



Küresel Ekonominin Yeni Aktörleri Ulusal Varlık Fonları¹

Sovereign Wealth Funds, the New Actors of Global Economy

Kerem KERKEZ²

Article Info

Article History:

Date Submitted: 27.06.2018

Date Accepted: 26.07.2018

JEL Classification:

F50

F60

F63

Keywords:

Sovereign Wealth Funds,

Globalization,

Turkey

Abstract

Sovereign wealth funds, which provide a new dimension to the forms of state intervention in the economy, are the basis of this work. These state-owned funds for various macroeconomic targets are increasingly weighted in the global economy. Therefore, in the study, the rise of sovereign wealth funds will be analyzed in the context of the state's role in the economy. However, the assessments will be made about both the sovereign wealth funds operating in the national development context and Türkiye Wealth Fund.

Özet

Devletin ekonomiye müdahale biçimlerine yeni bir boyut kazandıran ulusal varlık fonları, bu çalışmanın temelini oluşturmaktadır. Çeşitli makroiktisadi hedefler için devlet mülkiyetinde kurulan bu fonların küresel ekonomideki ağırlığı giderek artmaktadır. Dolayısıyla çalışmada, devletin ekonomideki rolüne ilişkin bir örnek teşkil etmesi bağlamında ulusal varlık fonlarının yükselişi analiz edilecektir. Bununla birlikte, kalkınma amaçlı faaliyet gösteren ulusal varlık fonlarına ve Türkiye Varlık Fonu'na ilişkin değerlendirmeler yapılacaktır.

¹ Bu makale, Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi SBE, İktisat Anabilim Dalında Prof. Dr. Bahadır AYDIN'ın danışmanlığında tamamlanmış olan "Devletin Ekonomideki Yeni Araçları Ulusal Varlık Fonları: Türkiye" başlıklı yüksek lisans tezinden türetilmiştir.

² Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi SBE, İktisat Anabilim Dalı, kerkerkez@gmail.com



1.Giriş

Kapitalizmin her evresinde devletin ekonomiye müdahale biçimi ve etkinliği farklılık göstermiştir. Yirminci yüzyılın son çeyreği itibariyle dünya kapitalizmi "küreselleşme" olarak nitelenen yeni bir aşamaya girmiştir.³ Bu aşamada önce, Washington Uzlaşısı merkezli, devletin küçültülmesi yani minimal devlet anlayışı ekseninde özelleştirme ve deregülasyon politikaları, sonrasında ise buna ek olarak devletin piyasa tamamlayıcısı olarak görüldüğü Post-Washington Uzlaşısı (piyasa dostu-etkin küçük devlet) odaklı neoliberal paradigmlar hâkim olmuştur. Ancak 2008 krizi ile birlikte neoliberalizmin etkinliği tartışmaları artmış ve doğrultuda devletin ekonomideki rolünün yeniden biçimlenip biçimlenmeyeceği üzerine bilimsel çalışmalar artış göstermiştir. Bu çalışmaların doğrudan ya da dolaylı olarak odak noktaları, 2008 krizinin kapitalizmin ilerleyiş biçiminde bir değişikliği beraberinde getirip getirmediğidir.

Ancak sadece 2008 krizi değil, Küresel Güney ülkelerinin devletçi ekonomik modellerinin ön plana çıkması da bu değişim sürecinin temel dinamikleri olarak görülmektedirler. Başta Çin, Rusya gibi ülkeler olmak üzere, devletin ekonomide etkin bir ağırlığı olan ülkeler küresel ekonomik düzende rollerini arttırdılar.

Özellikle bu ülkeler üzerinden devletin geri ve güçlü dönüşü olarak görülen sürecin önemli simgelerinden biri haline gelen ulusal varlık fonları, kavram olarak 21.yüzyıla ait olsa da, ulusal varlık fonu olarak nitelenen bazı şirketlerin kuruluşları 20. yüzyıla yayılmaktadır.

Makro iktisadi bağlamda çeşitlendirilmiş hedeflere ulaşmak için genellikle doğal kaynak zengini ya da ihracat fazlası olan ülkeler tarafından kurulan devletin mülkiyetinde şirketler olan ulusal varlık fonları Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (Sovereign Wealth Fund Institute-SWFI)⁴ verilerine göre, Ocak 2018 itibariyle 7,5 milyar dolarlık piyasa değerine sahiptir. Küresel ekonomide son dönemlerin en önemli araçlarından biri olan ulusal varlık fonları, başta doğal kaynak zengini ülkeler ile ihracat fazlası olan ülkeler tarafından kurulsada,

³ Küreselleşme hem süreç hem kavram olarak akademik yazında önemli tartışmalara konu olmuştur. Küreselleşme üzerine birçok yaklaşım söz konusudur. Ayrıntılı bilgi için örneğin bkz. Held ve McGrew (2008), Scholte (2005), Went (2001).

⁴ <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> 25 Ocak 2018 Tarihinde Erişildi.



bu iki gelir kaynağına da sahip olmayan ülkeler de varlık yaratmak ya da küresel rekabet gücü kazanmak adına bu fonlardan kurmayı tercih etmektedirler.

Sadece refahın nesiller arası aktarımı değil aynı zamanda iktisadi kalkınma amacını da taşıyan ulusal varlık fonları son dönem küresel ekonomik yazınında ilgi çeken bir konu haline dönüşmüştür. Türkiye'nin de 2016 yılı itibariyle bir ulusal varlık fonu kurması, bu konunun Türkiye'de de ilgi çekmesini beraberinde getirmiştir.

2.Ulusal Varlık Fonları

Devletin ekonomideki rolüne ilişkin tartışmalar iktisat yazını ortaya çıktığından beri süregelse de, özellikle 2008 küresel ekonomik krizi ile birlikte devletin rolü daha da ön plana çıkmıştır. Kapitalizmin altın çağı olarak nitelendirilen 1945-1970'li yıllar arasında sosyal refah devleti ve ulusal kalkınmacılık anlayışları altında görece daha korumacı ve devletin daha aktif olduğu bir ekonomik model, Keynesyen politikalar ile yürütülmüştür. Ancak 1970'li yıllarda yaşanan kriz sonrasında ekonomi politikalarında dünya genelinde köklü bir değişim yaşanmıştır. Keynesyen politikaların yerini, minimal devlet anlayışını benimseyen neoliberal iktisat politikaları almıştır. Bu dönemde özelleştirme ve serbestleştirme uygulamaları çerçevesinde devlet ekonomik alandan tasfiye edilmiştir.

Minimal devletten piyasa dostu devlete doğru evrilen neoliberal süreç yanında, Çin, Rusya gibi ülkeler ise neoliberal politikalar yerine yine dünya ekonomisi ile bütünleşik ancak devletin aktif olarak rol aldığı bir ekonomik model olarak tanımlanan devletçi kapitalizm/devlet öncülüğünde kapitalizm uygulamaktaydı. Sadece bu iki ülke değil, önde gelen diğer gelişmekte olan ülkeler de bu tür bir ekonomi modeli benimsemişlerdi. Bu ülkeler hem kamu iktisadi teşebbüsleri ile hem de son dönemlerde adlarından sıkça söz ettiren ulusal varlık fonları ile küresel ekonomide önemli aktörler haline geldi.

Devletçi kapitalizmin küreselleşmeye ayak uydurmasının en somut adımı olan ulusal varlık fonları-bundan sonra UVF'ler-küresel ekonomide yatırımlarıyla adından söz ettiren bir uluslararası dinamik durumundadır. 2016'da Türkiye'de de bir örneği kurulan bu şirketlerin



hem ulusal kalkınmaya hem de küresel rekabet gücü kazanmaya yardımcı bir kurum olarak tasarlandığı, çeşitleri üzerinden görünmektedir.

2.1. Ulusal Varlık Fonları: Tanımı ve Çeşitleri

Devlet kapitalizminin⁵ önemli bir aracı olarak (Bremmer 2010) UVF'ler, kurumsal bağlamda en belirgin olarak, devlet kontrolünde, devlet mülkiyetinde olan yatırım şirketleri, kurumları olarak tanımlanmaktadır.

Ulusal Varlık Fonları ilgili çalışmalar özellikle 2000'li yıllar itibariyle artış göstermiştir. İlk olarak Rozanov (2005) bu araçları ulusal varlık fonları olarak adlandırmıştır. Ulusal Varlık Fonları Uluslararası Forumu (International Forum of Sovereign Wealth Funds -IFSWF), Ulusal Varlık Fonları Enstitüsü (SWFI), Ulusal Yatırım Laboratuvarı (SIL) gibi doğrudan ulusal varlık fonları ile ilgili çalışmalar yapan kuruluşlar da bu dönemde ortaya çıkmıştır.

İngilizce literatürde oldukça geniş bir çalışma dizisi oluşmuş olmasına karşın Türkçe literatürde ise ulusal varlık fonları ile ilgili çalışmalar henüz kısıtlıdır. Kayıran (2016), Şimşek (2017), Konukman ve Şimşek (2017), Çolak (2017) bu çalışmalara örnek olarak verilebilir. 2016 yılında Türkiye Varlık Fonu'nun faaliyete geçmesiyle birlikte Türkiye akademisinde de ulusal varlık fonlarına olan ilginin artması beklenmektedir.

UVF'lerin devlet tarafından yönetilen şirketler olması çalışmalardaki kavramsal ortak kabuldür. Farklılık gösteren şey ise bu devlet mülkiyetli yatırım araçlarının amaçları doğrultusunda birer UVF sayılıp sayılmayacağı ile ilgilidir. Bu farklılığı beraberinde getiren durum, temelde yurtdışında yatırım yapma amacı gütmesine rağmen son dönemde kurulan ulusal varlık fonlarının yurtiçi yatırımlara ve kalkınmaya yönelik olmasıdır. Ancak, öncül birçok çalışmada olduğu gibi, bu çalışmada da kalkınma amaçlı fonlar ulusal varlık fonları arasında sayılacaktır.

⁵ Devlet kapitalizmi bir iktisadi sistem olarak özellikle son dönemlerde Çin ve diğer güney ülkelerinde ön plana çıkmıştır. Ayrıntılı bilgi için Türkçe literatürde bkz. Şimşek (2017).



Neoliberal politikalar ile birlikte yükselen kurumsal yönetim ve yeni kamu işletmeciliği gibi kavramsallaştırmalar, UVF ve diğer devlet şirketlerine de yansımıştır. Devlet şirketlerinin ya da Türkçe’de daha yoğun kullanılan adıyla kamu iktisadi teşebbüslerinin yirminci yüzyılda Keynezyen Refah Devleti ve ulusal kalkınmacılık politikalarını benimseyen ülkelerin kilit araçlarından biri olduğu bilinmektedir. Neoliberalizmin yaygınlaşmasıyla birlikte dünyanın birçok yerinde bu şirketler özel sektöre devredilse de, devlet kapitalizminin ağırlıklı olduğu ekonomilerde-özellikle de Çin örneğinde görüldüğü gibi küresel ekonomiye eklenmenin ve küresel rekabet gücü kazanmanın anahtar unsuru olmuştur. Sosyalist Çin döneminden kalan on binlerce kamu işletmesinden küçük olanların özelleştirilip büyük olanların ise “Küresel olana git” stratejisi adı altında birer uluslararası yatırımcı konumuna gelmesi ve Forbes Global 2000, Fortune Global 500 gibi listelerde aslan payını bu şirketlerin alması, devlet kapitalizminin yükselişinin kayda değer görüntüsüdür (Şimşek 2017).

Çin şirketlerinin bu yükselişinde Çin ulusal varlık fonu olan Çin Yatırım Şirketi (China Investment Corporation-CIC)’nin önemli payı vardır. Çin’in büyük rezervlerini yatırıma dönüştürme amacıyla 2007 yılında 200 milyar dolarlık sermaye ile kurulan CIC, denizaşırı yatırımlar yaparak ülkenin finansal sistemine katkıda bulunmaktadır. Bununla birlikte CIC, Çin’in küreselleşen şirketlerine yardım etmek amacıyla araştırmalar ve destekler de sağlamaktadır. Bununla hedeflenen, küresel rekabette yabancı firmalara karşı Çinli firmaların daha güçlü hale getirilmesidir (Wang ve Miao 2016: 64).

Bu noktadan hareketle, UVF’lerin sadece yatırım yapan bir şirket olarak değil aynı zamanda bağlı olduğu ülkenin devlet veya özel şirketlerine de yardımcı olan bir kuruluş olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Özellikle ülkenin küresel rekabet gücü kazanması konusunda bu durum önemli bir işlev teşkil etmektedir.

2.1.1. Ulusal Varlık Fonlarının Tanımlanması

Uluslararası finansı kontrol eden kuruluş IMF (2008) ulusal varlık fonlarını, çeşitli makroiktisadi amaçlar için kurulan devlet mülkiyetli yatırım fonları olarak tanımlamıştır. Bununla birlikte Ulusal Varlık Fonları Enstitüsü (SWFI) ise daha geniş bir tanımlama yapmıştır (<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> 05 Kasım 2017 Tarihinde Erişildi):

"Bir ulusal varlık fonu, genel olarak ödemeler dengesi fazlalarından, resmi döviz kuru işlemlerinden, özelleştirme gelirlerinden, devletin transfer ödemelerinden, mali fazlalardan ve doğal kaynak ihracı sonucunda elde edilen hasılat ile kurulan devlet mülkiyetindeki bir yatırım fonu veya varlıktır."

Ayrıca, Ulusal Varlık Fonları Uluslararası Çalışma Grubu (IWG)'na göre, ulusal varlık fonlarının çerçevesini çizen Santiago İlkelerinde ulusal varlık fonları, hükümete ait spesifik amaçlı yatırım fonları ve kurumsal düzenlemeler olarak tanımlanmaktadır. Burada spesifik amaç ile kastedilen devletin makroiktisadi hedefleridir. Heterojen bir grup olarak nitelenen ulusal varlık fonları içerisinde istikrar fonu, tasarruf fonu, kalkınma fonu, emeklilik fonu gibi birçok farklı kurum bulunmaktadır (IWG, 2008).

İtalyan Bocconi Üniversitesi bünyesinde kurulmuş ve UVF'ler ile ilgili çalışmalar yapan Sovereign Investment Lab ise metinlerinde ulusal varlık fonlarını şöyle tanımlamaktadır (SIL 2017: 9):

"Ulusal Varlık Fonu, ulusal bir hükümet tarafından doğrudan mülkiyetine sahip olunan, diğer devlet finansal ve politik kurumlarından bağımsız yönetilen, herhangi bir emeklilik yükümlülüğüne sahip olmayan, ticari getiri hedefiyle çeşitli finansal varlık türlerine yatırım yapan ve yatırımlarının büyük bir kısmını uluslararası düzeyde gerçekleştiren bir yatırım aracıdır."

Bununla birlikte SIL, ulusal varlık fonları terimini farklı yapısal ihtiyaçlar ve makroiktisadi amaçlarıyla kurulup bütçe fazlalarıyla finanse edilen devlet yatırım kurumlarına verilen genel bir ad olarak nitelemekte ve şöyle örneklemektedir (SIL 2017: 7):

"Şili, Moğolistan ya da Cezayir gibi doğal kaynak zengini ülkeler, emtia fiyatlarının aşırı oynaklığı karşısında döviz kurunu ve bütçelerini korumak için istikrar fonu kurmayı tercih etmişlerdir. Hindistan gibi bazı ülkeler, gelir akışlarındaki oynaklık ve yapısal açıklar nedeniyle döviz rezervlerinde büyük fazlalıklarını sürdürmek istemektedir. Japonlar, yaşlanan nüfusa kaynak sağlamanın önceliğinin farkındalığıyla varlıklarını büyük emeklilik fonlarında muhafaza ederler. Petrol zengini Körfez Ülkeleri

ya da Norveç, petrol gelirleri fazlalıklarını yurtdışında yatırıma dönüştürüp, ileride petrol rezervleri azalır ya da biterse diye gelecek nesillere kaynak aktarma amacındalar. Son olarak, özelleştirme faaliyetinden sağlanan gelir artışı veya uzun vadeli yatırımları artırma ihtiyacı ve ekonomik büyümeyi teşvik etmek için, İrlanda ya da Kazakistan gibi ülkeler stratejik şirketlerde hissedar olan kalkınma fonları kullanırlar."

Söz konusu tanımlamalarda görüldüğü üzere UVF'ler, çeşitli hedefler doğrultusunda kurulan devlet yatırım şirketleridir. Bu çalışmada yeni bir UVF tanımı yapmak gibi bir amaç edinilmese de yukarıda verilen tanımlar ışığında UVF ile ilgili aşağıdaki ön kabullerin tespit edilmesi gerekmektedir.

Çalışmanın UVF ile ilgili ön kabulleri kısaca şöyle sıralanabilir:

- Devlet mülkiyetli olduğu,
- Daha çok uluslararası düzeyde yatırım yaparken bazı fonların ise ulusal kalkınma politikasının aracı olarak konumlandığı,
- Hem finansal hem de reel sektörde yatırımlar gerçekleştirdiği,
- Diğer devlet kurumlarından farklı bir pozisyona sahip olduğu.

UVF'ler ile ilgili tanımlamaların yanında bir diğer önemli konu bu fonların nasıl sınıflandırılması gerektiğidir.

2.1.2. Ulusal Varlık Fonlarının Sınıflandırılması

Tanım konusunda olduğu gibi sınıflandırma konusunda da UVF konulu çalışmalarda bir bütünlük görmek zordur. Bu çalışmada, IMF'nin yapmış olduğu sınıflandırma baz alınacaktır. IMF (2008), bu sınıflandırmayı fonların sahip olduğu makroiktisadi amaçlara göre yapmıştır.

Tablo 2.1: IMF'ye göre ulusal varlık fonu çeşitleri

Ulusal Varlık Fonu Türü	Açıklama
İstikrar Fonları	Bütçeyi ve genel olarak ekonomiyi fiyat dalgalanmaları ve şoklardan korumaya yönelik fonlardır. Örnek: Şili İktisadi ve Sosyal İstikrar Fonu, Rusya Petrol İstikrar Fonu
Tasarruf Fonları	Ulusal tasarrufları yatırıma dönüştürerek gelecek nesillerin refahını arttırmayı amaçlayan fonlardır. Örnek: Abu Dabi Yatırım Otoritesi, Rusya Ulusal Varlık Fonu, Libya
Rezerv Yatırım Fonları	Rezervleri arttırmaya odaklı fonlardır. Örnek: Çin, Güney Kore, Singapur
Kalkınma Fonları	Ülkenin potansiyel üretimini arttıracak sanayi politikaları ve sosyoekonomik projelere kaynak sağlama amaçlı fonlardır. Örnek: Birleşik Arap Emirlikleri Mabadala, İran Ulusal Kalkınma Fonu
Emeklilik Rezerv Fonları	Hükümetin olası borçlarına kaynak sağlayan fonlardır. Örnek: Avusturalya, İrlanda, Yeni Zelanda Fonları

Kaynak: Konukman ve Şimşek (2017) tarafından IMF (2008; 2013)'den yararlanılarak oluşturulmuştur.

Tablo 2.1'de IMF'ye göre ulusal varlık fonu türleri verilmiştir. Buna göre beş çeşit UVF vardır: İstikrar Fonları, Tasarruf Fonları, Rezerv Yatırım Fonları, Kalkınma Fonları ve Emeklilik Rezerv Fonları.

İstikrar fonları, ülke ekonomisini ve bütçeyi fiyat oynaklıklarından ve dışsal şoklardan korumak için kurulmuşlardır. Yatırım eğilimleri ve likidite hedefleri bağlamında merkez bankalarıyla benzeşen bir amaca sahip görünen bu fonlar, dalgalanma süreçlerindeki maliye politikasındaki rolü üzerinden önem arz etmektedir. Tasarruf fonları, yenilenemez varlıkları yani doğal kaynaklardan elde edilen gelirleri çeşitlendirilmiş finansal varlıklara dönüştürerek gelecek nesillere refah aktarımını amaçlamaktadır. Rezerv yatırım fonları, ülke rezervlerinin mümkün olduğunca en yüksek getirili yatırımlara dönüşmesini sağlamak için kurulmuştur. Kalkınma fonları, genellikle altyapı öncelikli sosyoekonomik projelere kaynak tahsisi için kurulmuş fonlardır. Emeklilik rezerv fonları, hükümetlerin olası borçlarına yönelik olarak kurulmuş fonlardır (Al-Hassan, Papaioannou vd. 2013: 5-6).

UVF türlerinden kalkınma fonları dışındakiler genel olarak uluslararası yatırımlara odaklanırken, kalkınma fonları daha çok ülke içi yatırımlara yöneliktir. Daha çok gelişmekte ülkeler tarafından kurulmuş olan bu fon türü, sanayi politikalarının bir aracı işlevi görmektedir.⁶

Zaten ulusal varlık fonlarını homojen, tek tür bir birim olarak ele almak doğru bir tutum değildir. Yönetiliş biçimlerinden, yatırım alan ve stratejilerine, şeffaflıklarına kadar çeşitli

⁶ Bu çalışma için kalkınma fonları ayrı bir önem teşkil etmektedir. Bunun nedeni de, çalışmanın temel konusu olan Türkiye Varlık Fonu'nun ilerleyen kısımlarda bir kalkınma fonu olarak nitelendirilecek olmasıdır.

dinamikler üzerinden farklılıklar gösterirler (Castelli ve Scaciavillani 2015). Bu durumu Bortolotti, Fotak ve Megginson (2015: 298) şöyle açıklamaktadır:

"Ne akademik ne de uygulama örneklerinde ulusal bir ulusal varlık fonunu neyin oluşturduğuna yönelik bir fikir birliği yoktur. UVF'ler heterojen bir grup olsa da, daha büyük ve daha önce kurulmuş UVF'lerin çoğu hükümetler tarafından kurulan ve bir temel malın değerine bağlı gelir akışlarıyla ve gelirleri istikrara kavuşturmak için yatırımları çeşitlendirmek isteyen fonlardan oluşmaktadır. Buna göre, çoğu UVF, doğal kaynakları açısından zengin olan ülkelerde kurulmuştur; bunlar, en yaygın ve en büyük grup olan, petrolle ilişkili UVF'lerdir. Bunlara Arap Körfezi ülkeleri, Rusya ve eski Sovyet cumhuriyetleri, Malezya, Brunei ve Norveç'in sahip olduğu fonlar dahildir. Yakın zamanda, doğal gazın yanı sıra petrol, kömür, elmas, bakır ve diğer minerallerin de bulunduğu yeni kaynak kaynaklarının keşfedilmesine yanıt olarak daha yeni bir fon seti kuruldu. UVF'lerin ikinci bir önemli grubu, özellikle Singapur, Kore, Çin ve diğer Doğu Asya ihracatçılarında yerleşik olan kalıcı ve büyük net ihracat kaynaklı birikmiş döviz rezervlerinden finanse edilenleri kapsamaktadır."

Al-Hassan, Papaioannou vd. (2013: 7)'e göre, ulusal varlık fonları makroiktisadi yönetimde önemli bir role sahiptir ve bu nedenle diğer hükümet kurumlarıyla yakın koordinasyon içinde olmalıdırlar. Ulusal varlık fonlarının varlıkları ve ürettikleri getiriler, kamu maliyesi, parasal koşullar, dış hesaplar ve dünyanın geri kalanıyla bilanço bağlantıları üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilir.

Tablo 2.2, ulusal varlık fonlarının temel makroiktisadi hedeflerini göstermektedir. Buna göre, ulusal varlık fonlarının üç temel makroiktisadi hedefi, sermaye maksimizasyonu, istikrar ve iktisadi kalkınmadır.

Tablo 2.2: Ulusal Varlık Fonlarının Makroiktisadi Amaçları

Sermaye Maksimizasyonu	Temel hedef: Büyüme ve nesiller arası refah aktarımının ve dengesinin sağlanması için risklere uyumlu bir sermaye altyapısını üç farklı biçimde oluşturmak: 1. Nesiller arası refah dengesi (NBIM, Kuveyt Yatırım Otoritesi) 2. Gelecek fon yükümlerinin finanse edilmesi (Avustralya Gelecek Fonu, Yeni Zelanda Süper Fon) 3. Rezerv yatırımları (Çin Yatırım Şirketi, Kore Yatırım Şirketi)
İstikrar	Temel Hedef: Ülke ekonomisinin mali istikrarını ve döviz kuru dengesini sağlayarak ekonomik iyileşmeyi gerçekleştirmek ⁷ (Şili Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonu, Rusya Rezerv Fonu, Meksika Petrol Gelir İstikrar Fonu).
İktisadi Kalkınma	Temel Hedef: Ülkenin uzun dönemde daha üretken hale gelmesini destekleyecek fiziksel altyapı (otayol, demiryolu, haberleşme vb), sosyal altyapı yatırımları (beşeri sermaye, eğitim ve sağlık yatırımları) ile stratejik konumdaki sanayilerin geliştirilmesine yönelik yatırımlar yapmak (Nijerya Altyapı Fonu, Mubadala, Temasek)

Kaynak: PWC, 2015; PWC, 2018

Sermaye maksimizasyonu hedefleri doğrultusunda özellikle yenilenemez kaynakların yatırımlara dönüştürülüp nesiller arası refah dengesinin sağlanması, mevcut birikimin korunup reel değerinin artırılarak gelecek yükümlülüklerinin finanse edilmesi ve yüksek getiri olasılığı olan uzun dönemli yatırımlara yönelik rezervleri etkin kullanmadan bahsedilmektedir.

İstikrar hedefi doğrultusunda ise, devletin diğer kuruluşları gibi mali istikrarın sağlanması ve döviz kurunun dengelenmesi hedefleri söz konusudur. Böylelikle ekonomileri hem içsel hem de dışsal şoklardan korumak, ihracat faaliyetlerini arttırmak gibi sıralanabilecek çeşitli makroiktisadi hedefler bu amacın altında sıralanabilir.

İktisadi Kalkınma, ulusal varlık fonlarının bir diğer temel makroiktisadi hedefini oluşturmaktadır. Altyapı, sosyal altyapı ve sanayi politikası çerçevesinde yatırım yapma odaklı olan bu amaçlar ile hareket eden fon sayısı son yıllarda giderek artmaktadır. Bir sonraki bölümde analiz edilecek ve Ulusal Kalkınma Fonları olarak adlandırılan söz konusu fon çeşidi başta kaynak zengini gelişmekte olan ülkeler olmak üzere, iç yatırımlarda kullanılan bir mali araçtır.

⁷ Ekonomide büyük sermaye giriş-çıkışlarının dengelenmesi ve fiyat balonları oluşmasını engellemek ile döviz kurunun ihracata engel teşkil etmeyecek bir seviyede tutulması (PWC, 2015)

Buradan da anlaşılacağı üzere, bir ulusal varlık fonu aynı anda birden fazla makroiktisadi amaca sahip olabilir. Bu amaçlar daha çok ilgili ulusal varlık fonlarının türüne göre şekillenmiştir (Tablo 2.2).

2.2. Ulusal Varlık Fonlarının Küresel Ekonomideki Konumu

2.2.1. Ulusal Varlık Fonlarının Kısa Tarihçesi

Ulusal varlık fonları aslında yeni bir kurum olmamasına karşın, fazlasıyla ön plana çıkmaları yeni bir olgu sayılır. Genellikle ilk modern UVF örneği olarak 1953 yılında kurulan Kuveyt Yatırım Otoritesi verilir, ancak bazı çalışmalar ulusal varlık fonlarının kökenini daha da eskiye götürebilmektedir. Örneğin Anthopoulos, Pitelis ve Liakou (2016) çalışmalarında ilk ulusal varlık fonunun 1854'te Teksas'ta kurulan Daimi Okul Fonu olduğunu ifade etmektedirler. Kamusal eğitimi finanse etmek amacıyla kurulan bu fonu 1876'da Üniversite Fonu takip etmiştir.

Tarihsel bağlamda, 1953 yılında kurulan Kuveyt Yatırım Otoritesi'nin kuruluşundan 1990'lara kadar kurulan UVF'ler genel olarak petrol zengini ülkelerin, petrol gelirlerini yatırıma dönüştürmek için kurdukları fonlardan oluşmaktadır. 1990'lar itibarıyla ise, özellikle Doğu Asya ülkelerinin ihracat performanslarıyla öne çıkması ve biriktirdikleri büyük döviz rezervleri, onların da UVF kurmalarında önemli bir etken olmuştur. Bununla birlikte, yine petrol üreticisi ülkeler de UVF kurmaya devam etmiştir. Ancak UVF'lerin asıl yükselişi ve sayılarının artışı 2005 sonrasına ve özellikle 2008 krizine denk gelmektedir. 2005-2008 yılları arasında 25 UVF kurulmuş olup daha sonraki süreçte UVF sayıları hızlı biçimde artış göstermiştir (Anthopoulos, Pitelis ve Liakou 2016).

Konukman ve Şimşek (2017: 1916-1917)'e göre, ulusal varlık fonları devletin küreselleşme ve finansal sistemle entegrasyonunun bir aracı konumundadır. Yazarlar, ulusal varlık fonlarının küreselleşmenin yönünün değiştiren bir unsur olduğunu ifade etmekte ve şu şekilde açıklamaktadırlar:

"Devletin küreselleşmesi ve finansal sistemle bütünleşme stratejisinin bir aracı olan UVF'ler, bir anlamda küreselleşmenin yönünü değiştiren bir gerçeklik olarak da ifade

edilebilirler... 2000’li yıllarda Çin’in başını çektiği Doğu ve Güney ülkeleri ya da daha spesifik olarak “gelişen ülkeler”, küreselleşmeyle uyumlu devlet kapitalizmi modelleri altında yüksek büyüme oranları sağlamaya başladı. Bunun sonucu olarak da devlet aygıtı küresel düzeyde kendi mülkiyetindeki şirketlerle rekabet ortamına dahil olmuş oldu. Böylelikle, bir yandan üretimin merkezsizleşmesi süreci, diğer yandan da artan finansallaşma eğilimleri sonucunda, devlet sadece üretim sisteminde değil finans sisteminde de yatırımcı olarak yer almaya başladı. Bunun da aracı ulusal varlık fonları oldu.”

Bu çerçevede, küresel ekonominin önemli bir aktörü haline almış olan ulusal varlık fonlarının küresel ekonomideki yerine daha yakından bakmak gerekmektedir.

2.2.2. Ulusal Varlık Fonlarının Küresel Ekonomideki Yeri

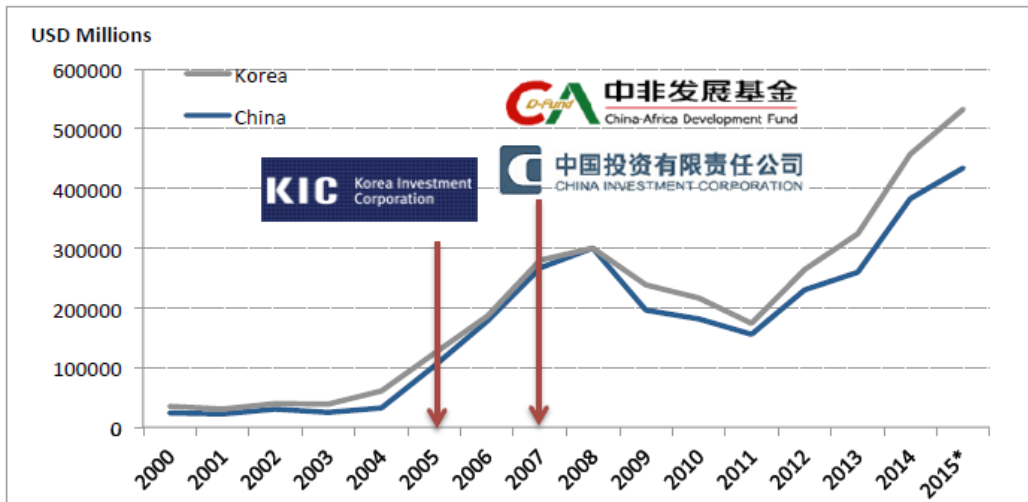
Bağımsız kurumsal kimlikleri olan ve uzun dönemde kar sağlayacak yatırımlara yönelik UVF’ler herhangi bir yükümlülüğe de tabi olmadıklarından risk primi yüksek yatırımları da tercih edebilmektedirler. Kısa vadeden çok uzun vadede getiriye hedefleyen UVF’ler, bu bağlamda zengin bir sektörel çeşitlilik ile dünyanın farklı coğrafyalarında yatırım yapmaya yönelmektedirler. Genelde bütçe fazlalığı petrol gibi tek bir ürüne bağlı olan ülkelerin ulusal ekonomileri görece dar olduğundan ötürü “Hollanda hastalığı”⁸ olarak bilinen durumla karşılaşmamak adına yatırımların büyük kısmını dışarıda gerçekleştirirler (SIL 2017: 7).

Bu anlamda ulusal varlık fonları-özellikle de ihracatçı Asya ülkeleri ve petrol üreticisi ülkelere ait olanlar-başta ABD olmak üzere, büyük cari açık veren ülkelerin etkisiyle ortaya çıkan küresel dengesizliklerin giderilmesinde büyük bir işleve sahiptir. Bu ülkeler elde ettikleri ihracat gelirlerini ulusal varlık fonları kurarak yatırıma dönüştürmektedirler. Çin, Güney Kore gibi ülkelerin artan ihracat gelirleriyle aynı dönemde ulusal varlık fonları kurma eğilimine girdikleri Şekil 2.1’den görülmektedir. Şekil 2.1’e göre, Güney Kore’nin ihracat geliri 2005 yılı

⁸ Şenses (2017: 591)’e göre Hollanda Hastalığı (Sendromu), ihracatta meydana gelen hızlı büyüme sonucunda ülkeye büyük miktarlarda döviz girdikten sonra ulusal paranın aşırı değerli hale gelmesi ve bu nedenle dövizlerin ulusal paraya çevrilmesi sonucunda ulusal paraya artan talebin faiz oranlarını yükseltmesi ile birlikte en başta ihracatı arttıran sektör dışında kalan tüm sektörlerde yatırım miktarlarının düşmesi ve ulusal paranın aşırı değerli hale gelmesinden dolayı söz konusu sektörlerde ihraç mallarının rekabet gücünü kaybetmesi ve ihracat sektörlerinde yaşanan gerilemenin ekonomiyi uzun dönemde olumsuzluklarla karşı karşıya getirmesi sürecidir.

itibariyle belirgin biçimde artmış olup ülke Kore Yatırım Şirketi'ni kurarak bu gelirleri yatırıma dönüştürmeyi hedeflemiştir. Çin de Güney Kore'ye benzer şekilde gösterdiği ihracat başarısından elde ettiği rezervleri 2007 yılında Çin Yatırım Şirketi bünyesinde değerlendirmiştir. Söz konusu ülkeler ile benzer ülkelerin ulusal varlık fonlarının birçoğu Anglo-Sakson kapitalizmin finansal kurumlarına sermaye aktarımı gerçekleştirmiştir. Özellikle 2008 krizinde birçok kurumun kaynak problemini çözen bu sermaye aktarımıyla birlikte küresel finansın önemli aktörleri haline gelen ulusal varlık fonları, liberal politikaların kamu başarısızlığı olgusunu da yeniden düşünülmesini beraberinde getirmiştir (Ahmadov, Tsani ve Aslanli, 2011: 8). Neoliberal iktisat paradigmalarının önemli bir dayanağı olan kamu başarısızlığı kabulü, son dönemde kamu mülkiyetinde bulunan ulusal varlık fonlarının sayısındaki artış ile birlikte sorgulanmaya başlamıştır. Devletin bir üretici ve yatırımcı rolü ile ekonomik hayatta yeniden yer aldığı kriz sonrası dönemin yatırımcı devletin en önemli örneği kuşku yok ki ulusal varlık fonlarıdır. Özellikle başta Çin olmak üzere Doğu Asya ülkelerinin hem ulusal varlık fonları hem de kamu iktisadi teşebbüslerinin küreselleşme ile bütünleştiği bir dönemde, devletin ekonomide geri planda kaldığını ya da kalması gerektiğini söylemek zümrüd-ü ankanın peşinde koşmak demektir.

Şekil 2.1: Çin ve Güney Kore Ulusal Varlık Fonlarının Kuruluşları ve Her İki Ülkenin İhracat Gelirlerinin Değişimi 2000-2015.



Source: *Perspective Monde*, Sherbrooke University

Kaynak: Amar, 2016'dan aktarılmıştır.

Ulusal varlık fonları, her ne kadar çok yeni bir kurum/araç olmasa da, özellikle 2000’li yıllar itibariyle sayıca yükselişe geçmiş ve bununla birlikte de küresel ekonomide varlıklarını hissettiren yatırımlar yapmaya başlamışlardır. Söz konusu yükselişin altında yatan temel nedenler hammadde fiyatlarındaki artış ve Doğu Asya ülkelerinin, özellikle de Çin’in, birer ihracat devi olarak ön plana çıkmasıdır (Castelli ve Scaciavillani 2015: 15). Bu ülkelerin elde ettikleri ihracat gelirleri çerçevesinde artan rezervleri ve cari fazlaları, ulusal varlık fonlarının kaynağının temelini oluşturmaktadır. Hâlihazırda Çin, Singapur, Güney Kore gibi ülkeler ulusal varlık fonlarını etkin kullanan ülkeler arasındadır.

Tablo 2.3: Varlıkları Bağlamında Dünyanın En Büyük 25 Ulusal Varlık Fonu

Ülke	Ulusal Varlık Fonu	Varlık (milyar dolar)	Kuruluş	Fon Kaynağı
Norveç	Devlet Emeklilik Fonu-Küresel	870.81	1990	Petrol
Çin	Çin Yatırım Şirketi	813.8	2007	Mamul dışı
BAE-Abu Dabi	Abu Dabi Yatırım Otoritesi	792	1976	Petrol
Suudi Arabistan	SAMA Foreign Holdings	576.3	-	Petrol
Kuveyt	Kuveyt Yatırım Otoritesi	592	1953	Petrol
Çin	SAFE Yatırım Şirketi	474	1997	Mamul dışı
Çin-Hong Kong	Hong Kong Para Otoritesi Yatırım Portfolyosu	456.6	1993	Mamul dışı
Singapur	Devlet Yatırım Şirketi	350	1981	Mamul dışı
Katar	Katar Yatırım Otoritesi	335	2005	Petrol ve Doğalgaz
Çin	Ulusal Sosyal Güvenlik Fonu	295	2000	Mamul dışı
BAE-Dubai	Dubai Yatırım Şirketi	200.5	2006	Mamul dışı
Singapur	Temasek	180	1974	Mamul dışı
Suudi Arabistan	Kamu Yatırım Fonu	160	2008	Petrol
BAE-Abu Dabi	Mubadala Yatırım Şirketi	125	2002	Petrol
BAE-Abu Dabi	Abu Dabi Yatırım Konseyi	110	2007	Petrol
Güney Kore	Kore Yatırım Şirketi	108	2005	Mamul dışı
Avustralya	Avustralya Gelecek Fonu	91.1	2006	Mamul dışı
Rusya	Ulusal Refah Fonu	72.2	2008	Petrol
Libya	Libya Yatırım Otoritesi	66	2006	Petrol
Kazakistan	Kazakistan Ulusal Fonu	64.7	2000	Petrol
İran	İran Ulusal Kalkınma Fonu	62	2011	Petrol ve doğalgaz
Kazakistan	Samruk-Kazyna JSC	60.9	2008	Mamul dışı
ABD-Alaska	Alaska Daimi Fonu	54.8	1976	Petrol
Brunei	Brunei Yatırım Ajansı	40	1983	Petrol
Rusya	Rezerv Fonu	38.2	2008	Petrol

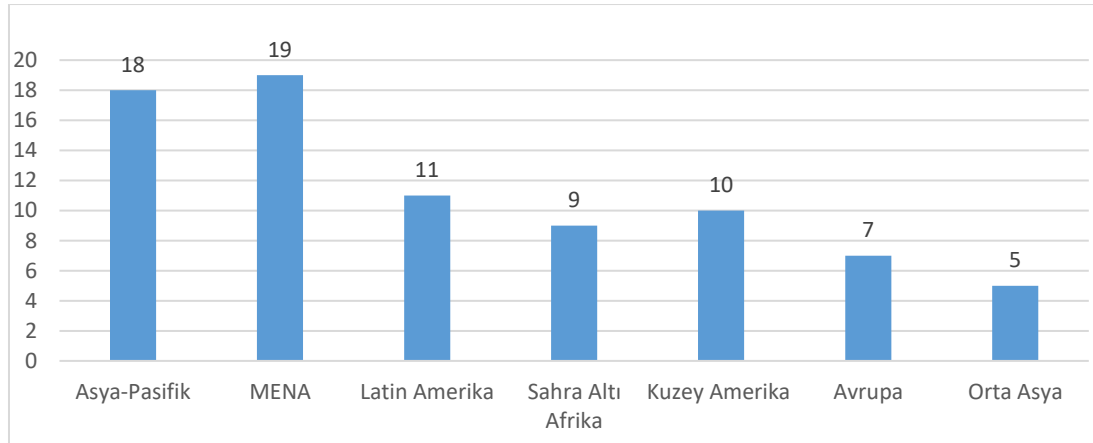
Kaynak: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (2017 Şubat itibariyle güncellenmiş veriler)

Şubat 2017 itibariyle SWFI’de görünen 78 ulusal varlık fonunun toplam değeri 7, 409.74 milyar dolar

Tablo 2.3’te dünyanın en büyük 25 ulusal varlık fonu yer almaktadır (Ayrıca Çin gibi ihracat devi ülke de ulusal varlık fonlarıyla listede yer almaktadır). Çoğu (15 tanesi) 2000 yılı

ve sonrası kurulan bu fonların piyasa değeri, 2000 sonrası ulusal varlık fonlarının yükselişi olgusunu da açıklamaktadır. Listedeki 25 fonun 15'inin kaynağı petrol ve doğalgaz gelirleri olup, diğerlerinin kaynağı ise bunlar dışındaki malların ihracatından elde edilen rezervlerdir. Norveç Devlet Emeklilik Fonu-Küresel, Çin Yatırım Şirketi ve Abu Dabi Yatırım Otoritesi varlıkları bağlamında en büyük ulusal varlık fonlarıdır.

Şekil 2.2: SWFI'ye Göre Ulusal Varlık Fonlarının Bölgesel Dağılımı



Kaynak: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-profiles/> 25 Aralık 2017 Tarihinde Erişildi.

Şekil 2.2, SWFI'ye göre ulusal varlık fonu sınıfına giren kurumların bölgesel dağılımını ortaya koymaktadır⁹. 2017 yılı itibarıyla SWFI'ye göre 79 UVF vardır. UVF'lerin sayı bazında Asya-Pasifik, MENA ve Latin Amerika bölgelerinde yoğunlaştığı görülmektedir.

⁹ **Asya-Pasifik:** Avusturalya Gelecek Fonu, Brunei Yatırım Ajansı, Çin-Afrika Kalkınma Fonu, Çin Yatırım Şirketi, Çin Ulusal Sosyal Güvenlik Fonu, Çin SAFE Yatırım Şirketi, Hong Kong Gelecek Fonu, Hong Kong Para Otoritesi, Kiribati Kar Dengeleme Fonu, Kore Yatırım Şirketi, Malezya Khazanah, Moğolistan FSF, Yeni Zelanda Emeklilik Fonu, Papua Yeni Gine UVF, Singapur GIC, Singapur Temasek, Timor-Leste Petrol Fonu, Vietnam Devlet Sermaye Yatırım Fonu, Macau Yatırım ve Kalkınma Fonu

MENA: Bahreyn Mumtalakat, Cezayir Kar Düzenleme Fonu, İran Ulusal Kalkınma Fonu, Irak DFI, Kuveyt Yatırım Otoritesi, Libya Yatırım Otoritesi, Umman Yatırım Fonu, Umman Devlet Genel Rezerv Fonu, Katar Yatırım Otoritesi, Filistin Yatırım Fonu, Suudi Arabistan Kamu Yatırım Fonu, Suudi Arabistan SAMA Foreign Holdings, Türkiye Varlık Fonu, BAE Abu Dabi Yatırım Otoritesi, Abu Dabi Yatırım Konseyi, Emirates Yatırım Otoritesi, Sharjah Varlık Yönetimi, Dubai Yatırım Şirketi, Mubadala Yatırım Şirketi, RAK Yatırım Otoritesi

Latin Amerika: Bolivya FINPRO, Brezilya Ulusal Fonu, Şili ES Fon, Şili Emeklilik Rezerv Fonu, Fondo Mexicano del Petroleo, Meksika İstikrar Fonu, Panama Ulusal Varlık Fonu, Peru FEF, Trinidad&Tobago HSF, Falkland Adaları (Birleşik Krallık) ODF, Kolombiya Tasarruflar ve İstikrar Fonu, Venezüela FIEM, Surinam Tasarruf ve İstikrar Fonu

Sahra Altı Afrika: Angola Fundo Soberano de Angola, Botswana Pula Fund, Ekvator Ginesi FFG, Gabon Ulusal Varlık Fonu, Gana Petrol Fonu, Mauritania NFHR, Mauritius UVF, Nijerya Ulusal Yatırım Otoritesi, Nijerya Bayelsa Kalkınma ve Yatırım Şirketi, Senegal FONSIS

Kuzey Amerika: Kanada Alberta's Heritage Fund, ABD Alabama Trust Fund, Alaska Daimi Fonu, LEQTF, New Mexico State IC, North Dakota Legacy Fund, Teksas Daimi Okul Fonu, Teksas Daimi Üniversite Fonu, Permanent Wyoming Mineral Trust Fund, Utah SITFO, Batı Virjinya Gelecek Fonu, Idaho Endowment Fund Investment Board, Ontario First Nations Sovereign Wealth



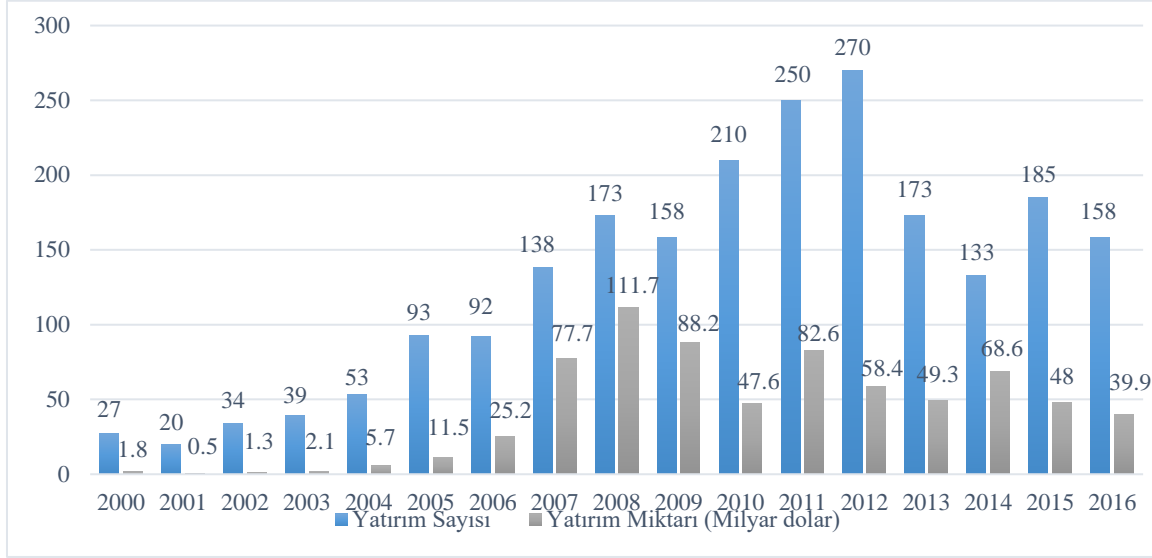
Ulusal Varlık Fonları, işleyiş bakımından ülke tasarruflarını yurtdışı yatırımlarla değerlendiren bir kurum olarak ele alındığında, 2000'li yıllarda artan yatırımların temel noktasının doğrudan yabancı yatırımlar biçiminde vücut bulduğu görülmektedir. Gayrimenkulden enerjiye birçok stratejik sektörde yatırım yapan bu fonların yatırım miktarı kayda değer bir artış göstermiştir (Castelli ve Scaciavillani 2015: 20). Şekil 2.3'ten de görülebileceği üzere 2000 yılında 1.8 milyar dolar olan toplam yatırım 2016 yılında gelindiğinde 39.9 milyar dolara ulaşmıştır. Söz konusu yıl aralığında ulusal varlık fonu yatırımlarının en yüksek olduğu yılın 2008 olması bir tesadüf değildir. 2008 küresel krizi ile birlikte zor duruma düşen Batı finans kurumlarına özellikle doğal kaynak zengini ülkelerin ulusal varlık fonları tarafından yapılan yatırımlar, bu miktarda önemli bir pay oluşturmaktadır:

"Krizin erken evrelerinde ulusal varlık fonları, sermayesi....sıkıntı yaşayan Batılı bankaları desteklemeye yönlendirilmiştir. Altı ayda (2007 yılının son çeyreğinden 2008'in ilk çeyreğine kadar), ulusal varlık fonları, olgun ekonomilerdeki en büyük yatırım bankalarını yeniden sermayelendirmek için yaklaşık 70 milyar dolar yatırım yapmışlardır... Bu dönemde Devlet Yatırım Şirketi (GIC) iki bankaya, UBS ve Citigroup'a 30 milyar dolardan fazla yatırım yaptı; Kuveyt Yatırım Otoritesi (KIA), Citigroup ve Merrill Lynch'e yaklaşık 6 milyar dolar, Temasek ise Merrill Lynch'e 7,8 milyar dolar enjekte etti; Abu Dabi Yatırım Konseyi (ADIA) Citigroup'a 7.5 milyar dolar; Çin Yatırım Şirketi (CIC) Morgan Stanley'e 5 milyar dolar yatırım yaptı (Castelli ve Scaciavillani 2015: 24)."

Avrupa: İrlanda Stratejik Yatırım Fonu, Norveç Devlet Emeklilik Fonu-Küresel, Rusya Doğrudan Yatırım Fonu, Rusya Ulusal Refah Fonu, Rusya Rezerv Fonu, Malta Ulusal Kalkınma ve Sosyal Fonu

Orta Asya: Azerbeycan Devlet Petrol Fonu, Kazakistan Baiterek, Kazakistan Samruk-Kazyna, Kazakistan Ulusal Fonu, Kazakistan NIC, Türkmenistan İstikrar Fonu (<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-profiles/> 25 Aralık 2017 Tarihinde Erişildi.)

Şekil 2.3: 2000-2016 yılları arasında Ulusal Varlık Fonlarının Doğrudan Yatırımları



Kaynak: SIL 2017

Şekil 2.3'ten de görülebileceği üzere, 2000-2016 yılları arasında ulusal varlık fonlarının yatırımlarında gözle görülür bir artış yaşanmıştır. SIL (2017)'e göre, 2016 yılında 158 tane yatırım anlaşması yapan fonların bu yatırımlarının değeri 39.9 milyar dolardır. Bu rakam bir önceki yıla yani 2015'e göre yüzde 17'lik bir düşüş anlamına gelmektedir. 2006 yılından sonraki en düşük yatırım değerinin elde edilmiş olmasında küresel ekonomideki belirsizlik ortamı ve siyasi konuların etkin olduğu düşünülmektedir. Ayrıca son dönemdeki petrol fiyatlarındaki oynaklıklar da ulusal varlık fonları yatırımlarının düşmesindeki bir diğer etmendir. Öyle ki dünya genelindeki ulusal varlık fonlarının büyük çoğunluğu petrol gelirleri ile finanse edilmektedir. UVF yatırımlarının en fazla olduğu yılın ise 2008 olması tesadüf değildir. Yukarıda da ifade edildiği gibi küresel krizde UVF'ler ABD finans kurumlarına yatırım yapmışlardır.

Tablo 2.4: 2015 ve 2016 yıllarında gerçekleşen en büyük UVF yatırımları

Fon	Hedef Adı	Ülke	Sektör	Anlaşma miktarı (milyar dolar)
Singapur Devlet Yatırım Şirketi (GIC)	IndCor Properties Inc.	ABD	Gayrimenkul	3.65
Katar Yatırım Otoritesi	Finansbank AŞ	Türkiye	Bankacılık	2.95
Katar Yatırım Otoritesi	Coroin Ltd.	Birleşik Krallık	Restoran, Otel	2.40
Katar Yatırım Otoritesi	Songbird Estates PLC	Birleşik Krallık	Gayrimenkul	1.94
Çin Yatırım Şirketi (CIC)	Investa Property Group	Avustralya	Gayrimenkul	1.82
Çin Yatırım Şirketi (CIC)	NXP	Hollanda	İş malzemesi	1.80
Temasek	Homeplus Co. Ltd.	Güney Kore	Perakende	1.60
Abu Dabi Yatırım Otoritesi	Sınai varlık portföyü	ABD	Gayrimenkul	1.58
Devlet Emeklilik Fonu-Küresel	Trinity Wall St.-Hudson Sq.	ABD	Gayrimenkul	1.56
Kuveyt Yatırım Otoritesi	E ON Espana SL	İspanya	Altyapı	1.37
Katar Yatırım Otoritesi	Hines Italia SGR SpA-Porta	İtalya	Gayrimenkul	1.30
Abu Dabi Yatırım Otoritesi	3 Otel	Hong Kong	Restoran, otel	1.20
Singapur Devlet Yatırım Şirketi (GIC)	Rede D'Or Sao Luiz SA	Brezilya	Sağlık, ilaç üretimi	1.01
Singapur Devlet Yatırım Şirketi (GIC)	Veritas Teknolojileri Şirketi	ABD	Hizmetler	3.70
Kamu Yatırım Fonu	Uber Teknolojileri Inc.	ABD	Hizmetler	3.50
Katar Yatırım Otoritesi	Asia Square Tower	Singapur	Gayrimenkul	2.51
Singapur Devlet Yatırım Şirketi (GIC)	Multiplan Inc.	ABD	Hizmetler	2.50
Singapur Devlet Yatırım Şirketi (GIC)	ITC Holding	ABD	Altyapı	1.23
Temasek	Singapur Telekomünikasyon Ltd.	Singapur	İletişim	1.13
Devlet Emeklilik Fonu-Küresel	Vendome Saint Honore Property	Fransa	Gayrimenkul	1.04
Çin Yatırım Şirketi (CIC)	1221 Avenue of the Americas New York	ABD	Gayrimenkul	1.03

Kaynak: Sovereign Investment Lab 2016 ve 2017

SIL (2017) verilerine göre 2016 yılında son on yılın en düşük ulusal varlık fonu yatırımı gerçekleşmiş olmasına karşın, yine de büyük yatırımların yapıldığı görülmektedir. Son iki yılda başta Katar Yatırım Otoritesi, Singapur Devlet Yatırım Şirketi, Temasek ve Çin Yatırım Şirketi'nin en yüksek değerli yatırımları gerçekleştirdiği Tablo 2.4'te görülmektedir. Bu yatırımların hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde yapılmasıyla birlikte en çok yatırımın ABD ve Avrupa ülkelerine yapıldığı görülmektedir.



Gayrimenkul, altyapı, hizmetler, iletişim, ilaç gibi farklı sektörlerde yatırım yapan ulusal varlık fonlarının yurtdışı yatırımlarının yanında yurtiçi yatırımlarının da sayısı giderek artmaktadır.

3. Ulusal Kalkınma Fonları

Küresel finans sistemindeki aksaklıklarla birlikte dünya ekonomisindeki güç kayışları ülkeleri ulusal hedeflere yeniden yönlendirmiştir. Ulusal kalkınma, sanayileşme, iktisadi büyüme gibi temel ulusal makroiktisadi hedefler küresel rekabet gücü kazanmanın da anahtarı olarak görülmeye başlamıştır.

Hem ulusal ilerleme hem de bu ulusal ilerlemenin sonucu olarak küresel yükselişi öngören/hedefleyen ülkeler ulusal varlık fonlarını bu amaçlar doğrultusunda da kullanmaya başlamıştır. Her ne kadar temel olarak ülkelerin varlıklarını dış yatırımlarda değerlendirmenin kamu mülkiyetindeki aracı olarak ifade edilse de, ulusal varlık fonları iç piyasada da faaliyet gösterebilmektedir. Yukarıda değinilen kalkınma fonları, ulusal ekonomide faaliyet gösteren ve devletin kalkınma hedeflerine göre çalışma alanına sahip olan bir ulusal varlık fonu türü olarak yükselişe geçmiştir. Ulusal kalkınma fonu (UKF) olarak adlandırılan bu fonlar, ülkelerin kalkınma konusunda stratejik gördüğü alanlarda faaliyet göstermektedir. Ulusal kalkınma fonlarının sayıları özellikle küresel kriz sonrası dönemde artış göstermiştir (Clark ve Monk 2015).

Tablo 3.1’de bazı ulusal kalkınma fonları verilmiştir. Buna göre UKF, her gelişmişlik düzeyindeki ülkenin kullandığı bir araçtır. Çoğunlukla kaynak zengini ülkelerde kurulduğu görülen UKF, Fransa gibi sanayileşmiş, Tayvan ve Singapur gibi ihracat fazlası veren ülkelerde de kullanılmaktadır.

Tablo 3.1: Bazı Ulusal Kalkınma Fonları

Ülke	Fon	Kuruluş Yılı	Amaçlar
Abu Dabi	Yatırım Konseyi	2007	Gelecek için refahı sürdürürken, Abu Dabi hükümetine, sürekli mali başarı ve zenginliğin korunması konularında yardımcı olmak. Abu Dabi ekonomisinin sürdürülebilir büyümesine gittikçe artan oranda katılmak ve desteklemek.
Angola	Fundo Soberano de Angola	2012	Angola'nın insanına, ekonomisine ve endüstrisine fayda sağlayan sürdürülebilir finansal getiri elde etmek.
Avustralya	Gelecek Fonu	2005	Ödenmemiş Commonwealth emeklilik yükümlülükleri ile Avustralya hükümetinin uzun vadeli mali durumunu güçlendirmek.
Bahreyn	Mumtalakat	2006	Petrol ve doğalgazdan çeşitlenen, sürdürülebilir getirileri güvence altına almak ve gelecek nesiller için servet üretilmesine dayalı bir ekonomi yaratmak.
Fransa	Stratejik Yatırım Fonu	2008	Fransız şirketlere stratejik yatırımlar yaparak, yabancı yatırımcılar tarafından indirimli fiyatlarla satın alınmalarını önlemek.
Kazakistan	Samruk-Kazyna	2008	Bölgesel, ulusal ve uluslararası yatırım projelerinin geliştirilmesi ve uygulanmasını sağlamak. Samruk-Kazyna Şirketler Grubu'nun mevcut varlıklarını desteklemek ve modernize etmek. Bölgesel kalkınmayı ve sosyal projelerin uygulanmasını desteklemek. Ulusal üreticileri desteklemek.
Malezya	Khazanah	2003	Ekonomik büyümeyi teşvik etmek ve hükümet adına stratejik yatırımlar yapmak. Malezya'da stratejik sanayilerin gelişimini, ülkenin uzun vadeli ekonomik çıkarları doğrultusunda sağlamak.
Nijerya	Nijerya Altyapı Fonu	2011	Nijerya'da temel altyapının geliştirilmesine katkıda bulunan projelere yatırım yapmak.
Filistin	Filistin Yatırım Fonu	2003	Stratejik yatırımlarla yerel ekonomiyi güçlendirmek ve fonun nihai hissedarı olan Filistin halkının uzun vadeli kazançlarını en üst düzeye çıkarmak.
Rusya	Rusya Doğrudan Yatırım Fonu	2011	Uzun vadeli doğrudan yatırım sermayesinin yaratılması için büyük uluslararası yatırımcılarla birlikte Rusya ekonomisinin stratejik sektörlerine yatırım yapmak.
Güney Afrika	Kamu Yatırım Şirketi	1911	Müşteri isteklerine uygun olarak yatırım getirileri sağlamak. Güney Afrika'nın kalkınma sürecine katkıda bulunmak.
Tayvan	Ulusal Kalkınma Fonu	1973	Tayvan'ın ekonomik kalkınması için bir katalizör görevi yapmak ve yatırım süreçlerini etkilemek.

Tablo 3.1 (devamı): Bazı Ulusal Kalkınma Fonları

Ülke	Fon	Kuruluş Yılı	Amaçlar
B.A.E.	Mubadala	2002	Emirlikler için güçlü finansal getiri ve somut sosyal faydalar sağlayan uzun vadeli, sermaye yoğun yatırımların yönetimine odaklanan Abu Dabi ekonomisinin çeşitlendirilmesini kolaylaştırmak.
Singapur	Temasek	1974	İşletme sayısını artırma aracılığıyla iktisadi kalkınmayı sağlama almak. Bir yandan yurtiçi altyapıyı desteklerken diğer yandan uluslararası agresif bir yatırım politikası başlatmak ve orta gelirli nüfusu büyütmek.
Venezuela	FONDEN	2005	Büyük, temel altyapı ve sosyal projelere yatırım yaparak sosyalizmi geliştirmek. Çeşitli finansal, sosyal ve topluluk projeleri gerçekleştirmek. Finansal garantilerle dış borç profilini iyi hale getirmek ve çok kutuplu bir dünya yaratmak.
Brezilya	Brezilya Kalkınma Fonu	1952	Ulusal mal ve hizmetlerin ihracatını artırarak sürdürülebilir kalkınmayı hızlandırmak ve gelir adaletsizliğini azaltmak.
Kazakistan	Baiterek	2013	Temel amaç / hedefler: (i) kapsamlı finansman araçlarının sağlanması, (ii) KOBİ'lerin desteklenmesi, (iii) yeni modern ekonomik sektörlerin ve ekonominin inovasyon gelişiminin desteklenmesi, (iv) ulusal şirketlerin ihracat faaliyetlerinin desteklenmesi ve (v) uygun fiyatlı konut desteği ve tanıtımı. Altyapı, ulaşım, finans, enerji, telekom, KOBİ vb.
Türkiye	Türkiye Varlık Fonu	2016	Savunma, havacılık ve yazılım gibi stratejik teknoloji tabanlı sektörlerde yer alan yerel şirketleri, proje bazında öz sermaye yatırımları ve finansman yoluyla destekleyerek küresel aktörler haline getirmeye yardımcı olmak; Şirketin Türkiye dışında petrol ve gaz da dahil olmak üzere stratejik sektörlerde doğrudan yatırım yapma imkânı yaratmak.

Kaynak: Gelb vd. (2014), Clark ve Monk (2015), Konukman ve Şimşek 2017, SIL (2017), Halland vd. (2016)

Genel olarak, UKF'ler konusunda en belirgin örnek olarak Singapur'un Temasek şirketi verilmekle beraber, Tablo 3.1, 2000'li yıllarda benzer amaçlı fonların sayısının arttığını göstermektedir.

Singapur'un Temasek şirketinin örnek olarak verilmesinin ardında, bu şirketin eski bir fon olması ve Singapur ekonomisinin belkemiği konumunda yer alması yatmaktadır. Temasek, stratejik sektörlerde devletin yatırımlarını gerçekleştirmek ve yönetmek amacıyla kurulmuş olup kuruluşundan beri çeşitli kamu hizmetleri, lojistik, telekomünikasyon gibi önem arz eden sektörlerde faaliyetler ile başlayıp eğitim, sağlık, sanayi gibi alanlarda da faaliyetler yürütmekte

ve Singapur ekonomisinde önemli bir paya sahip olmaktadır (Castelli ve Scaciavillani 2015: 25).

Tablo 3.2’de Temasek’in 2008 ile 2016 yılları arasında elde ettiği gelir miktarı görülmektedir. Kurumun gelirleri 2008 krizi ile birlikte belli miktarda düşüş göstermiş olsa da daha sonra toparlanarak artışını sürdürmüştür.

Tablo 3.2: Temasek Gelir

Yıllar	Gelir (milyar dolar)
2008	83.3
2009	79.6
2010	76.7
2011	83.5
2012	83.5
2013	94.3
2014	92.4
2015	101.6
2016	101.5

Kaynak: Temasek 2017.

1974 yılında kurulan Temasek, Singapur’un kalkınma politikasının lokomotifleri olarak çalışan bir kuruluştur. Devlete ait varlıkların büyük çoğunluğu bu kurumda toplanmıştır. Her ne kadar Temasek kendini doğrudan bir ulusal varlık fonu olarak tanımlamasa da hem amaçları, hem yatırım portföyü hem de yatırım için seçtiği sektörler bağlamında bir kalkınma fonu olarak çalışmaktadır. Altyapıdan, telekomünikasyona stratejik sektörlerdeki yatırımları önemli düzeydedir (Cummine 2015; Alsweilem vd. 2015).

Rusya Doğrudan Yatırım Fonu (RDIF) ise 2011 yılında 10 milyar dolar sermaye ile oluşturulmuş bir ulusal kalkınma fonudur. Dünyanın büyük yatırımcıları ile birlikte çalışmasının yanında temel strateji Rusya şirketlerini ön plana çıkarmak olan fon hem küresel bir yatırımcı olmak hem de Rusya’da yatırımların katalizörü olma amacına sahiptir. Bu amaçla yaklaşık 19 milyar yatırım yapan RDIF, 30 milyar dolar civarında da dış yatırımın ülkeye gelmesini sağlamıştır (RDIF, https://rdif.ru/Eng_About/ (Erişim Tarihi: 21.01.2018)).

RDIF’in yatırım amaçları, üzere beş temel başlık altında toplanmaktadır (RDIF, 2017):

- Yabancı yatırım çekmek
- Yatırımlardan gelen kazançları maksimize etmek
- En iyi küresel teknolojileri Rusya’ya çekmek



- d. Rusya ekonomisinin modernizasyonuna katkıda bulunmak
- e. Fon yönetimini şeffaflaştırmak

Singapur'un Temasek Şirketine ve Rusya Doğrudan Yatırım Fonuna benzer biçimde Birleşik Arap Emirlikleri'nin Mubadala, Bahreyn'in Mumtalakat, Malezya'nın Kahzanah Nasional Şirketleri ve Umman Yatırım Fonu, ulusal kalkınma ve sanayileşme politikalarını destekleme ve yönlendirme ile küresel ekonomi ile ulusal ekonomileri bütünleştirme gibi amaçlarla hareket etmektedirler. Ancak ulusal kalkınma fonları diğer kalkınma kurumlarından farklı bir sınıfta yer almaktadır. UKF'ler de diğer ulusal varlık fonları gibi devlete ait ve devlet tarafından yönlendirilen kuruluşlar olsa da özel sektör mantığıyla hareket etmekte ve dolayısıyla da geri dönüşü olacak yatırımlara yönelmektedir. Bu yönüyle ülkenin uluslararası düzeyde karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu ya da olma ihtimalinin yüksek olduğu sektörlerde yatırım, büyük ve getirisi yüksek olacak projelere ortaklık ve ülkede yatırım yapan/yapmak isteyen yabancı şirketlerle ortaklık gibi stratejik yöntemlerle yatırıma yönelir (Castelli ve Scaciavillani 2015: 25-26).

Çoğu kalkınma fonunun, örneğin Afrika'da kurulanların amaçları sadece altyapıya yatırımla sınırlı değil, bununla birlikte çeşitli sanayi projeleriyle kalkınmayı destekleyici faaliyette bulunmak da vardır (Nijerya ve Angola fonları). Ayrıca Rusya'nın 2011 yılında kurduğu Doğrudan Yatırım Fonu da önemli bir örnek teşkil etmektedir. Bu fon, diğer ulusal varlık fonları da dahil olmak üzere yabancı şirketler ile işbirliği/ortaklık yaparak ulusal ekonomide yatırımları arttırmak ve yabancı sermaye çekmek amacını taşımaktadır (Castelli ve Scaciavillani 2015: 26).

2008 küresel krizi ile uzun vadeli finansman kaynaklarının azalması, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ulusal varlık fonlarının yurtiçinde yatırım yapmak için kullanılması durumunu güçlendirmiştir. İktisadi büyüme, refah artışı ve kalkınma hedeflerinin bir aracı olarak yurtiçi yatırım yapan ulusal varlık fonları yani ulusal kalkınma fonları, diğer ulusal varlık fonlarından bu noktada farklılaşmıştır. UVF'ler genel olarak yurtdışı yatırımlara yönelen araçlar olarak görüldüklerinden dolayı UKF'lerin ulusal varlık fonu sınıfına koyulmaması da tartışma konusu olmuştur (UNIDO 2016: 16)



Ulusal Varlık Fonları, stratejik bir yatırımcı olarak iktisadi kalkınmanın finansmanını sağlamakta da kullanılmaktadır (Schena ve Ali 2017: 135). Bu yönüyle maliye politikası aracı olan fonlar, kalkınma odaklı çalışmalarla, ülkenin küresel ve bölgesel rekabet gücü kazanmasına katkıda bulunmak istemektedir. Dolayısıyla büyük piyasalarda yatırım yapan fonların bir kısmının yurtiçi piyasaya dönmesi ya da yeni kalkınma odaklı fonlar kurulması da bu noktada şaşırtıcı değildir (Gelb, Tordo vd. 2014: 5). Bu bağlamda özet olarak, Csoma (2015)'nin de ifadesiyle ulusal kalkınma fonları altyapı başta olmak üzere sosyoekonomik projelere finansman kaynağı olan bir UVF çeşididir.

Ulusal Varlık Fonlarının kalkınmaya odaklı türlerinin giderek yükselmesi bu araçların geleneksel kalkınma bankacılığı ve diğer kalkınma kurumları ile kıyaslanmasını beraberinde getirmiştir. Örneğin Gelb, Tordo vd. (2014: 24)'ne göre ulusal kalkınma fonlarının finansmanının bütçe transferi ya da doğal kaynak sektörlerinden sağlanmasından ötürü, kalkınma bankalarından daha fazla ayrıcalığa sahiptir.

Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü, Ulusal Kalkınma Fonlarını Stratejik Kalkınma Ulusal Varlık Fonları olarak adlandırmakta ve bu fonların hem ulusal hedefler hem de kalkınma amaçları doğrultusunda hareket ettiklerini ifade etmektedir (<https://www.swfinstitute.org/statistics-research/strategic-development-sovereign-wealth-fund/>). Ulusal hedefler bağlamında neo-merkantilizmin bir aracı olarak düşünülen fonlar, bu yönüyle uluslararası politik iktisat¹⁰ yazınına da meşgul etmektedir.¹¹

Dolayısıyla bir Ulusal Varlık Fonu ya da daha spesifik olarak bir ulusal kalkınma fonunun kurulması ve işlemesi sadece ekonomik neden ve amaçlara değil siyasal amaçlara da bağlıdır (Braunstein 2017).

Son dönemdeki fonların birçoğunun kuruluşu da hem ekonomik hem de siyasi nedenlere bağlıdır (bkz. Helleiner 2009). Başta uluslararası düzeyde rekabet gücü elde etme ve küresel ekonomi politik düzende sözünü arttırmak gibi uluslararası siyasal iktisat çatısı altında

¹⁰ Bkz. Balaam ve Dillman (2015)

¹¹ UVF'lerin kalkınma çerçevesinde güncel bir değerlendirmesi için bkz. Şimşek ve Eren (2018)



birleştirilebilecek hedefler ülkelerin ulusal kalkınmayı yeniden ön plana almasına neden olmuştur.

İkinci Dünya Savaşı sonrası yükselişe geçen ulusal kalkınmacılık ithal ikameci stratejilerle özdeşleşmiş ve dış ticarete belli süreliğine kısıtlar getirmiştir. Mevcut dönemdeki kalkınma eğilimleri ise dış dünyaya yani küresel ekonomiye entegre olmuş ve kendini dolaylı da olsa uluslararası düzenden soyutlamayan bir eğilimdir. Dolayısıyla bu ekseninde kurulan ulusal kalkınma fonları da kuruldukları ülkelerin kalkınma süreçlerine katkıda bulunmayı amaçlamaktadır.

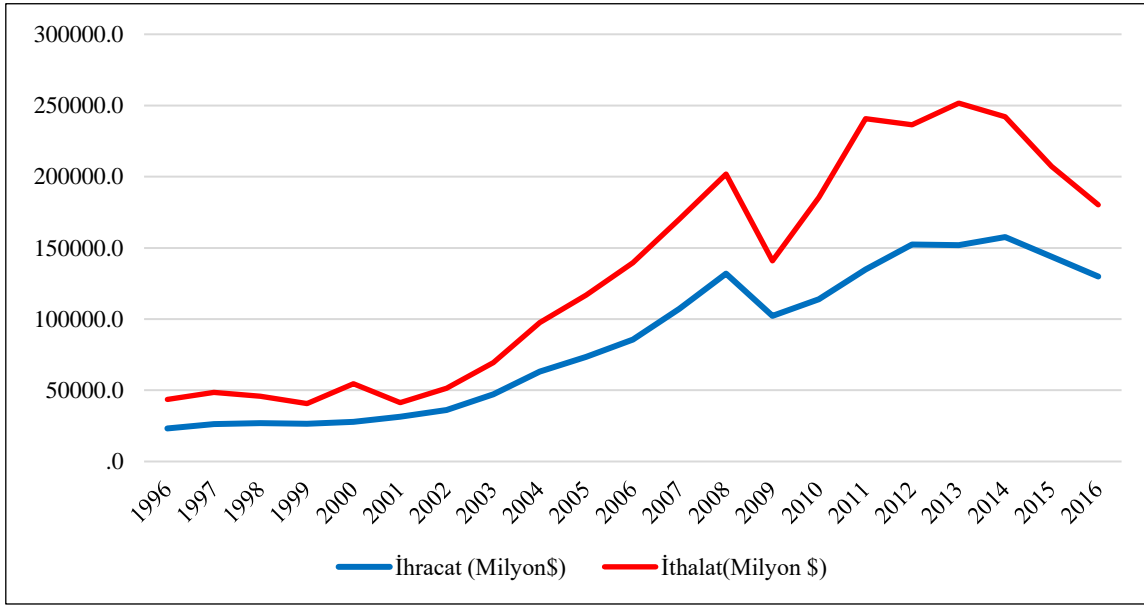
Tablo 3.1 de ve 3.2’de sıralan kalkınma amaçlı fonlar/ulusal kalkınma fonları arasında en son katılan ise Türkiye Varlık Fonu (TVF) olmuştur. Türkiye Varlık Fonu doğrudan kalkınma fonu olarak adlandırılmasa da yapılan araştırmalar ve kurumun amaçları, onun bir kalkınma fonu olarak hareket edeceğini göstermektedir (Bkz. Kayıran 2016; Konukman ve Şimşek 2017).

3.1. Türkiye Varlık Fonu (TVF) Üzerine Gözlemler

Cumhuriyetin kuruluşu ile birlikte ulusal çıkarların öncelendiği Türkiye ekonomisinde temel hedef milli bir sermaye sınıfı yaratmak olmuştur (Boratav 2008). İçeride dönük, devletçi, ithal ikameci stratejiler yer yer kesintiye de uğrasa 1980’lere değin bu kelimeler Türkiye Ekonomisi serencamının anahtar kavramı olmuştur. Ancak 1980 sonrası süreçte tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de liberalleşme eğilimi hız kazanmış ve 24 Ocak Kararlarıyla başlayıp 32 Sayılı Kararla devam eden liberalizasyon süreci 1990’lar itibarıyla yoğunlaşan finansallaşma ile de kırılğan bir ekonomi ortaya çıkarmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerine yani sıcak paraya dayalı bir ekonomik modele doğru ilerleyen Türkiye Ekonomisi, yüksek enflasyon, büyük bütçe açıkları ve cari işlemler açığı ile mücadele etmek durumunda kalmıştır.

Temel olarak ihracata dayalı büyüme modeli benimsenerek bir ihracat ekonomisi yaratmak amaçlansa da, özellikle küreselleşme sürecini tetikleyen teknolojik gelişmelerin sonucu olarak Türkiye hem katma değer yaratan ürün üretiminde ithalatçı konuma düşmüş hem de enerji tüketimi dolayısıyla dış enerji kaynaklarına ihtiyacı artmıştır. Tüketim ekonomisi niteliği olan Türkiye bunların da etkisiyle dış ticarete açık vermeyi sürdürmektedir (Şekil 3.2).

Şekil 3.1: Türkiye'nin Dış Ticaret Seyri



Kaynak: TÜİK

Dış ticarete verilen açığın sürmesinin yanında Türkiye'ye yabancı yatırım girişi de hızlanmıştır. 2000'lere gelindiğinde hem küresel kapitalizmle hem de AB ile bütünleşme isteği daha da artan Türkiye, oluşan siyasi ortamın da etkisiyle daha fazla yabancı yatırım çekmeye başlamıştır. Bununla birlikte kamunun giderek küçülmesinin aracı olarak özelleştirme bu dönemde hız kazanmış ve Kamuya ait büyük stratejik kuruluşlar özelleştirilmiştir.

Bu sürecin devamında meydana gelen 2008 küresel krizi hem birinci bölümde anlatılan neoliberalizmin sorgulanmasına hem de devlet öncülüğünde kapitalizmin yükselişine neden olmuştur. Başta Çin olmak üzere, Rusya, Körfez Ülkeleri, Brezilya, Hindistan, Singapur gibi ülkelerin ekonomik modelinin tasviri için kullanılan devlet kapitalizmi kavramının temel bileşenleri de ulusal varlık fonları ve kamu iktisadi teşebbüsleri olmuştur. Öyle ki başta petrol ve doğalgaz, bankacılık ve iletişim, haberleşme, altyapı gibi sektörlerde faaliyet gösteren yukarıda bahsi geçen ülkelerin (Çin ağırlıklı olmak üzere) kamu şirketleri küreselleşme ile bütünleşmiş ve uluslararası düzeyde birer şirket haline gelmişlerdir (Kurlantzick 2016; Wang ve Miao 2016).

Batı'nın ekonomik bağlamda gerileyip Doğu ve Güney ülkelerin bu şekilde ön plana çıkması Türkiye için de önemli bir gözlem sahası oluşturmuştur. 1980'lerden itibaren neoliberal paradigmaları kesintisiz biçimde uygulayan Türkiye, buna ek olarak devletin ekonomideki rolünü de arttırmıştır. Bu yönüyle Çin ve Rusya gibi ülkelerin uyguladığı devlet öncülüğünde kapitalizm modeline de benzetilen Türkiye ekonomisi, son dönemde küresel ekonomik dengelerin bu ülkeler lehine değişmesi çerçevesinde Batı neoliberalizmi ile güney devlet kapitalizmi arasında konumlanmaktadır. Dolayısıyla, Post Washington Uzlaşısı çerçevesinde piyasa dostu denetleyici, düzenleyici devlet modelinin kurumlarının inşasına (Örneğin Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu-BDDK), ulusal varlık fonu gibi araçlar da eklenmiştir.

2016 yılında kurulan Türkiye Varlık Fonu (TVF) ulusal varlık fonu sahibi ülkelerin içerisine Türkiye'yi sokmuş olsa da, TVF, diğer fonlardan farklı olarak herhangi bir kaynak gelirene ya da dış fazlaya bağlı olarak kurulmamıştır. Mevcut yapısı ile Türkiye ekonomisinin dış ticaret açığı verdiği de dikkate alınırca Türkiye Varlık Fonu'nun varlık değerlendirmeye değil daha çok varlık oluşturmaya yönelik olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Kurulduğu günden bu yana tartışılan TVF, bu çalışma yapıldığı sırada henüz tam olarak faaliyetlerini gerçekleştirmediği ve yıllık faaliyet raporunu yayınlamadığı için burada sadece fonun genel amaçları, portföyü ve olası sonuçları analiz edilmeye çalışılacaktır.

3.1.1. Türkiye Varlık Fonu'nun amaçları ve portföyü

Türkiye Varlık Fonu, özellikle kalkınma odaklı diğer fonlar gibi sürdürülebilir büyüme ve uzun dönemli kalkınma amacına sahiptir. Bu amaç TVF internet sitesinde şöyle ifade edilmektedir (<http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>):

“Türkiye Varlık Fonu, ülkemizin ekonomik istikrarının artırılması ve kalkınmasına katkı sağlamak, kamuya ait olan varlıkları daha etkin ve verimli bir şekilde yönetmek; mevcut kamu varlığına değer katarak gelecek nesiller için daha güçlü bir Türkiye hazırlamak amacıyla kurulmuş bir yapıdır. Ülkemizde büyümenin artırılması için tasarruf ve yatırımların artırılması zorunludur. Mevcut durumdaki piyasalarda bulunan

yüksek faiz baskısı büyüme üzerindeki önemli engellerden birisidir. Türkiye Varlık Fonunun büyük projelere sağlayacağı finansman, hem bu projelerin hayata geçmesiyle oluşturulacak istihdam yoluyla, hem de faiz üzerindeki baskıyı azaltarak, ülkemizin büyüme ve kalkınması üzerinde olumlu etkilerde bulunacaktır. Devredilen tüm kamu varlıkları ve fonlar Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi ile bağlı şirket veya iştirakleri ile fon ve bünyesinde kurulacak alt fonları kapsayan yatırım planlarına uygun olacak şekilde, yine şirketlerin mevcut yönetimleri ve işletme politikaları, iş planları, yatırım ve büyüme stratejilerine uygun olarak değerlendirilecektir. Ulusal ve uluslararası finans kuruluşları da dâhil olmak üzere ilgili paydaşlarla sağlanan iş birlikleri ile sürdürülebilirlik ilkesi dahilinde uzun vadede bu kurum ve kuruluşların devamlılığı ve ekonomimize katkısını arttırıcı yatırımlar gerçekleştirilecektir."

Konukman ve Şimşek (2017)' e göre bu metinden şu çıkarım yapılabilir:

"TVF'nin uzun dönemde dünyanın en büyük on ekonomisi arasına girmesi konusunda atılacak adımlarda başat araçlardan biri olarak planlandığı görülmektedir. Fon, ekonomik istikrar ve kalkınma hedefleri doğrultusunda kamu varlıklarının değerini arttıracak yatırımlar ile ekonomik büyümeye, dünyada yükselen altyapı yatırımcılığı ile Türkiye'nin büyük projelerine katkı sunarak da yabancı yatırımların çekilmesi için zemin hazırlama görevini üstlenmiştir."

Yine TVF'nin sitesinde fonun temel amaçları şu şekilde belirtilmiştir (<http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>):

- a. Önemli kamu varlıklarında değer artışı sağlayarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmak.
- b. Türkiye'ye daha fazla yatırımcı ilgisini çekmek ve yeni yatırımlar için sermaye sağlamak.
- c. 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.
- d. Katılım finansmana uygun varlıkların gelişmesine destek olmak.
- e. Sermaye piyasalarının araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak.



Bu amaçlar doğrultusunda fonun yukarıda bahsi geçen Rusya Doğrudan Yatırım Fonu gibi, ülkede yatırım yapmanın cazip olduğunu gösterecek faaliyetlerde bulunmanın ön planda olduğunu ve stratejik öneme sahip sektörlerde yatırımın esas alındığı görülmektedir.

TVF'nin kaynakları ise yine kendi sitesinde şu şekilde belirtilmiştir (<http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>):

- a. Özelleştirme kapsam ve programındaki, Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından TVF'ye devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan aktarılmasına karar verilen nakit fazlasından,
- b. Bakanlar Kurulu tarafından TVF'ye aktarılmasına karar verilen 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,
- d. Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklar oluşmaktadır.

Fonun portföyü de bu bağlamda, devlete ait mevcut şirketler ve taşınmazlardan oluşmaktadır (Tablo 3.3). Buna göre, Türk Hava Yolları, Ziraat Bankası, Halkbankası, Telekomünikasyon Şirketi, PTT ve Borsa İstanbul gibi kurumların Hazine'ye ait olan kısmı 2017 itibariyle TVF portföyüne eklenmiştir.

Tablo 3.3: TVF'nin Portföyü

Türk Hava Yolları A.O.'nun yüzde 49,12 hissesi
Ziraat Bankası sermayesinde bulunan Hazine'ye ait hisselerin tamamı
Türkiye Halkbankası A.Ş.'nin yüzde 51,11 hissesi
Türk Telekomünikasyon A.Ş.'nin yüzde 6,68 oranında Hazine'ye ait hissesi
Türkiye Petrolleri A.O. sermayesinde bulunan Hazine'ye ait hisselerin tamamı
BOTAŞ sermayesinde bulunan Hazine'ye ait hisselerin tamamı
PTT sermayesinde bulunan Hazine'ye ait hisselerin tamamı
TÜRKSAT sermayesinde bulunan Hazine'ye ait hisselerin tamamı
Borsa İstanbul sermayesinde bulunan Hazine'ye ait hisselerin tamamı
Milli Piyango'da nakit oynatılan Piyango, Hemen-Kazan, Sayısal Loto, Şans Topu, On Numara ve Süper Loto oyunları ile ilgili daha değişik yeni oyunların yapılmasına izin verilebilecek oyunlarına ilişkin lisans (49 yıl süreyle)
TCDD İzmir Limanı
Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş. sermayesinde bulunan Hazine'ye ait hisselerin tamamı
Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü
ÇAYKUR
Türkiye Jokey Kulübü'nün yurt içinde at yarışları düzenleme, yurt içi ve dışında düzenlenen at yarışları üzerine yurt içi ve dışından müşterek bahis kabul etme hak ve yetkilerine ilişkin lisanslar (topluca 1 Ocak 2018 tarihinden itibaren 49 yıl süreyle)
Mülkiyeti Hazineye ait Antalya, Aydın, İstanbul, Isparta, İzmir, Kayseri ve Muğla'da bulunan bazı taşınmazlar

Kaynak: <http://turkiyevarlilikfonu.com.tr/TR/Portfoy/5>

TVF'den beklentiler ise Eğilmez (2016)'e göre şu şekilde sıralanabilir:

- Büyüme oranının artışına katkı.
- Sermaye piyasalarında büyüme ve derinleşmenin hızlanması.
- İslami finansman varlıklarının kullanılmasının yaygınlaşması.
- Yapılacak yatırımlarla istihdam olanaklarının artırılması.
- Savunma, havacılık, yazılım gibi alanlardaki yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesiyle küresel ekonomide önemli aktör haline gelmeleri.
- Büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu artırılmadan finansman bulunması.
- Katılım finansmanı sektör payı artması.
- Enerji arzı güvenliğini sağlama bağlamında Türkiye için önem taşıyan petrol, doğalgaz gibi yurtdışındaki stratejik sektörlere bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi.
- Ekonominin yapısal sorunlarını aşmakta katkı sağlamanın yanı sıra dış politikanın önemli bir aracı olarak Türkiye'nin uluslararası arenada daha fazla söz sahibi olmasına katkı sağlaması.

Bu çerçevede, Türkiye Varlık Fonu hem yurtiçi altyapı yatırımlarını destekleme ve finansman kaynağı olma, hem de ülkenin yabancı yatırım potansiyelini artırma amaçları üzerinden değerlendirilebilir. Ancak, hem portföy hem de kaynaklar bağlamında TVF'nin



kamunun çoğu kurumunun bünyesine bağlanmasıyla ilgili eleştiriler yapılmaktadır. Herhangi bir doğal kaynak ya da ihracat geliri olmadan kurulan TVF'nin mevcut kamu şirketleri üzerinden borçlanabilmesi olanağı, ileride bu kamu şirketlerinin elden çıkarılabileceği endişesini beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla, TVF'nin diğer ülkelerdeki gibi etkin bir sanayi politikası için tasarrufları değerlendirmek yerine, sanayi ve kalkınma politikasında kullanılmak üzere yüksek kâr getirecek yatırımlara yönelmesi gerekmektedir.

3.1.2. TVF Neden Bir Ulusal Kalkınma Fonu Olarak Nitelenmektedir?

Ulusal varlık fonları, ikinci bölümde ifade edildiği gibi makroiktisadi amaçlar için kurulan devlet kontrolünde ve sahipliğindeki araçlar olarak tanımlanmaktadır. Bu açıdan ulusal varlık fonlarını sınıflandırırken kullanılan ilk ölçüt makroiktisadi amaçlardır.

Tablo 2.1 ve 2.2'deki tanımlamalar doğrultusunda Türkiye Varlık Fonu'nu ulusal kalkınma fonu sınıfında değerlendirmek mümkündür. Bu konuda daha önce yapılan bazı çalışmalarda da TVF kalkınma fonu sınıfına dahil edilmektedir (Kayıran 2016; Konukman ve Şimşek 2017). Ulusal varlık fonlarının bir türü olarak (ulusal) kalkınma fonlarının yurtiçi yatırımlara yönelmesi ve sanayi politikasına yardımcı olması gibi amaçları onun kalkınmacı olarak nitelenmesini sağlamaktadır. Bu bağlamda Tablo 3.4'de ulusal kalkınma fonlarının özellikleri ve TVF'nin amaçları karşılaştırılmaktadır.

Tablo 3.4: TVF'nin Kalkınma Fonu olarak değerlendirilmesi

Ulusal Kalkınma Fonları	TVF (Kalkınma fonu olarak değerlendirilmesine etken olan amaçları)
Ülkenin uzun dönemde üretkenliğini arttırmak için yatırım gerçekleştiren ulusal varlık fonu. Ulusal Kalkınma fonları ülkenin potansiyel üretimini arttıracak sanayi politikaları ve sosyoekonomik projelere kaynak sağlama amaçlıdır.	"Türkiye Varlık Fonu, ülkemizin ekonomik istikrarının artırılması ve kalkınmasına katkı sağlamak, kamuya ait olan varlıkları daha etkin ve verimli bir şekilde yönetmek; mevcut kamu varlığına değer katarak gelecek nesiller için daha güçlü bir Türkiye hazırlamak amacıyla kurulmuş bir yapıdır."
Altyapı yatırımları (Ulaşım, su, haberleşme vb sektörlerde)	Önemli kamu varlıklarında değer artışı sağlayarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmak.
Sosyal Altyapı Yatırımları (Beşeri sermaye ve ilgili kurumlara yatırım)	Türkiye'ye daha fazla yatırımcı ilgisini çekmek ve yeni yatırımlar için sermaye sağlamak.
Sanayi politikası izlemek (Kaynak çeşitliliğini arttırmak)	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.
	Mega projelere (Kanal İstanbul, 3. Havalimanı, Köprü, Otoyol vb) finansman sağlamak

Kaynak: Tablo 2.1'den, Tablo 2.2'den ve üçüncü bölümden derlenmiştir.

Buna göre, Türkiye Varlık Fonu'nun hem altyapı yatırımlarını destekleyici faaliyetler amaçlaması hem de bunlar aracılığıyla ekonomik kalkınma hedefi, fonu ulusal kalkınma fonu içerisinde değerlendirmeyi kolaylaştırmaktadır. Özellikle yurtiçi yatırıma odaklanma ve yabancı sermaye çekerek küresel rekabet gücü kazandıracak yatırımlar hedeflemek bunu gerçekleştirirken de istihdamı arttırmayı amaçlamak, tipik bir kalkınma amacı olarak nitelenebilir. Ayrıca stratejik olarak görülen sektörlerde sadece yurtiçi yatırımlar değil aynı zamanda yurtdışı yatırımlar yapmak da kalkınma fonlarının temel bir özelliğidir.

4.Sonuç

Ulusal varlık fonları küreselleşmeyle uyumlu biçimde çalışan devlet kapitalizmi sürecinin önemli bir aktörü olarak ortaya çıkmıştır. Devletin finansal sektördeki en önemli araçlarının başında gelmeye başlayan ulusal varlık fonları, özetle, çeşitli makroiktisadi amaçlar için kullanılan devlete ait araçlar olarak tanımlanabilir. Fonlar, doğal kaynak gelirleri ya da ihracat kaynaklı gelirlerin gelecek nesillere aktarılmasını sağlayacak yatırımları özellikle ülke dışında gerçekleştirmeyi hedeflemiştir. Bununla birlikte, son dönemde yurtiçi yatırımlara yönelen kalkınma odaklı ulusal varlık fonlarının da sayısının artması bu kurumların misyonunu değiştirmiştir.



Uluslararası rekabet gücü ile büyüme ve kalkınma hedefi ile çalışan ulusal kalkınma fonlarının başta altyapı ve enerji olmak üzere stratejik sektörlerde yatırım yaptıkları bilinmektedir (Temasek, Rusya Doğrudan Yatırım Fonu, Mumtalakat vb).

2016 yılında kurulan Türkiye Varlık Fonu (TVF) da bu çalışmada bir ulusal kalkınma fonu olarak değerlendirilmiştir. Bunun nedeni olarak önceliğinin yurtiçi yatırımlara yönelerek iktisadi büyüme ve uzun dönemde kalkınma stratejilerine katkıda bulunmak, küresel düzeyde rekabet gücünü arttırmak ve ülkeye önemli yabancı yatırımları çekmek konusunda çalışmak gibi amaçlarının olması gösterilebilir. Bu yönüyle Rusya Doğrudan Yatırım Fonu (RDIF) ile benzer özellikler taşıyan TVF, kaynak ve portföyü bağlamında ise diğer ulusal varlık fonlarından farklılaşmaktadır.

Genel olarak ulusal varlık fonlarının birçoğu ya ihracat ya da doğal kaynak gelirleri ile finanse edilirken TVF'nin finansmanı ise mevcut kamu şirketleri ve çeşitli özelleştirme gelirleri olarak görülmektedir. Fon, bu çalışma hazırlanırken henüz tam olarak faaliyetlerine başlamasa da, ülke kamuoyu tarafından merakla takip edilmektedir.

Türkiye Varlık Fonu'nun yukarıda belirtilen amaçlar doğrultusunda etkin bir araç olup olmayacağı ise zamanla kendisini gösterecektir. Küresel rekabet gücü elde etmenin en önemli unsuru sanayileşme politikası olduğu için öncelikle sanayi politikalarının yeniden masaya yatırılması gerekmektedir. Her ne kadar katma değeri yüksek ürün üretimi konusunda sürekli olarak metinler, planlar hazırlansa da istenilen seviyeye ulaşamamıştır. Özel sektör odaklı gelişme modelinin tek başına yetersiz kalması kamunun tekrar sanayileşme sürecine etkin bir rol ile dahil olması gerekliliğini göz önüne sermektedir.

Kaynakça

Ahmadov, Ingilab, Tsani, Stela, & Aslanli, Kenan (2011). "*Sovereign Wealth Funds as the emerging players in the global financial arena: Characteristics, risks and governance*". In *Sovereign Wealth Funds: New challenges for the Caspian countries*. Bakü: Revenue Watch Institute.



Al-Hassan, Abdullah and Papaioannou, Michael and Skancke, Martin and Sung, C. Chih, (2013). Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management. *IMF Working Paper No. 13/231*.

Alsweilem, Khalid A.; Cummine, Angela; Rietveld, Malan; Tweedie, Katherine (2015). "A comparative study of sovereign investor models: Sovereign fund profiles". Center For International Development at Harvard University. https://projects.iq.harvard.edu/files/sovereignwealth/files/fund_profiles_final.pdf 18 Şubat 2017 Tarihinde Erişildi.

Amar, Jeanne (2016). "Sovereign Wealth Funds: major actors in the global economy". http://www.oee.fr/files/swfs_briefing_paper_oee_2016.pdf 07 Mayıs 2017 Tarihinde Erişildi.

Anthopoulos Ilias., Pitelis, Christos and Liakou, C. (2016). The Nature, Performance and Economic Impact of Sovereign Wealth Funds. *FESSUD Working Paper Series, No 135*. <http://fessud.eu/wp-content/uploads/2015/03/The-Nature-Performance-and-Economic-Impact-of-Sovereign-Wealth-Funds-working-paper-135.pdf> 15 Ekim 2017 Tarihinde Erişildi.

Balaam, David N. ve Dillman, Bradford (2015). *Uluslararası Ekonomi Politîğe Giriş*. Ankara: Adres Yayınları.

Boratav, Korkut (2008). *Türkiye İktisat Tarihi 1908-2007*. Ankara: İmge Yayıncılık.

Bortolotti Bernardo, Fotak Veljko, Megginson William L. (2015). "The Rise of Sovereign Wealth Funds: Definition, Organization, and Governance". In: Caselli S., Corbetta G., Vecchi V. (eds) *Public Private Partnerships for Infrastructure and Business Development*. New York: Palgrave Macmillan.

Braunstein, Juergen (2017). "The domestic drivers of state finance institutions: evidence from sovereign wealth funds". *Review of International Political Economy*, DOI: 10.1080/09692290.2017.1382383



Bremmer, Ian (2010). *The End Of The Free Market*. New York: Portfolio.

Castelli, Massimiliano ve Scacciavillani, Fabio (2015). "SWFs and State investments: A preliminary general overview" In *Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and International Investment Law*, Ed. Fabio Bassan, UK and USA: Edward Elgar Publishing, 9-37.

Clark, Peter B. ve Monk, Ashby H.B. (2015). *Sovereign Development Funds: Designing High-Performance, Strategic Investment Institutions*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2667974 06 Şubat 2017 Tarihinde Erişildi.

Csoma, Robert (2015). "Appreciation of the Role of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy". *Public Finance Quarterly* 2: 270-287.

Cummine, Angela (2015). *How Temasek has driven Singapore's development*. *East Asia Forum*. <http://www.eastasiaforum.org/2015/02/17/how-temasek-has-driven-singapores-development/> 15 Ocak 2018 Tarihinde Erişildi.

Çolak, Ömer Faruk (2017). "Finansal Serbestleşmenin Tıkanıklığı ve Türkiye Varlık Fonu". *İktisat ve Toplum Dergisi* 76: 8-13.

Eğilmez, Mahfi (2016). Kendime Yazılar, Varlık Fonu, 25 Ağustos 2016, <http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/varlk-fonu.html> 25 Ocak 2018 Tarihinde Erişildi.

Gelb, Alan, Tordo, Silvana, Halland, Håvard, Arfaa, Noora ve Smith, Gregory Smith (2014), *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Development Finance Risks and Opportunities*. World Bank Policy Research Working Paper, 6776.

Halland, Håvard, Noel, M., Tordo, S. ve Owens-Kloper, J. J. (2016). Strategic Investment Funds Opportunities and Challenges. *World Bank Policy Research Working Paper* 7851.



Held, David ve McGrew, Anthony (2008). *Küresel dönüşümler*. (Çev. A. R. Güngen, A. S. Mercan, B. Özçelik, C. Boyraz, vd.). Ankara: Phoenix Yayınları. (Eserin orijinali 2000'de yayımlandı).

Helleiner, Eric (2009). "The geopolitics of sovereign wealth funds: An introduction". *Geopolitics 14* (2): 300-304.

IMF (2008). *Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda*. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> 15 Şubat 2017 Tarihinde Erişildi.

IMF (2013). *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13231.pdf> 15 Şubat 2017 Tarihinde Erişildi.

Kayıran, Meltem (2016). "Türkiye Varlık Fonu'nun Kuruluş Amaçları ve Yapısı Üzerine Bir Değerlendirme". *Eğitim Bilim Toplum Dergisi 14* (56): 55-90.

Konukman, Aziz ve Şimşek, Orhan (2017). "Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Uygulaması". *Çalışma ve Toplum Dergisi 55*: 1913-1944.

Kurlantzick, Joshua (2016). *State Capitalism: How the Return of Statism Is Transforming the World*. USA: Oxford University Press.

PWC (2015). The taxonomy of Sovereign Investment Funds. <https://www.pwc.com/gx/en/sovereign-wealth-investment-funds/publications/assets/pwc-the-taxonomy-of-sovereign-investment-funds.pdf> 10 Ekim 2017 Tarihinde Erişildi.

PWC (2018). The rising attractiveness of alternative asset classes for sovereign wealth funds. <https://www.pwc.lu/en/alternative-investments/docs/pwc-sovereign-wealth-funds.pdf> 01 Şubat 2018 Tarihinde Erişildi.

RDIF (2017). Successful investments with RDIF Opening the new Russia, Annual Review 2016.



Rozanov, Andrew (2005). "Who Holds the Wealth of Nations?" *Central Banking Journal* 15 (November): 52-57.

Schena, Patrick ve Ali, Asim (2017). Sovereign Wealth Fund Investment in Economic Transformation: Toward an Institutional Framework. *World Economics*, 18(1): 123-144.

Scholte, Jan A. (2005). *Globalization a critical introduction*. (Second Edition). New York: Palgrave Macmillan.

SIL (2016). The Sky Did Not Fall. *Sovereign Wealth Fund Annual Report*. <http://www.ifswf.org/sites/default/files/Bocconi%20SIL%202016%20Report.pdf> 07 Mayıs 2017 Tarihinde Erişildi.

SIL (2017). Hunting Unicorns. *Sovereign Wealth Fund Annual Report*. http://www.ifswf.org/sites/default/files/report_SIL_2017.pdf 30 Eylül 2017 Tarihinde Erişildi.

SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org/> 05 Kasım 2017 ve 25 Ocak 2018 Tarihinde Erişildi.

Şenses, Fikret (2017). *İktisada (Farklı Bir) Giriş*. İstanbul: İletişim Yayınları.

Şimşek, Orhan (2017). *Küreselleşme ve Yeni Devlet Kapitalizminin Yükselişi*. Ankara: Türk Metal Sendikası Araştırma ve Eğitim Yayınları, No. 7.

Şimşek, Orhan ve Eren, Ahmet Arif (2018). "The Political Economy of Sovereign Wealth Funds from a Development Perspective". Eds. A. Cebeci, E. Torres, G. Beken, *Current Debates in Economics* (s. 31-41). London: IJOPEC Publication.

Temasek (2017). *Review 2017*. <http://www.temasek.com.sg/documents/download/downloads/20170709011245/temasek-review-2017.pdf> 10 Ocak 2018 Tarihinde Erişildi.



KERKEZ, K. (2019), " Küresel Ekonominin Yeni Aktörleri Ulusal Varlık Fonları ", *Fiscaoeconomia*, Vol.3(1), 1-38.

TVF, <http://turkiyevarlikfonu.com.tr> 20 Ocak 2018 Tarihinde Erişildi.

TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr/> 20 Ocak 2018 Tarihinde Erişildi.

UNIDO (2016). Unlocking domestic investment for industrial development. *Working Paper*.

Wang, Huiyao, & Miao, Lu (2016). *China Goes Global: How China's Overseas Investment is Transforming its Business Enterprises*. Palgrave Macmillan.

Went, Robert (2001). *Küreselleşme neoliberal iddialar, radikal yanıtlar*. (Çev. E. Dinç). İstanbul: Yazın Yayıncılık.