c) İslami finansman varlıklarının kullanılması yaygınlaşacak.
- d) Yapılacak yatırımlarla yüzbinlerce kişiye ek istihdam olanakları sağlanacak.
- e) Savunma, havacılık, yazılım gibi teknoloji yoğun sektörlerdeki yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesiyle küresel oyuncu konumuna geçmeleri sağlanacak.
- f) Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanacak.
- g) Katılım finansmanı sektör payı artırılacak.
- h) Arz güvenliğini sağlamak üzere, Türkiye için önem taşıyan petrol, doğalgaz gibi yurtdışındaki stratejik sektörlerde yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi gerçekleştirilecek.
- i) Bu Fon, ekonominin yapısal sorunlarını aşmakta katkı sağlamanın yanı sıra dış politikanın önemli bir enstrümanı olarak Türkiye'nin uluslararası arenada daha fazla söz sahibi olmasına katkı sağlayacaktır.

4.1. Türkiye Varlık Fonuna Yönelik Eleştiriler

İlk olarak, Türkiye Varlık Fonu, herhangi bir emtiaya ya da bir gelir fazlalığına dayanmamaktadır. Çünkü Türkiye'nin petrol, doğalgaz gibi bir malı ihraç ederek elde ettiği gelirleriyle yaratabildiği bir bütçe fazlası olmadığı gibi cari fazlası veya fazla veren bir kamu emeklilik sistemi de yoktur (Eğilmez, 2016). Bu nedenle, fonun yatırım amacıyla mı yoksa borçlanma gereksinmesini karşılamak amacıyla mı kurulduğu net değildir (Konukman ve Şimşek, 2017:1939). İkincisi, Fon'un giderlerinin hangi alanlara yöneleceği konusunda yasada hiçbir açıklama bulunmamaktadır ki bu durumda yapılacak gider denetiminin neye dayanarak

yapılacağı belirsizdir (Eğilmez, 2016). Fonun Sayıştay denetiminin dışına çıkarılması mali sorunlar yaratabilecektir (Konukman ve Şimşek, 2017:1939). Üçüncüsü, bütçeye gidecek gelirlerin bir bölümü bu Fon'a aktarılmakta ve sonuç olarak bu durum bütçe gelirlerinin azalmasına ve bütçe açıklarının artmasına yol açacaktır (Eğilmez, 2016). Dördüncüsü, Bankaların finans sektöründeki egemenliğinin azaltılması ve İslami finans uygulamasının artırılması gibi bir amaç genel olarak dünya uygulamalarına da bakıldığında Varlık Fonu'nun amaçlarıyla bağdaşmamaktadır (Eğilmez, 2016).

SONUÇ

Genel olarak Ulusal Varlık Fonları günümüz dünyasında küresel finans piyasalarında etkili bir oyuncu olmak yolunda daha çok çaba harcamak yerine ekonomik büyüme ve kalkınma yolunda ülkelerin yeni yol arayışının sonucudur diyebiliriz. Ulusal Varlık Fonlarının tüm dünyada ve özellikle serbest piyasa ekonomileri olarak nitelenen Kuzey ülkelerinin karşısında yer alan devlet-kapitalizmini temsil eden Güney ülkelerinde yükselişe geçmesi Kuzey ülkeleri ve özellikle ABD tarafından ilk başlarda bir korku ve tehdit olarak algılanmıştır. Zamanla UVF'lerin kurulması başta ABD olmak üzere Kuzey ülkelerine de sıçramıştır. Bu gelişmede 2008'den bu yana Dünya ekonomisinin yakasını bırakmayan ve özellikle semptomlarını finansal alanda gösteren ekonomik büyük depresyonun süreklilik haline gelmesi etkili olmuştur.

Dünya örneklerine baktığımızda UVF'ler genel olarak doğal kaynak ve ihracat fazlasına sahip ülkeler tarafından kurulmaktadır. Türkiye ise UVF'leri politikasında anılan her iki fazlaya da sahip olmadığı için fonun kaynaklarını kamu kaynaklarından oluşturma yoluna gitmiştir. Kamu kaynaklarıyla yaratılan 'refah' böylece bir 'fona' devredilmiştir. Oysa zaten bir değer yaratıcısı olan kamu kaynaklarının fonun kaynağını oluşturması yerine ekonomik büyüme ve kalkınmanın gerçekleştirilmesi açısından yüksek teknoloji üreten, insan sermayesine yatırım yapan bir politikanın üretilmesi ve hayata geçirilmesi gerekmektedir.

EK:

Tablo: UVF'lerin Yönetimi Altındaki Varlıkların Piyasa Tahminleri

Ülke	Fon İsmi	Başlangıç Yılı	Fon Kaynağı	2016 Yılı Büyüklüğü
Norveç	Devlet Emekli Sandığı-Küresel	1990	Meta (Gaz ve Petrol)	841.09
BAE-Abu Dhabi	Abu-Dhabi Yatırım Kurumu	1976	Meta (Gaz ve Petrol)	828.00
Çin	Çin Yatırım Şirketi	2007	Ticaret Fazlası	813.51
Kuveyt	Kuveyt Yatırım Kurumu	1953	Meta (Gaz ve Petrol)	524.00
Singaur	Singapur Yatırım Hükümeti	1981	Ticaret Fazlası	359.00
Katar	Katar Yatırım Kurumu	2005	Meta (Gaz ve Petrol)	320.00
Çin	Ulusal Sosyal Güvenlik Fonu	2000	Ticaret Fazlası	295.00
BAE-Dubai	Dubai Yatırım Şirketi	2006	Meta (Gaz ve Petrol)	187.67
Suudi Arabistan	Kamu Yatırım Fonu	1971	Meta (Gaz ve Petrol)	230.00
Singapur	Temasenk Holdingi	1974	Ticaret Fazlası	197.00
Rusya	Ulusal Varlık Fonu ve Rezerv Fonu	2008	Meta (Gaz ve Petrol)	110.85
Avustralya	Avustralya Gelecek Fonu	2006	Meta olmayan ürünler	102.58

Kore Cumhuriyeti	Kore Yatırım Şirketi	2005	Devlete Bağlı Şirketler	122.30
Kazakistan	Kazakistan Ulusal Fonu	2000	Meta (Gaz ve Petrol)	64.20
BAE-Dubai	Mubadala Yatırım Şirketi	2000	Meta (Gaz ve Petrol)	126.71
Libya	Libya Yatırım Kurumu	2006	Meta (Gaz ve Petrol)	66.00
Brunei	Brunei Yatırım Ajansı	1983	Meta (Gaz ve Petrol)	40.00
Malezya	Khazanah Ulusal Berhard	1993	Devlete Bağlı Şirketler	21.66
Azerbaycan	Azerbaycan Devlet Petrol Fonu	1999	Meta (Gaz ve Petrol)	36.02
Yeni Zelanda	Yeni Zelanda Emeklilik Fonu	2001	Meta olmayan ürünler	25.87
Doğu Timor	Timor-Leste Petrol Fonu	2005	Meta (Gaz ve Petrol)	16.60
BAE	Emirlik Yatırım Kurumu	2007	Meta (Gaz ve Petrol)	34.00
BAE-Abu Dhabi	Abu Dhabi Yatırım Konseyi	2007	Meta (Gaz ve Petrol)	110.00
BAE-Abu Dhabi	İstitmahr Dünyası	2003	Devlete Bağlı Şirketler	11.50
Bahreyn	Mumtalakat Holding Şirketi	2006	Devlete Bağlı Şirketler	10.40
BAE-Abu Dhabi	Dubai Uluslararası Finans Merkezi	2002	Devlete Bağlı Şirketler	11.00

Rusya	Rusya Doğrudan Yatırım Fonu	2011	Meta olmayan ürünler	10.00
Umman	Devlet Genel Rezerv Fonu	1980	Meta (Gaz ve Petrol)	9.15
İrlanda	İrlanda Stratejik Yatırım Fonu	2001	Meta olmayan ürünler	22.49
Umman	Umman Yatırım Fonu	2006	Meta (Gaz ve Petrol)	6.00
Angola	Angola Ulusal Varlık Fonu	2012	Meta (Gaz ve Petrol)	4.75
BAE-Ras El	Ras El Khaimah Yatırım Kurumu	2005	Meta (Gaz ve Petrol)	1.20
Nijerya	Gelecek Nesiller Fonu	2012	Meta (Gaz ve Petrol)	1.07
Vietnam	Devlet Sermaye Yatırım Şirketi	2005	Meta olmayan ürünler	0.87
Filistin	Filistin Yatırım Fonu	2003	Meta olmayan ürünler	0.86
Kribati	Gelir Denkleştirme Rezerv Fonu	1956	Meta (Fosforlar)	0.65
Fas Krallığı	Fas Turizmi Geliştirme Fonu	2011	Devlete Bağlı Şirketler	0.20
Sao Tomé ve Príncipe	Ulusal Petrol Hesabı	2004	Meta (Gaz ve Petrol)	< 0.01

Toplam Petrol ve Gaz	3,557.31
Toplam Ticaret Fazlası	1,664.51
Toplam Diğerleri	340.38
Toplam	5,562.20

Kaynak: Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter, Ağustos 2017, s. 11-12

KAYNAKÇA

Balin, J. Bryan, 2008, "Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis" (September 23, 2009), <https://ssrn.com/abstract=1477725>

Eğilmez, Mahfi, 2016, "Varlık Fonu", <http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/varlk-fonu.html>

Hassan, Adnan, 2009, **A practical guide to sovereign wealth funds : power shifts from West to east - 'it is Dubai, Mumbai, Shanghai-- or goodbye!'**. London: Euromoney Books.

IWG–International Working Group, 2008, **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices–Santiago Principles**. Santiago: IWG.

Francis, R. David, 2007, "Will Sovereign Wealth Funds Rule the World?," *The Christian Science Monitor*, November 26, 2007.

Kesicki, F. (2010) "The third oil price surge – What's different this time?," *Energy Policy*, 38: (3).

Konukman, Aziz ve Orhan Şimşek, "Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Uygulaması", *Çalışma ve Toplum*, 2017/4.

Lyons, Gerard, 2007, "State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds", Standard Chartered Bank, Global Research,



Marx, Karl, 1856, *French Crédit Mobilier*, New York Tribune, 24 Haziran 1856, <http://marxengels.public-archive.net/en/ME0978en.html>

Rozanov, Andrew, 2008, "A Liability-based Approach to Sovereign Wealth" *Central Banking*, 18(3): 15–20.

Rozanov, Andrew, 2005, "Who Holds the VVealth of Nations?" *Central Banking Journal* 15, no. 4): 52-57.

Rozanov, Andrew, 2010, "Definitional Challenges of Dealing with Sovereign Wealth Funds", *Asian Journal of International Law*, FirstView: 1-17

Sovereign Wealth Funds, 2017, **Sovereign Wealth Funds Quarterly Newsletter**, Ağustos. SWF Rankings, <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

TBMM, 2016, Türkiye Varlık Fonu Gerekçesi, <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem26/yil01/ss413.pdf>

TVF (Türkiye Varlık Fonu), 2016, **Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun**, <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/content/files/6741%20son.pdf>

Kern, Steffen, 2007, "Sovereign Wealth Funds-State Investments on the Rise." *Deutsche Bank Research*.

Xu, Yi-chong, 2009, "Who's Afraid of Sovereign Wealth Funds?", *Australian Journal of International Affairs*, 63(1).

Xu, Yi-chong, 2010, "The Political Economy of Sovereign Wealth Funds", Xu, Yi-chong and Gawdat Bahgat (edit), 2010, *The Political Economy of Sovereign Wealth Funds*, Palgrave Macmillan, New York.