

**ULUSAL VARLIK FONLARINA İLİŞKİN BİR DEĞERLENDİRME<sup>1</sup>****Dr. Öğr. Üyesi Hikmet Gülçin BEKEN\*** **Doç. Dr. Nuri BALTACI\*** **ÖZET**

*Dünyadaki örnekleri daha öncelerde kurulmuş olsa da, Ulusal Varlık Fonu (UVF) Türkiye için oldukça yeni bir oluşum olarak karşımıza çıkmaktadır. Pek çok farklı amacı benimseyerek oluşturulan UVF'ler hem kurucu ülkeler hem de ev sahibi ülkeler üzerinden küresel sistemin işleyişini önemli ölçüde etkilemektedir. Politik iktisat içerisinde yeni bir aktör olarak kendine yer bulan UVF'ler; devlet, piyasa ve güç ilişkilerinde yaşanan değişim ve dönüşümde belirleyici olmaktadır. Mevcut UVF'ler ve Türkiye Ulusal Varlık Fonu üzerinden sağladıkları fayda ve ortaya çıkardıkları maliyetlere bu çalışmada yer verilecektir.*

**Anahtar Kelimeler:** *Ulusal Varlık Fonları, Politik İktisat, Kalkınma.*

**JEL Sınıflandırması:** *O11, O19, F59.*

**AN ANALYSIS OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS****ABSTRACT**

*Although it is a new phenomenon for Turkish economy, the examples of Sovereign Wealth Funds can be found around the World since the 1950s. There are different objectives to set up a SWF, their effects can be seen both in home countries and host countries of global system. As a new agent in the field of political economy, they affect the change and transformation of power, state and market dynamics. In this study, the examples of existing Sovereign Wealth Funds and Turkey Wealth Fund Management Cooperation will be evaluated based on costs and benefits.*

**Key Words:** *Sovereign Wealth Funds, Political Economy, Development.*

**JEL Classification:** *O11, O19, F59.*

<sup>1</sup> Bu çalışma 8. ICOPEC Kongresinde (Belgrad) sunulan bildirinin Türkçeleştirilmiş ve genişletilmiş halidir.

\* Gümüşhane Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, Gümüşhane/Türkiye e-mail: [hgulcin.beken@gumushane.edu.tr](mailto:hgulcin.beken@gumushane.edu.tr)

\* Gümüşhane Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, Gümüşhane/Türkiye e-mail: [nuribaltaci@gumushane.edu.tr](mailto:nuribaltaci@gumushane.edu.tr)

## 1. GİRİŞ

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ev sahipliği yaptığı UVF'ler küresel sistem içerisindeki yeni aktörler olarak sermayenin dolaşımı üzerinde etkili olmaktadır. Kuruluş amaçları, fon kaynakları ve finansman yönünden farklılık gösteren UVF'ler; istikrarlaştırıcı etkileri ve uzun vadeli yapıları nedeniyle tercih edilmektedir. Bununla birlikte en önemli dezavantajları yeteri kadar şeffaf olamamaları, korumacı eğilimlerde artışa ve piyasa etkinsizliğine yol açabilmeleridir. Devlete ait yapılar olmaları nedeniyle eleştirilen UVF'ler, küresel ekonomik sistem içerisinde devletin rolü ve ağırlığının ne olduğu noktasında da sorgulanmaktadır.

Bütçe ve ödemeler bilançosu dengesi, makroekonomik ve finansal istikrar gibi genel olarak tüm ekonomik yapı üzerinde etkileri görülmektedir. Bu temel makroekonomik göstergelerdeki performansı yüksek olan ülkeler tarafından UVF kurulması kabul edilmekle birlikte; Türkiye gibi bütçe ve ödemeler bilançosu değerleri açık veren ülkelerin UVF oluşturmaları genellikle sorgulanmaktadır. Bu bağlamda; çalışmada Ulusal Varlık Fonları tanımlanarak, hangi amaçlarla kurulduklarına bakılarak Türkiye Ulusal Varlık Fonu'nun dünyadaki örnekleri ile benzeştiği ve farklılaştığı noktalara yer verilecektir.

## 2. ULUSAL VARLIK FONU: NASIL TANIMLANIR?

İlk Ulusal Varlık Fonu (UVF) örnekleri, II. Dünya Savaşı sonrasında 1950'li yıllarla ortaya çıkmış; 1970 ve 1980'ler, petrol üreten ülkelerin oluşturduğu istikrar fonları ile birlikte UVF kuruluşunun ikinci dalgasının yaşandığı dönem olmuştur. Özellikle 1970'lerin yüksek petrol fiyatları nedeniyle; çok sayıda meta ihracatına ve ticarete bağımlı, küçük, dışa açık ülkenin karşılaştıkları problemlere çözüm olarak istikrar fonu oluşturdukları görülmüştür. 1990'lardan 2000'lere kadar dünya genelindeki düşük meta fiyatları nedeniyle yeni istikrar ya da ulusal varlık fonları kurulmamıştır. 2005 sonrası kurulan UVF'ler ise yakın tarihte oluşturuldukları düşünüldüğünde görece küçük kabul edilebilirler.<sup>2</sup> (The Corner House, 2008:4-6)

Ulusal Varlık Fonlarını emeklilik fonları, hedge fonları gibi diğer yatırım araçlarından farklı kılan özellik, devlete ait olmalarıdır. Ülkenin döviz rezervlerindeki birikim bu fonların kaynağını oluştursa da; resmi rezervlerden bağımsız şekilde yönetilmektedir. Yabancı bir devletin yatırım aracı olduğu için bazen ev sahibi ülke tarafından endişe ve şüphe ile de karşılanabilmektedir. Bunu ortaya çıkaran, bu fonların kâr amacı dışındaki motivasyonlar ile yönetilmesidir. Yatırım ve iş kararlarının ulusal varlık fonu sahibi ülkenin siyasi çıkarlarından etkilenecek olması da bu bağlamda bir diğer endişe kaynağıdır. (TÜSİAD, 2008:1) Behrendt (2008:4) ise fonların bu kadar ilgi çekmesinin nedenini büyüklüklerinden ziyade, küresel finansal piyasalarda aldıkları pozisyonun hızına ve devam eden hızlı büyümelerine bağlamaktadır.

<sup>2</sup> Coğrafi olarak dağılıma bakıldığında, Orta Doğu bölgesi % 40.24 ile sahip olunan UVF sıralamasında ilk sırada yer almaktadır. Asya bölgesinde bu oran % 39.74, Avrupa'da %13.11, Amerika'da %2.80, Afrika'da %2.70 ve diğer kalan bölgeler için de %1.40 olarak söylenebilir. (<https://www.SWFInstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>)

Tek bir şekilde tanımlanmaları mümkün olmasa da; bazı özellikleri tanımlama amacıyla kullanılabilir. Devlete ait yapıları, yükümlülüklerinin olmaması ya da çok az olması, döviz rezervlerinden farklı şekilde yönetilmeleri ayırıcı özellikleri arasındadır. (Beck ve Fidora, 2008:349) Dikkat edilmesi gereken bir nokta da UVF'lerin homojen bir yapı olarak görülmemeleri; yatırım stratejileri, yasal ve kurumsal yapıları noktasında oldukça farklı olduklarıdır. (The Corner House, 2008:2)

UVF'lerin temel kaynağı içerisinde; bütçe fazlası, döviz kazandırıcı işlemler, özelleştirme gelirleri, çeşitli metallerin ihracat gelirleri bulunmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu günümüz koşullarında elde edilen ticaret fazlası düşünülürken, UVF'ler geçici bir yatırım aracı olarak kabul edilmemekte; büyüme ve zenginlik yaratmaya devam edecekleri varsayılmaktadır. (Klitzing, Liin, Lund ve Nordin, 2010: 1-3)

UVF'ler genelde emtiaya dayalı (doğal kaynak ihracatından elde edilen gelir fazlası) ve emtia-dışı fonlar (emtia dışındaki ihracat gelirlerinin ortaya çıkardığı bütçe fazlası) şeklinde iki grup içerisinde toplanabilir. Emtiaya dayalı UVF'ler, hidrokarbon ihracatı ile finanse edilir ve net finansal tasarruf içerir. Bu nedenle, emtiaya dayalı UVF'ler net kamu tasarrufunun bir ifadesidir. Emtia-dışı UVF'ler kontrollü döviz kuru politikalarının bir sonucudur ve parasal rezerv fazlalığı ile finanse edilir. (Bazoobandi,2013:6). Hem finansman kaynakları hem de ekonomik amaçları açısından birbirlerinden farklılık göstermektedirler. (Reisen, 2008b:1)

UVF sahibi ülkeler incelendiğinde bir grupta, yüksek petrol ve meta fiyatlarının avantajını kullanan doğal kaynak zengini ülkeler bulunmaktadır. Fon bu ülkeler için, kamu ve ihracat gelirlerinin stabilize edilmesi amacını da taşır. Bir diğer amacı da; biriken tasarrufların gelecek kuşaklara aktarılmasıdır. (Petrol düşünülürken yenilenemeyen doğal kaynakların bir gün tükeneceği gerçeği ile özellikle sürdürülebilir kalkınma kavramı içerisinde daha da anlamlı olmaktadır.) Ödemeler bilançosu istikrarı ya da ekonomiye müdahale amacı ile elde bulunan aşırı rezervlerin kullanılması da benimsenen amaçlardan bir diğeri olmaktadır. (Beck ve Fidora, 2008:350)

Bununla birlikte vurgulanması gereken, UVF'lerin sadece döviz rezervi birikimi amacıyla oluşturulmadıkları; a) rezerv fazlasının enflasyon ve parasal genişleme yönünde yarattığı baskının kaldırılması, b) ekonomik farklılaşmayı sağlamak ve ekonomik kazancı arttırmak, c) gelecekteki büyümeye kaynak oluşturmak, d) beklenen demografik baskılara bir cevap olabilmek amaçlarıyla da kurulabildikleridir. (Reisen, 2008b:4)

Hammadde ihracatçısı ülkeler açısından UVF sahibi olmanın üç önemli işlevi vardır. İhracatlarını niteleyen ürünlerini yüksek fiyatlar ve hacimdeki dalgalanmalara karşı koruma görevi ve ikinci olarak ekonomik gücün farklı şekillerinin yansıtılması ya da sürdürülmesi demektir. Devlet, sahip olduğu güçle; mülkiyet haklarını düzenler ve böylece piyasa ve firma kârlılığının oluşumunu ve dağılımını etkiler. Üçüncü olarak UVF'ler, üretim zinciri içerisinde değer dağılımını değiştiren siyasi bir

fonksiyona da sahiptir. Özellikle üretim zincirinin finansal kısmını kontrol edebilmek adına, kalkınmacı devletlerin UVF oluşturma yönünde bir eğilimi olduğu görülmektedir. (Schwartz, 2012: 520)

Son yıllarda oluşturulan UVF'ler ise genellikle üç grup içerisinde toplanabilir; a) Daha fazla getiri elde edebilmek için istikrar fonu faaliyetlerini genişletmeye çalışan metaya dayalı ekonomiler, b) büyük meta getirileri olmasa da, sabit kur nedeniyle cari işlemler fazlası elde eden ekonomiler, c) genellikle büyük mali problemleri olan ve yapısal mali problemlerini çözmek yerine bir UVF sahibi olmayı tercih eden ekonomiler (Balding, 2012:7). Bu sınıflandırmaya bakıldığında Türkiye'nin üçüncü grup içerisinde kendine yer bulduğu söylenebilir. Bunu desteklemek adına Türkiye ekonomisinin ödemeler bilançosu, bütçe v.b temel göstergeleri üzerinden değerlendirme yapmak yol gösterici olacaktır.

Griffith-Jones ve Ocampo (2008:17) çalışması; UVF oluşturma'nın cari işlemler fazlasına sahip olunması durumunda anlamlı olduğuna dikkat çekmektedir. Buna ilave olarak, ülkede mali fazla ortaya çıkmıyorsa, kaynakların UVF'ye transfer edilmesinin anlamlı olmadığını ve kamu kesimi borcunun garantisi olarak UVF kaynaklarının kullanımının da doğru olmayacağını vurgulamaktadır.

Tablo 1'de büyüklüklerine göre ilk on içerisinde yer alan UVF'lere ve Türkiye Ulusal Varlık Fonuna yer verilmiştir. İlk on UVF'ye bakıldığında, Dünya Bankasının sınıflandırmasına göre, yüksek gelir grubu veya üst orta gelir grubunda yer alan ülkeler bulunmaktadır. Ancak, mevcut diğer UVF'lere sahip ülkelere bakıldığında; Gabon gibi düşük gelir grubundaki ve Gana gibi alt orta gelir grubundaki ülkelerde de UVF'ler bulunduğu görülmektedir. Ülkelerin gelir düzeyi bu anlamda etkili olsa da; UVF'ye sahip olma noktasındaki tek belirleyici olamamaktadır. Gelişmiş ülkeler için yüksek geliri değerlendirmenin, GOÜ'ler için daha üst gelir düzeyine dahil olmanın bir aracı olarak kullanılmaktadır.

**Tablo 1. Ulusal Varlık Fonları Büyüklüklerine Göre (Ocak 2018,Milyar \$)**

BÜYÜKLÜKLERİNE GÖRE DÜNYADAKİ ULUSAL VARLIK FONLARI*					
Ülke****	Fon Adı	Fon Büyüklüğü (milyar \$)	Kuruluş Yılı	Kaynak	Amaç
Norveç (yüksek gelir grubu)	Government Pension Fund-Global	998.93	1990	Petrol	Kamu harcamalarının finanse edilmesi Petrol gelirlerinin nesiller arası aktarımı
Çin(üst orta gelir grubu)	China Investment Corporation	900	2007	Emtia dışı	Yabancı yatırımları çeşitlendirmek Paydaşlar için maksimum getiri (kabul edilebilir risk altında)
BAE-Abu Dabi (yüksek gelir grubu)	Abu Dhabi Investment Authority	828	1976	Petrol	Uzun vadede refahın sürdürülmesi
Kuveyt (yüksek gelir grubu)	Kuwait Investment Authority	524	1953	Petrol	Yatırımların belli performans kriterleri temelinde geri dönüşünü sağlamak
Suudi Arabistan (yüksek gelir grubu)	SAMA Foreign Holdings	454	1952	Petrol	Petrol gelirlerini yönetmek, sosyal kalkınmayı desteklemek
Çin-Hong Kong (yüksek gelir grubu)	Hong Kong Monetary A. Investment Portfolio	456.6	1993	Emtia dışı	Ulusal paranın istikrarını sağlamak
Çin	SAFE Investment Company	441**	1997	Emtia dışı	Ülkenin döviz rezervlerini yönetmek, finansal piyasaların gelişimine katkı yapmak
Singapur (yüksek gelir grubu)	Government of Singapore Investment Corporation	359	1981	Emtia dışı	Uzun dönemli yatırım
Katar (yüksek gelir grubu)	Qatar Investment Authority	320	2005	Petrol&Gaz	Devlet ve gelecek nesiller için uzun vadeli değer yaratacak şekilde ülke rezervlerinin kullanılması Ülke ekonomisinin rekabet gücünü geliştirmek
Çin	National Social Security Fund	295	2000	Emtia dışı	Emeklilere finansal koruma sağlamak
Türkiye (üst orta gelir grubu)	Turkey Wealth Fund	bilinmiyor***	2016	Emtia dışı	Ekonomik istikrarı ve kalkınmayı desteklemek Kamu varlıklarının daha etkin kullanılması Gelecek nesiller için daha güçlü bir ekonomi
Petrol&Gaz Toplamı		4.266,76\$			
Diğer Toplamı		3.314,70\$			
Toplam		7.581,46\$			
*Ocak 2018 itibariyle toplam 79 Ulusal Varlık Fonu bulunmakta ve bunlardan varlık büyüklüğüne göre ilk on içerisinde yer alanlar ve Türkiye V.F. Verilmiştir					
**tahmini değer					
*** SWF Institute web sayfasında fon büyüklüğü bilinmiyor; Türkiye Varlık Fonu sayfasında ise fon toplam büyüklüğü 40 milyar \$ belirtilmiştir.					
**** Dünya Bankası 2018 ülke sınıflandırmasına göre gelir grupları verilmiştir.					

**Kaynak:** <https://www.SWFInstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

UVF'ler, birden fazla amacın birlikte gerçekleştirilmesine yönelik olarak da kurulmuş olabilir. Burada önemli olan, bu amaçlar içerisinde kısa vade ve uzun vadeye aynı anda odaklanmanın birbiri ile çelişebilecek sonuçlar ortaya çıkarıp çıkarmadığıdır (Shields ve Villafuerte, 2010:44). Bu çoklu amaçlar ve bu amaçlara ulaşmak için kullanacakları araçlar Tablo 2 ile özetlenmiştir.

**Tablo 2. Amaç ve Araçları Açısından UVF'ler**

<b>Ekonomik Amaçlar</b>	<b>Amaçlar</b>	<b>Araçlar</b>
Sermayenin ençoklaştırılması (büyüme amaçlı kullanılacak sermayenin oluşturulması ve ulusal refahın korunması)	Nesillerarası refahı dengelemek	Nesillerarası eşitliği sağlayıcı yatırımlar yapmak (yenilenebilir olmayan kaynakların çeşitli finansal varlıklara dönüştürülmesi)
	Gelecek yükümlülüklerin finansmanı	Gelecek yükümlülükleri (emeklilik v.b) finanse etmek için sermayenin gerçek değerinin korunması ve artırılması
	Rezervlerin değerlendirilmesi	Rezerv tutma maliyetini azaltmak, yüksek uzun vadeli getiri elde edecek şekilde onları değerlendirmek
İstikrarlaştırma (Makroekonomik yönetim ve ekonomik istikrar)	Finansal istikrarın sağlanması	İç/dış şoklara karşı ekonomiyi koruyucu çevrim karşıtı mali araçların kullanılması
	Döviz kurunun istikrarlaştırılması	Varlık fiyatlarındaki dalgalanmayı önlemek ve fiyatlardaki dalgalanmayı azaltmak için kısa vadeli büyük miktardaki sermaye girişi-çıkışlarını dengelemek için kullanılması
		Kurun diğer ihracat faaliyetlerinin gerçekleştirilmesine ve uzun vadede ülke için gerekli sermaye miktarının girmesine olanak verecek düzeyde kalmasını sağlamak
Ekonomik kalkınma (ülkenin uzun vadeli verimliliğinde artışa yol açacak yatırımlar)	Fiziki altyapı yatırımları	Sermaye mallarının ülke içinde artırılması (ulaşım, enerji v.b)
	Sosyal altyapı yatırımlarının yapılması	Sosyal altyapının artırılması (beşeri sermaye ve kurumlar) ve bunu destekleyici sosyo-ekonomik projelerin uygulanması (eğitim, sağlık v.b.)
	Sanayi politikasının sürdürülmesi	Tek bir kaynağa ya da finansman şekline olan bağımlılığın azaltılmasını sağlayacak, çeşitlendirilmiş bir ekonomi yaratabilmek

**Kaynak:** PWC, 2015:1

Ulusal varlık fonlarından bazılarının stratejik amaçları- bölgesel kalkınma ya da ulusal öncü sanayilerin desteklenmesi- bulunurken; bir kısmı ise daha fazla kâr elde etmeye odaklıdır. Ayrıca günümüzde, gelişmekte olan piyasalardaki fazlaların yeniden finansal sisteme sokulmasının bir yolu olarak da kullanılmaktadır. Temel motivasyon kaynağının ne olduğu ülkelerin bu fonlar hakkında şüphe duymasına neden olabilir: ulusal varlık fonlarından gelecek yardımların kabul edilmesi yerine finansal korumacılığa dönüşün benimsenmesi böylesi durumlarda ortaya çıkmaktadır. (The Economist, 2008b) Bu durum, fonlara yönelik eleştirilerin nedenlerinden biridir. Finansal piyasalar için aslında önemli olan ise, bu fonların portföylerinin varlık ve nakit arasındaki dağılımının ne şekilde gerçekleştiğidir. (Jen Stephen, 2007:2)

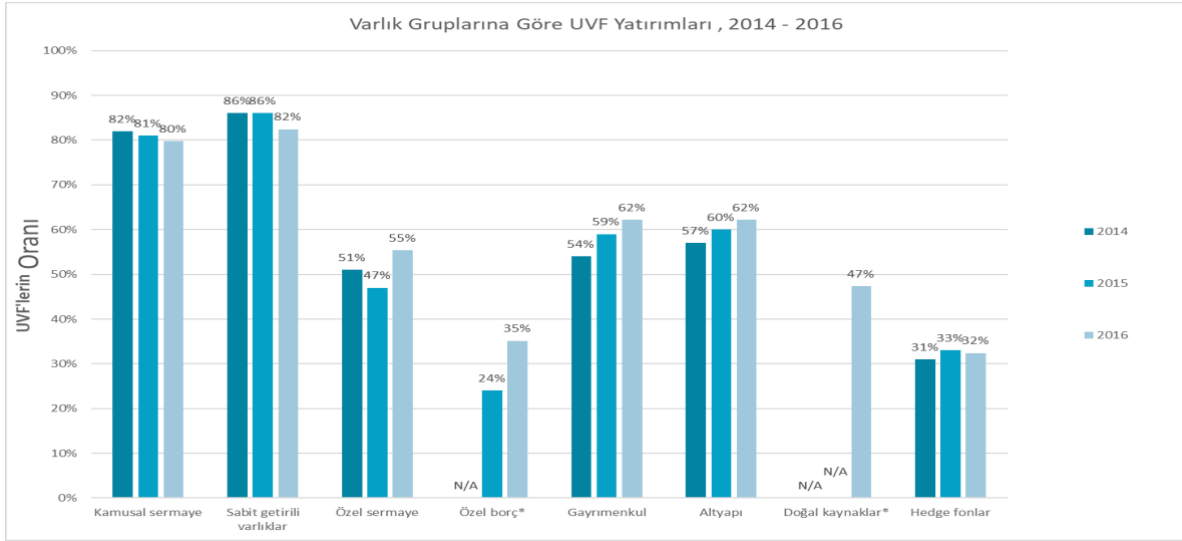
UVF'lerin sosyal koruma ve kalkınma amacına katkıda bulunması mümkündür. Özellikle gelişmekte olan ülke (GOÜ) UVF'lerinin ellerinde tuttıkları varlıklar, bu ülkeler tarafından bir tür kalkınma odaklı sermaye kaynağı olarak görülmektedir. GOÜ UVF'leri genellikle temel altyapı ve ekonominin stratejik sektörlerini destekleyici (telekomünikasyon, ulaşım, doğal kaynaklar, finansal hizmetler v.b) alanlara yöneliktir. Buradaki asıl soru, GOÜ'ler için bu fonların ne kadarını sosyal harcamaya ayırmaları gerektiği ve ne kadarıyla çeşitlenmiş bir yatırım portföyü yürütecekleri

hakkındadır. GOÜ'lerin amaçları sosyal güvenlik ağı yaratmaktan çok; müreffeh bir ekonomi yaratmaktır. (Balding, 2012:76-77) Olaya gelişmiş ülkeler açısından bakıldığında; Singapur, Norveç v.b. ülke UVF'leri de kendi ulusal sosyal koruma sistemlerine katkıda bulunmaktadır. Yatırım yapılan fonların her ne kadar böyle doğrudan bir yükümlülüğü bulunmasa da; sağlık, eğitim, sosyal refah harcamaları ve sosyal güvenlik sistemi için de kullanılmaktadır. (Stückelberger, Rossouw, Geerts, Chavaz ve Xinwa, 2016:39) Sosyal refah ve sosyal güvenlik ağı yaratmak ya da bu sistemlerin ortaya çıkması için kullanılmak hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler tarafından benimsenen benzer bir amaç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Santiso (2008:11) çalışması UVF'lerin gelişmekte olan ülkelerin refahı açısından hem ulusal hem de küresel düzeyde diğer GOÜ'ler için kalkınmayı finanse edecek önemli bir kurum olarak işlev gördüğünü; yani ihmal edilen bu yönü ile aslında onların **Ulusal Kalkınma Fonları** olarak büyüyebileceklerine vurgu yapmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere yatırım yaparak, istihdam olanakları yaratarak, altyapıya ve bazı öncelikli sektörlerle yönelik sermaye sağlayarak kalkınmaya destek oldukları vurgulanmaktadır. Bunu destekleyici, benzer bir yorum Griffith-Jones ve Ocampo (2008: 29) çalışmasında da öne çıkmaktadır. Döviz varlıklarının birikimi ve yüksekliği nedeniyle, GOÜ'lerin toplam UVF ve uluslararası rezerv varlıklarının küçük bir oranını bile mevcut ya da yeni kalkınma bankalarına yatırması durumunda, GOÜ'lerin sahip olduğu bankaların borç verme kapasitesini genişletebileceğini ve altyapı yatırımları gibi hem ulusal hem bölgesel kamu mallarının üretimi için bu kaynakların kullanılabilirliğini vurgulamaktadır.

Schubert (2015:13-19), GOÜ'lerin kalkınma amacıyla ihtiyaç duyduğu altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesi ve verimli yatırımlara dönüştürülmesine yönelik sermayenin birikiminde UVF'lerin önemli bir kaynak olabileceği vurgusundadır. Hem UVF'nin kendisi hem de yatırımlarını yönlendirdiği GOÜ'ler için önemli kazançlar ortaya çıkmaktadır. Kalkınmanın finansmanında GOÜ'lerde altyapı yatırımlarına ve girişimciliğe yatırım yaparak UVF'ler hem üstlendikleri riskten daha yüksek oranda getiri elde edebilirler hem de elde edecekleri getiriyi çeşitlendirebilirler. Böylece; ekonomide çeşitlilik, ekonomik istikrarın sağlanması ve refahın nesiller arası aktarımı gibi belirtilebilecek kuruluş amaçlarına ulaşabilirler. Bu yatırımlara ev sahipliği edecek GOÜ açısından bakıldığında temel fayda; UVF'lerin yönetimi altında bulunan önemli miktardaki sermayeye erişim, diğer yatırım türleri ile kıyaslandığında daha uzun süreli yatırımlara sahip olmak, istihdam ve ekonomik büyümeyi arttırıcı koşullara sahip olmaktır.

### Grafik 1.Varlık Gruplarına Göre UVF Yatırımları, 2014-2016

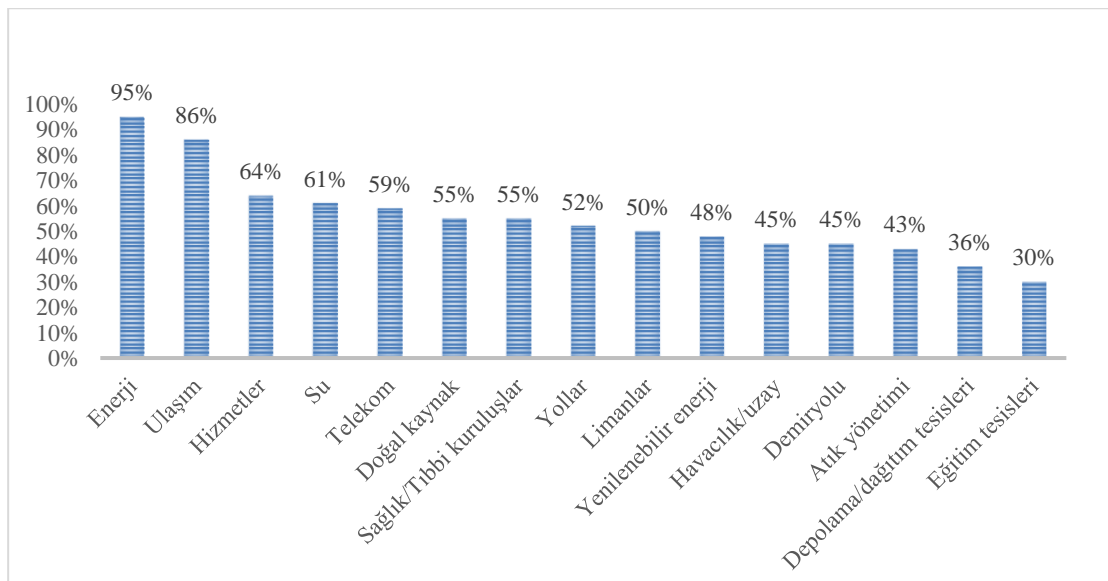


**Kaynak:** Real Assets Spotlight, 2016:2

Altyapı yatırımları konusundaki performanslarına, UVF'ler tarafından yapılan yatırımlar üzerinden bakılabilir. 2014 yılında altyapıya yönelik yatırımların oranı %57'den %62'ye artış göstermiştir. Bu altyapı yatırımları dolayısıyla hem uzun vadeli bir yatırım kaynağı sağladıkları hem de ulusal ekonomilerin gelişimi ve kalkınmasına destek oldukları görülmektedir. Musatov ve Zorsky (2013:3), UVF'lerin altyapı yatırımlarına yönelmesinin temel nedenini; altyapı yatırımlarının uzun vadeli doğası ve UVF'nin sürekli ömrü arasındaki doğal uyuma bağlamaktadır.

UVF'lerin altyapı yatırımlarında hangi alanlara öncelik verdikleri Grafik 2 ile görülebilir. İlk üç sırada enerji, ulaşım ve hizmetler sektörünün yer aldığı görülmektedir.

### Grafik 2. Altyapı Yatırımında UVF'lerin Endüstri Tercihleri



**Kaynak:** Real Assets Spotlight, 2016:5.



### 3.SOSYO-EKONOMİK ETKİLERİ AÇISINDAN UVF'LERİN VARLIĞI

UVF'lerin başta ekonomik olmak üzere ortaya çıkardığı etkileri hem UVF kurucusu ülke hem de ona ev sahipliği yapan ülkeler açısından olumlu ve olumsuz olarak sınıflandırmak mümkündür. Tablo 3 ile faydaları ve maliyetleri temelinde UVF'lerin kurucu ve ev sahibi ülke açısından ortaya çıkardığı etkiler gösterilmektedir. Bu değerlendirme, küresel sistem açısından ve özellikle sermayenin serbest dolaşımı temelinde etkinlik ve kaynak dağılımı üzerindeki arttırıcı etkisini içerecek şekilde yapılmıştır.

**Tablo 3. Fayda-Maliyet Temelinde UVF Değerlendirilmesi**

	<b>Kurucu ülke</b>	<b>Ev sahibi ülke</b>
<b>FAYDA</b>	*Sergileyeceği güçlü finansal performans ile ulusal ekonomiye istikrar kazandırma	*Finansal sermayeye erişimi artırma
	*Gelecek nesiller için tasarrufları artırma	*Fiyatlama etkinliğini artırma
	*Kaynakların etkin dağılımında politik güç sağlama	*Uzun vadeli yatırımlara sahip olmak
	*Ekonomik/sosyal projelerin finansmanını kolaylaştırma	
<b>MALİYET</b>	*Kötü/zayıf yatırım kararlarının alınabilmesi	*Fonların, ülkenin stratejik/kültürel ve üretken varlıkları üzerinde ne oranda söz sahibi olabildikleri
	*Yurt dışında değerlendirilen finansal sermaye nedeniyle ulusal ekonominin sermayeye yönelik ihtiyaçlarının görmezden gelinmesi	

**Kaynak:** Schubert ve Barenbaum:2010

Ana ülke içerisinde UVF'nin oynadığı role bakılacak olursa: ulusal firma ve bankalara likidite sağlamak, ulusal varlıklara yatırım yapmak, bütçe açıklarını finanse etmek, ulusal bankaların sermaye yapısını düzenlemek şeklinde söylenebilir. (Lu, Mulder ve Papaioannou, 2010:15-17) Bunlara ilave olarak; ortaya çıkacak bir krizin yayılma etkisinin hafifletilmesinde, dışsal faktörlere olan kırılganlıkların azaltılmasında UVF'ler önem kazanmaktadır.

UVF'lerin hem politik hem de ekonomik etkileri ön plana çıkmaktadır. UVF'nin kurucu ülkenin vatandaşları için fayda sağlayabilmesi için bazı faktörlerin (siyasi ve ekonomik) ortaya çıkması gerekmektedir. Ülke hükümetinin ulusal gücünü arttırmak için kullanılması durumunda vatandaşların çıkarına en iyi şekilde hizmet etmektedir. Piyasa etkisizliği karşısında yapılan kamu müdahaleleri, hem uluslararası politik iktisadi hem de iç politikayı etkilemekte ve de ondan etkilenmektedir. Ülke vatandaşlarına fayda sunabilmesi için ulusal sanayi politikasının bir ögesi olması ve korumacılıktan caydırması da gerekmektedir. Ayrıca UVF'ler, müttefik sahibi olmanın bir aracı olarak da siyasi etkiye sahiptir. (Fox, DelVecchio, Khayum, Gatenio, Blackburn ve Wolfson, 2008: 10-12) Ülke vatandaşları için bir değer yaratabilmesinin koşulu, UVF'lerin yatırım kararlarına katılabilmeleri, UVF'nin

varlığından haberdar olmaları ile mümkün olmaktadır (Stückelberger, Rossouw, Geerts,Chavaz ve Xinwa, 2016:41)

Ulusal varlık fonları (UVF) aslında kamu kesiminin, finansal piyasalar üzerinde etki kazanmasının yollarından biridir. Yönetilme biçimi resmi rezervlerden farklı olduğu gibi yabancı para cinsinden varlıklara yatırım yapmanın bir aracı olarak da kullanılmaktadır. Nasıl çalıştıkları, portföyü nasıl dağıttıkları ve bu fonların yöneticilerinin özel kesim ile nasıl iletişim ve etkileşim kurduğu; finansal piyasalar için önemli etkiler ortaya çıkarmaktadır. (Jen Stephen, 2007:1)

Genel olarak; istikrar fonu, emeklilik rezerv fonu, rezerv yatırım fonu ve kalkınma fonu şeklinde oluşturulan UVF'lerin kamu bütçesi, özel ve kamu kesimi bilançoları, ödemeler bilançosu dengesi, makroekonomik ve finansal istikrar gibi tüm makroekonomik yapı üzerinde etkileri görülmektedir. UVF'lerin nasıl faaliyet gösterdikleri ya da bu konuda nasıl bir çerçeve içerisinde hareket ettikleri tüm ekonomi üzerinde etki yaratacaktır. Özellikle kamu bütçesi ve kamu harcamalarının kullanım şekli, toplam talep ve ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi, ülkenin para politikası üzerinde faiz ve kur aracılığıyla ortaya çıkaracağı etki, özel sektörün davranışlarını etkilemesi, kamu yatırım getirilerini etkilemesi ön plana çıkmaktadır. (Shields ve Villafuerte, 2010: 46)

### **3.1.Avantaj ve Faydaları Açısından UVF'lerin Değerlendirilmesi**

UVF yabancı bir devlet tarafından kontrol edildiğinde onu ağırlayan ülke açısından bir risk taşımaktadır. Bu da UVF yatırım kararlarının kâr amaçlı olmaktan çok politik amaçlarla şekillendirilmesidir ve bu nedenle stratejik varlıklara ya da güvenlik duyarlı yatırımlara odaklanabilirler. (OECD, 2007: 4)

Pek çok ulusal varlık fonu; yatırım amaçları, stratejileri, faaliyetleri ve performansları noktasında şeffaflıktan uzak kabul edilmektedir. Şeffaflığın önemli olmasının nedeni; şeffaflığın yolsuzluklarla mücadele etmek, sermaye akımlarını ve yatırımlarını kabul etme ve engelleme üzerindeki etkisinden kaynaklıdır. Aslında ülkelerin yabancı yatırımlarla ilgili bir sorunu olmamakla birlikte; pek çoğu devlet yatırımlarına duyarlılık göstermektedir. (Jen Stephen, 2007:7) Yatırımın kamusal ya da özel niteliği, yatırıma olan duyarlılığının nedenini oluşturmaktadır. Bu da aslında konuyu, daha sonra değinilecek olan devlet-piyasa önceliği ile ilişkili bir ödünleşime getirmektedir.

Özellikle şeffaflık konusunda, UVF'lerin gittikleri ülkede ticari olmayan yatırım kararları günümüzde küresel ekonomi için en önemli risklerden biri olan korumacılığın ortaya çıkmasına neden olmuştur. Sermaye serbestisi önüne gereksiz engellerin konulması sorununun küresel finansal sistem içinde artmasına sebep olabilir. Bu durum rekabet özgürlüğü ve yatırım etkinliğinin korumacı önlemler tarafından tehdit edilmesine yol açabilir; piyasa ekonomisi ve dışa açıklık önceliğinde bu istenilmeyen bir durumdur. Santiago ilkelerinin bunu minimize etmesi beklenmektedir. (Bazoobandi, 2013:162)

OECD ve IMF gibi uluslararası kuruluşların da desteği ile UVF'lerin şeffaflık ve hesap verebilirliklerini artırıcı bazı düzenlemeler ve kurallar oluşturulmaktadır. Küresel politik sistemin aktörleri arasındaki uluslararası örgütlerin de sistemin düzenlenmesinde etkili oldukları görülmektedir. Buna katkı sağlama noktasında, 2008 yılında benimsenen Santiago Prensipleri'nin 24 ilkesi ile UVF'lerin yapacakları yatırımların ekonomik ve finansal temellere dayandırılması hedeflenmiştir. Genel olarak bu ilkelerin amacı "a) sermaye ve yatırım serbestliği koşullarında istikrarlı bir küresel finans sistemi oluşturma, b) yatırım yapılan ülkelerdeki tüm düzenleyici ilkelere uyum gösterme, c) ekonomik ve finansal temelde getiri odaklı yatırım yapmak, d) hesap verebilirlik, risk yönetimi ve operasyonel kontrollere olanak veren şeffaf ve sağlam bir yönetim yapısı oluşturmak" (IWG 2008:4) şeklinde belirlenmiştir.

El-Erian (2010), günümüz koşullarında ulusal varlık fonlarının bazı mücadele alanları ile karşı karşıya olduğunu vurgulamaktadır. Finansal sektör ağırlıklı ekonomilerde büyüme trendinin azalması, sanayi toplumlarındaki yüksek işsizlik, merkez ve çevre ülkeler arasındaki ıraksama, banka bilançolarında ve faaliyetlerinde riski azaltıcı düzenlemeler ve kontrolsüz piyasalardan artan kamu müdahalesine doğru geçiş şeklinde örneklendirilebilecek faktörler; ulusal varlık fonlarının sürekliliği açısından birer sorun kaynağıdır. UVF'lerin artan büyüklüğü ve önemine karşın onların karşılaştığı bu gibi problemler, sürdürülebilirliklerinin sorgulanmasına neden olmaktadır.

UVF sayısındaki artışın, uluslararası ve küresel düzlemde gerilim yarattığı iki alandan bahsedilmelidir. Uluslararası refahın; geleneksel sanayileşmiş ülkelere, uluslararası finansın hiçbir zaman ana oyuncusu olmamış ülkelere doğru kaymasına neden olmuştur. Bu yeni gelenlerin küresel sistemi yönetme, politika ve normlarını şekillendirmede bugüne kadar herhangi bir rolü olmamıştır. Bu nokta yeni bir mücadele alanı olarak görülebilir. Özel kesim yerine kamu kesimine doğru bu yeniden dağılım; özel sektör ve piyasa odaklı çerçeve ile çelişkili bir karar alma sürecini işaret etmektedir. (Truman,2008)

UVF'ler üç ekonomik probleme çözüm bulma çabasıdadır. Bunlardan ilki, parasal problemler (sürekli ve yüksek miktarda sermaye fazlasının ortaya çıkarabileceği para arzı artışı ve enflasyonu engellemek); ikincisi, mali problemler (vergi gelirlerindeki sürekli artış karşısında kamu harcamalarının da aşırı ve sürekli şekilde büyümesi yönündeki baskıyı engelleyebilmek) ve üçüncüsü de uluslararası finansal problemler (sürekli ve yüksek miktardaki sermaye girişinin kurun değerlendirilmesi ve ülkenin rekabet gücünde kayba yol açmasının engellenmesi) olarak özetlenebilir. (Balding, 2012:27) Böylece, UVF'ler ülkenin hem iç hem de dış ekonomik sorunlarının hafifletilmesinde etkili olabilecektir.

UVF'lerin istikrarlaştırıcı etkisinden hem ulusal hem de uluslararası düzeyde bahsedilebilir. Küresel finansal sisteme istikrar kazandırabilmeleri, yatırım yapmaya yönelik motivasyonlarının kaynağında döviz rezervleri için daha iyi getiri elde edebilmek ve varlıkları çeşitlendirebilmek yer aldığına mümkün olmaktadır. (OECD, 2007:4) Sermaye girişlerinin yönetilebilmesi, uzun vadeli

yapısal sorunları işaret etmesi; sahip olduğu büyük ölçek ve uzun vadeli bakış açısı ile küresel finans piyasalarında ihtiyacı olanların sermayeye ulaşmasını sağlar. Dezavantajlı olduğu nokta ise; şeffaf olmayışı, finansal korumacılığın artışı, ekonomik olmayan amaçların öne çıkışı ve büyük miktarda sermayenin az sayıda kişinin elinde toplanmasının piyasa etkinliği üzerindeki olumsuz etkisi olarak söylenebilir. (Gomes,2008:43)

#### **4.ULUSAL VARLIK FONLARI VE EKONOMİK KRİZLER**

2008 krizi öncesinde siyasi güdülerle yatırım yaptıkları için eleştirilen UVF'ler, kriz sonrasında gelişmiş ülkelere yeteri kadar yatırım yapmadıkları için eleştirilmiştir. Bu eleştirinin, politik nedenlerden kaynaklandığı söylenebilir. Az ya da çok kamusal nitelikte varlıklar olduklarından, uluslararası yatırımların siyasi etkileşimlerinden kaçınabilmeleri mümkün olmamaktadır. (Balding, 2012:83) 2008 küresel krizi sonrasında UVF yatırım hedeflerinde ve yaklaşımlarında önemli değişiklikler ortaya çıkmıştır. Geleneksel olmayan varlıkların daha fazla şekilde içerilmesi, yapılacak yatırımların GOÜ'lere yönlendirilmesi, çok amaçlı hedeflerin benimsenmesi yönünde yatırım stratejilerinde değişimler yaşanmıştır. (Klitzing, Liin, Lund ve Nordin, 2010: 10-11)

2008 finansal krizi, UVF'lere bakışın değişmesine neden olmuştur. Örneğin ABD ulusal güvenliği için bir tehdit olarak görülen UVF'ler aslında Amerikan finans kurumlarına sermaye desteği sağlayarak, krizin etkilerinin atlatılmasına yardımcı olmuştur.<sup>3</sup> Burada vurgulanması gereken nokta bu fonların şeffaflığının artmasından çok, gelişmiş ülkelerde sermayeye duyulan ihtiyaçtaki artış nedeniyle UVF'lerin onay ve kabul görmeye başlamasıdır. (Bazoobandi,2013:161) Yaşanan kriz, UVF'lerin önemli bir sermaye kaynağı olduğunu ve finansal kurumların sorunlu bilançolarını düzeltmenin bir yolu olarak kullanılabileceklerini gelişmiş ülkelere göstermiştir. (Hildebrand, 2008)

Küresel finans piyasalarında yaşanan değişim, UVF'lerin varlığı ve işleyişi açısından bahsedilmesi gereken bir dışsal faktör olarak vurgulanmalıdır. Batının ekonomik gücünde bir düşüş ve Güneydeki finansal aktörlerin bu anlamda ön plana çıkması sonucunda, uzun vadede çok kutuplu bir uluslararası finansal sistemin varlığı içerisinde UVF'ler varlık gösterecektir. GOÜ'ler borçlu olmaktan borç veren ülke olmaya doğru evrim geçirirken; finansal güçleri ve nüfuzları artsa da; uluslararası finansal sistemi yönlendirme ya da oluşturma konusunda hâlâ yeterli bir güce sahip olamamaktadır. Buna karşıt görüşlere bakıldığında; 1970'lerde petro-dolarların dolaşımında Batı bankaları ve finans kurumları etkin iken, günümüzde GOÜ'ler kendi sermaye fazlalarını kendileri dolaşıma sokmaktadır. (Corner House, 2008:36) Hildebrand (2008:68) da bunu destekleyerek; çevreden merkeze doğru sermaye akışında UVF'lerin önemli rol oynadığını vurgulamaktadır. Benzer şekilde Helleiner ve

<sup>3</sup> Singapur, Kuveyt ve Güney Kore varlık fonları Merrill Lynch ve Citigroup gibi Amerika'nın kredi krizinde önemli kayıplar yaşayan iki bankasını 21 milyar \$ ile desteklemiştir. (The Economist, 2008a) Arap dünyasındaki ve diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki sermayeye erişimleri olmasaydı, Batı finans piyasalarının krizle birlikte daha büyük tehlikeler yaşayacağı belirtilmiştir. (Behrendt, 2008:19)

Lundblad (2008), petrol ihraç eden GOÜ'ler için 1970'lerden farklı bir durum ortaya çıktığını vurgulamaktadır. O zaman petro-dolarların Batılı bankalar aracılığıyla tüm dünya geneline ödünç verilmesi (dolaşıma tabi olması) tercih edilmişken; artık sahip olunan petrol gelirlerinin yatırıma dönüştürülmesinde kontrolü kendi ellerinde -sahip oldukları UVF'ler aracılığıyla- tutmaktadırlar. Bu da **gücün** küresel sistemde zaman içerisinde nasıl yer değiştirdiğinin bir örneği olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bremmer (2009), UVF'leri "*devlet kapitalizmi*" içerisinde devletin kurumsal faaliyetlerini destekleyen bir araç olarak görmektedir. Özellikle son kriz ve ortaya çıkardığı resesyon ortamında UVF'ler, devlet kapitalizminin finanse edilmesine yardımcı olmaktadır. Krizden çıkarak ekonomik büyümenin canlandırılması, kırılğan ulusal sanayi ve şirketlere destek verilmesi noktasında, devletler piyasaya müdahale etmek zorundadır. Devletin bu müdahalesi; uluslararası şirketler ve yatırımcılar açısından, kazanan ve kaybedenlerin küresel piyasalarda yeniden şekillendirilmesi anlamını taşımaktadır. Devlet kapitalizminde, politik amaçlar için piyasaya müdahale eden hükümetler, bunun için kullandıkları UVF'ler ile hem küresel piyasayı hem de küresel siyaseti etkileyebilmektedir. Bu durum aslında; korumacılık, sübvansiyonlar, 1980'ler sonrasındaki neo-liberal politikalar ve oyunun kurallarının yeniden belirlenmesi noktasında, uluslararası politik iktisat alanında kriz sonrasında yeni bir "yeniden yapılanma" dönemine geçildiği anlamına gelmektedir.

## **5. DEVLET-PİYASA VE POLİTİK İKTİSAT İÇERİSİNDE UVF'LERİN YERİ**

UVF'ler finansman kaynağına ve amaçlarına göre sınıflandırılrsa da; Dixon ve Monk (2012: 109-115), egemenliğe sahip olmada oynadıkları rol ve ulus devlet içerisindeki meşruiyet kazanma yolları açısından aslında UVF'lerin farklılaşmakta olduğuna dikkat çekmektedir. Burada vurgulanan, küreselleşme ve devletin egemenliği arasındaki sınırların hem politik hem de ekonomik olarak yeniden çizilmesi ve biçimlendirilmesinde UVF'lerin oynadıkları roldür. Aslında UVF'lerin oluşturulması ulus devletler açısından değerlendirildiğinde, ulus-devletlerin ekonomik ve sosyal refahlarının yabancı piyasaların işleyişine; yabancı şirket ve ülkelerin davranışına bağımlı ya da en azından kırılğan olduklarının farkına varmalarının bir sonucudur. Bu egemenlik açığının (dış dünya ile bütünleşme, dış dünyaya dahil olma, dış dünyanın parçası olma) kapatılması için yeni araçlara ihtiyaç duyulmuştur ve bu konuda devreye UVF'ler girmiştir.

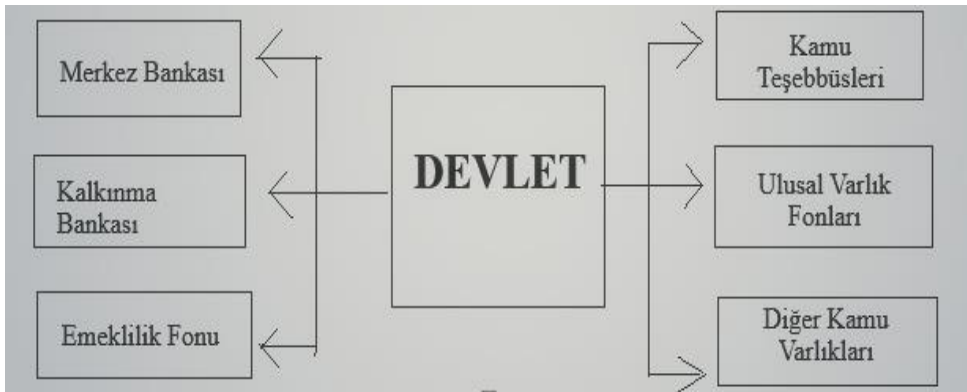
Strange (1988) küresel sistemdeki yapısal güç kaynağını ortaya çıkaran güvenlik, üretim, finans ve bilgi olmak üzere dört yapıyı vurgulamaktadır. UVF'ler de bu yapıyı değiştiren ve dönüştüren yeni bir faktör olarak ele alınabilir. Ulusal, uluslararası ve küresel düzlemde sistemi, bu dört yapının; devletler, piyasalar ve şirketlerin strateji ve politikalarını ve birbirleri arasındaki güç dengesini etkileyerek değiştirmektedir.

Gelişmekte olan dünyaya ait UVF'lere, uluslararası politik iktisat ya da devlet-piyasa düzlemi üzerinden bakıldığında, temel vurgu UVF'lerin bir piyasa aktörü olarak ortaya çıkması ve yerine

getirdiği rol olmaktadır. Küresel finans içerisinde devlet otoritesinin yeni bir ifadesi olarak UVF'ler karşımıza çıkmaktadır. UVF sahibi olan devletler aslında, sermaye hareketliliğinin yapısını ve içeriğini dönüştürme potansiyeline sahiptir. (Helleiner ve Lundblad, 2008: 68-69)

UVF'lerin devletin kontrolünde ve yönetiminde olması neden bir endişe kaynağı olmaktadır sorusunun sorulması gereklidir. İlki, ulusal mülkiyete ve kontrole sahip olmanın sunabileceği faydalar, ikincisi ise ulusal güvenlik ve stratejik açıdan önemli sektörlere yapılacak yatırımların arkasındaki temel argümanın finansal olmaktan çok politik olmasına ilişkindir. (Mattoo ve Subramanian, 2008: 15) Burada hatırlatılması gereken bir nokta da, devletin kontrolünde olan tek yatırım aracının UVF'ler olmadığı gerçeğidir. Küresel finans piyasaları içerisinde UVF'ler ya da kamu emeklilik fonları gibi devlete ait pek çok yatırım aracı bulunabildiğinden, bunların işleyişi ve tercih ettikleri yatırım biçimi aslında devlet-piyasa ilişkisi açısından önem taşımaktadır. Küresel finansal piyasaların önceliklerine uygun ya da uygun olmayan bir biçimde hareket edebilecekleri gibi; bu önceliklerin değişmesi üzerinde de etkili olabileceklerdir. (Helleiner ve Lundblad, 2008:72-76)

### Şekil 1.Devlet ve Ulusal Varlık Fonu İlişkisi



**Kaynak:** Kern, 2008:2.

Şekil 1, UVF'lerin devletin eliyle yürütülen diğer faaliyetleri tamamlayıcı olarak yerine getirdiği işlevleri göstermektedir. UVF'ler, özellikleri ve tanımı gereği devletin sahip olduğu bir yatırım fonu olarak diğer devlet faaliyetlerini tamamlamaktadır. (Kern, 2008:2) Aslında Şekil 1; devlet merkeze alındığında, UVF'lerin de merkez bankası, emeklilik fonları, kamu teşekkülleri ya da diğer kamusal varlıklar gibi olduğunun bir göstergesidir. Diğerleri ne kadar devletin ekonomideki ağırlık ve payının sorgulanmasına yol açıyorsa, UVF'ler de bu bağlamda onlarla eşdeğer kabul edilebilir.

UVF konusunu günümüz iktisadi hayatında bu kadar tartışılır kılan nokta UVF'lerin her ne kadar politik olmayan yatırım kararları olsa da; politik bir alanı işgal etmelerinden kaynaklanmaktadır. İktisadi olarak oluşturulmasının altında; özellikle emtiaya dayalı ülkelerin mevcut doğal kaynağa ilişkin varlıklarını finansal varlıklara dönüştürerek gelir elde etmesi(parasallaştırması) yer almaktadır. Politik olarak oluşturulması ise devletin ekonomiye müdahalesinin etik ve felsefi doğasının tartışılmasını beraberinde getirir. Ulusal servetin kontrolü ve yönetimi noktasında devletin ne derecede ve nereye

kadar söz sahibi olması gerektiği, bu gücün ve kontrolün gerçekten devletin elinde mi olması gerektiği hakkındadır. UVF'ler bu nedenle, liberal iktisadi politikalar çağında neden bu kadar yaygınlaşıp büyük bir güce oluştukları noktasında dikkatle incelenmelidir. (Balding, 2012:40)

UVF'lerin, Washington Uzlaşısının temelindeki serbest piyasa politikalarının üstünlüğü ideolojisine, serbest piyasa ekonomisi ve işleyiş mekanizmalarına zarar verebileceği görüşünde olanlar vardır. (Hildebrand, 2008). UVF'lerin varlığını; piyasa kapitalizminden devlet kapitalizmine doğru geçişin bir ifadesi olarak gören yorumlar da bulunmaktadır. (The Corner House, 2008:36) Schwartz (2012:517) ise UVF'leri devlet kontrolündeki artışa doğru kesin bir yöneliş olarak yorumlamamaktadır. Piyasa ve devlet birlikte var olsa da; devlet sahip olduğu güç ile aslında kamusal ve özel faaliyetler arasındaki sınırı da çizmektedir. Bu sınırı çizme şekli herhangi bir piyasa içerisindeki kapitalizmin doğasını da belirleyecektir. Burada unutulmaması gereken; doğası ve öncelikleri açısından devletin ve piyasanın birbirinden farklı olduğu gerçeğidir. (Summers, 2007)

## **6.TÜRKİYE ULUSAL VARLIK FONU'NUN DEĞERLENDİRİLMESİ**

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi 6741 sayılı kanun ile 19/08/2016 tarihinde kabul edilmiş ve 26/08/16 tarihinde 29813 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/08/20160826-1.pdf>) Fonun kuruluş amacı ve kapsamı Madde 1'de; “*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*” olarak belirtilmiştir. 2018/162 sayılı karar ile Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin yapısına ve işleyişine ilişkin usul ve esaslarda değişikliğe gidilmiştir. (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/09/20180912-6.pdf>)

Fonun yapısı ve kapsamı içinde yer alan kuruluşlar ve büyüklükleri Tablo 4'de görülebilir.

**Tablo 4. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi Portföy Yapısı**

<b>Kuruluş Adı</b>	<b>Büyüklik</b>
Türk Hava Yolları	%49.12 oranındaki hissesi ile
Türk Telekom	%6.68 oranındaki Hazine'ye ait hissesi ile
Ziraat Bankası	Sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı
Halk Bankası	%51.11 oranındaki hissesi ile
Türkiye Petrolleri	Sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı
Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.Ş.	Sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı
Posta ve Telgraf Teşkilatı A.Ş.	Sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı
Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme A.Ş.	Sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı
Borsa İstanbul A.Ş.	Sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı
Milli Piyango	Lisansın 49 yıllık süre ile devri
TCDD İzmir Limanı	TCDD İzmir Limanı'nın özelleştirme kapsam ve programından çıkartılarak, Fon'a devredilmesi
Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.	%49 oranındaki hissesi ile
Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü	Tamamı
Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü	Tamamı
Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.	%10 oranındaki hissesi ile
Türkiye Jokey Klübü	Lisansın 49 yıllık süre ile devri
Taşınmazlar	Mülkiyeti Hazine'ye ait Antalya, Aydın, İstanbul, Isparta, İzmir, Kayseri ve Muğla'da bulunan bazı taşınmazlar

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

Türkiye Varlık Fonu'nun oluşturulma gerekçesi olarak sunulan farklı görüşlerle karşılaşılmaktadır. Ulusal tasarrufların artırılmasına hem stratejik projelere sağladığı finansman ile hem de bu projelerden elde edilen gelirlerin mali varlık olarak yeniden ihracı yoluyla katkıda bulunması (Özatay, 2016a) ve dış borç alabilmeyi sağlaması (Özkul, 2017), ülkedeki büyük ölçekli yatırımlara finansman kaynağı sunması, finansal piyasalarda denge sağlayıcı bir etki ortaya çıkarması (Beşgül, 2016) kuruluş gerekçeleri arasında söylenebilir.

Dünyadaki örnekler incelendiğinde, bütçe fazlası ya da cari işlemler fazlasının Fon için önemli bir kaynak oluşturduğu görülmektedir. Bu göstergelerin Türkiye ekonomisi için değerlendirilmesi, Fonun kaynak ve finansman şekli noktasında mevcut durumu ortaya koyabilecektir. Tablo 5 ile, merkezi yönetim bütçesinin topladığı gelir ve yaptığı harcamalar karşılaştırıldığında, 2010 yılından 2017 yılına kadar açık verildiği görülmektedir. Buna ilaveten, Hazine nakit dengesi de açık vermektedir. Bu açıkları finanse etmek için de net iç ve dış borçlanmaya başvurulmaktadır.

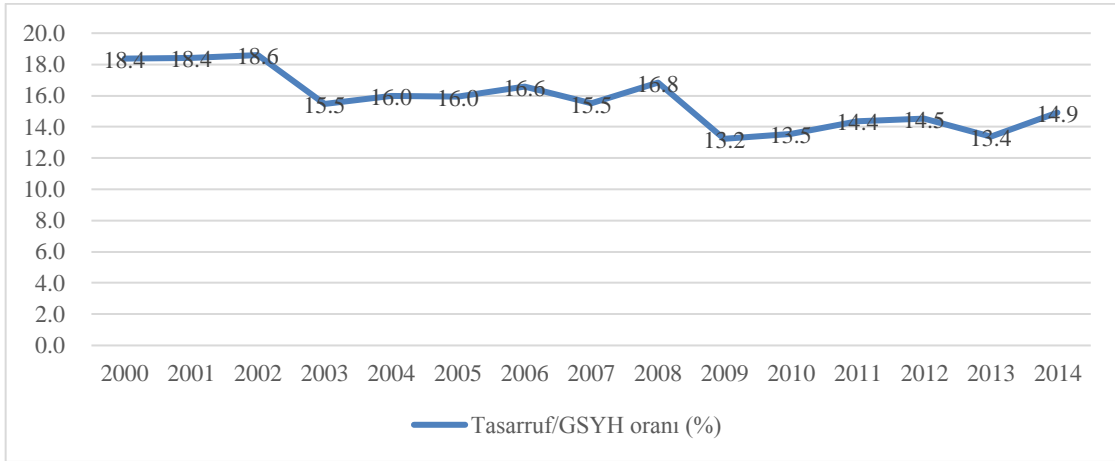


**Tablo 5. Merkezi Yönetim Bütçe ve Finansman Dengesi 2010-2017, Milyon TL**

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Merkezi yönetim bütçe geliri	630.349	554.140	482.780	425.383	389.682	332.475	296.824	254.277
Merkezi yönetim bütçe harcamaları	677.722	584.071	506.305	448.752	408.225	361.887	314.607	294.359
Merkezi yönetim bütçe faiz dışı denge	9.339	20.315	29.479	26.544	31.443	19.004	24.448	8.217
Merkezi yönetim bütçe dengesi	-47.373	-29.932	-23.525	-23.370	-18.543	-29.412	-17.783	-40.081
Merkezi yönetim bütçe nakit dengesi	-53.516	-37.047	-19.476	-20.985	-12.372	-28.855	-14.895	-38.517
Merkezi yönetim bütçe finansmanı	53.516	37.047	19.476	20.985	12.372	28.855	14.895	38.517
Borçlanma(net)	83.622	32.972	22.593	19.823	24.477	22.744	17.468	31.085

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, [www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr)

**Grafik 3. Türkiye Yurtiçi Toplam Tasarruf/GSYH (%), 2000-2014**



**Kaynak:** Yurtiçi Tasarruflar/GSYH (%), Kalkınma Bakanlığı, <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/EkonomikSosyalGostergeler.aspx>.

Türkiye ekonomisi için tasarruf düzeyinin yetersizliği ve istenilen düzeye ulaşamaması aslında 2000'li yıllarla birlikte dikkat çekici bir trend sergilemektedir. Düşük yurt içi tasarrufların büyüme ve cari işlemler açığı üzerindeki olumsuz etkisine dikkat çekilmektedir. (Dünya Bankası ve Kalkınma Bakanlığı:2012, Sancak ve Demirci:2012) Grafik 3 ile bu trend gösterilmektedir. Tasarruf-yatırım açığının artmasında, yurt içi tasarrufların yetersiz düzeyde olması etkili olmuştur. Birey ve hanehalkı tasarruflarını arttırmak adına bireysel emeklilik sisteminde değişiklikler yapılması, yapısal önlemler (vergi politikası, finansal eğitim, sosyal ve demografik politikalar) alınması v.b. politikalar uygulanmıştır. Bu noktada bir bütün olarak bakıldığında, ülke genelinde tasarruf açıklarının kapatılmasında, ulusal varlık fonlarının bir araç olarak görüldüğü söylenebilir. (TCMB, 2015: 18)

**Tablo 6. Seçili Ülkeler İçin Cari İşlemler Dengesi, (GSYH%) 2010-2016**

Ülke/Yıl	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Norveç	11.7	13.3	12.5	10.2	11.0	8.0	3.9
Çin	3.9	1.8	2.5	1.5	2.3	2.7	1.8

Hong Kong	7	5.6	1.6	1.5	1.4	3.3	4.0
Suudi Arabistan	12.6	23.6	22.4	18.1	9.8	-8.7	-3.7
Katar	.....	31.1	33.2	30.4	24.0	8.4	-5.5
Singapur	23.4	22.1	17.4	16.9	19.7	18.1	19.0
Türkiye	-5.8	-8.9	-5.5	-6.7	-4.7	-3.7	-3.8

Kaynak:

World

Bank

Statistics,

<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=BN.CAB.XOKA.GD.ZS&country=#>

Tablo 6 ile büyüklüklerine göre ilk on sırada yer alan UVF'lere sahip ülkelerle birlikte Türkiye'nin cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranına 2010-2016 yılları için yer verilmektedir. UVF'ye sahip ülkelerin hepsi cari işlemler fazlasına sahipken; Türkiye için cari işlemler açığı ortaya çıkmaktadır. Bunu destekleyecek şekilde, en yüksek cari işlemler açığına sahip ekonomilerin sıralandığı Tablo 7'de, Türkiye yine 2010-2017 döneminde önemli ölçüde açık veren bir ülke olarak yer almaktadır.

**Tablo 7. Cari İşlemler Açığı En Yüksek 10 Ülke, 2011-2017(milyar \$)**

Ülke/Yıl	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ABD	-444.6	-426.2	-349.5	-373.8	-434.6	-451.7	-466.2
İngiltere	-62.2	-113.1	-151.9	-161.2	-149.8	-154.9	-106.5
Brezilya	-77	-74.1	-74.8	-104.2	-59.4	-23.5	-9.8
Avustralya	-44.4	-64.5	-47.9	-42.3	-58.1	-37	-32.7
Suudi Arabistan	158.5	164.8	135.4	73.8	-56.7	-23.8	.....
Kanada	-49.7	-65.7	-59.4	-43.2	-56.2	-49.4	-49.3
Meksika	-12.4	-18.4	-30.9	-23.7	-29.3	-22.8	-18.8
Cezayir	17.7	12.1	1.2	-9.5	-27.2	-26.2	.....
Hindistan	-62.5	-91.5	-49.1	-27.3	-22.5	-12.1	.....
Türkiye	-74.4	-48	-63.6	-43.6	-32.1	-33.1	-47.4

Kaynak: IMF, Balance of Payments Statistics, 2018, [http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-](http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1484149272260)

[CA473CA1FD52&sId=1484149272260](http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1484149272260)

**Tablo 8. Uyarlanmış Net (Gerçek) Tasarruflar, 2010-2016, (GSMH% olarak)**

Ülke/Yıl	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Türkiye	8.4	10.2	10.6	12.1	12.8	13	11.8
Suudi Arabistan	27	32	30	25.8	20.9	10.5	12.2
Singapur	40.9	39.6	37.8	37.3	37.5	34.1	32.7
Norveç	19.7	20	21.7	21.5	21.2	19.1	15.8
Katar	..	33.2	34.5	33.3	32.1	25.8	..
Kuveyt	..	35.9	35.6	33.1	28.7	12.4	4.5
Çin	30.4	26.5	27.3	26.3	26.9	26	22.4

Kaynak:

World

Development

Indicators,

World

Bank,

<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.ADJ.NNAT.GN.ZS&country=#>

Dünya Bankası<sup>4</sup> tanımlamasına göre uyarlanmış net (gerçek) tasarruflar, bir ekonominin net tasarruflarına beşeri sermayesine yapılan yatırımın eklenmesi ve doğal kaynaklardaki yıpranma ve çevre

<sup>4</sup> databank.worldbank.org üzerinden göstergenin tanımı alınmıştır.

kirliliğinin verdiği zararın çıkarılması ile ulaşılan gerçek tasarruf düzeyinin ne olduğu bilgisini vermektedir. Bileşenlerinin elde şekli ve ölçümü nedeniyle tartışmalı kabul edilse de; sürdürülebilir kalkınma ve ulusal refahın yaratılmasında önemli bir gösterge olarak yorumlanmaktadır. (Thiry ve Cassiers:2010; Hess:2013) En büyük UVF'ler açısından bu göstergeye bakıldığında, ulusal refahın kullanılması ve yaratılması noktasında sahip oldukları pozitif değerler görülmektedir. Ancak Türkiye bu gösterge açısından diğer ülkelerden daha gerilerde kalmaktadır.

Türkiye Varlık Fonu'nun kaynakları arasında özelleştirme geliri, yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından sağlanan finansman ve sermaye ve para piyasası dışındaki yöntemlerle sağlanan finansman v.b yer almaktadır. (TVF Mevzuat) Fonun kaynakları ve finansman yöntemleri değerlendirildiğinde; Özatay (2016b) çalışması bu kaynakların diğer ülkeler UVF'lerinde olduğu gibi sürekli bir doğal kaynak gelirine ya da varlık gelirine dayanmadığını; sürekliliği olmayan özelleştirme geliri, dış ve iç borç, kamunun bazı gelir kaynakları ve varlıklarına dayalı olduğu eleştirisinde bulunmaktadır.

Fon'un kurumsal örgütlenmesi (kuruluş yapısı ve bağımsız yönetim şeklinin belirlenmesi), bütçe dışı bir fon olarak büyüklük ve denetim açısından kontrol dışında kalabilmesi ve Fonun kaynakları (kullanılacak kaynakların devletin borçlanma ihtiyacını artırıcı etkisi); oluşturulan UVF'ye ilişkin temel endişe kaynağını oluşturmaktadır. (Dedeoğlu, 2016). Daha önceki yıllarda Türkiye ekonomisinde önemli bir büyüklüğe ve ağırlığa sebep olan bütçe dışı fonları hatırlatması ve onlara benzeyebilecek olması da bir diğer endişe kaynağıdır. Benzer şekilde Özkul (2017) da, Türkiye Varlık Fonunun aldığı temel eleştirileri genellikle kuruluş şekli (herhangi bir emtia ya da ihracat gelirine dayanmaması), amaç ve faaliyetleri (bütçe dışı fon etkisi yaratacak olması, kaynak bulma konusunda Hazine ile rekabet edecek olması dolayısıyla faizleri artırıcı etki yaratması) ve denetim konuları şeklinde sınıflandırmaktadır.<sup>5</sup>

## 7. SONUÇ

II. Dünya Savaşı sonrasında kurulmaya başlanan UVF'lerin sayısının ve ekonomik sistem içerisindeki ağırlığının günümüzde giderek arttığı görülmektedir. Rezerv fazlasının yönetiminden, gelecek kuşaklara refahın ve servetin aktarılmasına, kurun istikrarlaştırılması ve ekonomik kalkınmaya kadar çeşitli amaçlar için Varlık Fonları oluşturulabilir. Özellikle kalkınmanın finanse edilmesinde, UVF kaynaklarının kullanılması pek çok ülke tarafından tercih edilmektedir. Ülkenin ihtiyaç duyacağı altyapı yatırımlarının yapılması, istihdam yaratma, uzun vadeli destekler sunabilmeleri ile gelişmekte olan ülkelerde ekonomik kalkınma için önemli bir kaynak sağlamaktadır. Ayrıca, sosyal refahın sağlanması ve gelecek kuşaklara aktarılmasında önemli bir işlev yerine getirmektedirler. Kuruluşunda

<sup>5</sup> Türkiye Ulusal Varlık Fonunun kuruluş nedenlerine ilişkin eleştiriler, Brezilya ve Hindistan Varlık Fonları için de yapılmıştır. (Bkz: Versiani:2008, Romao:2013 ve Corner House:2008) Brezilya ve Hindistan da Türkiye gibi, cari açık ve bütçe açığına sahip ülkeler arasında olmasına rağmen birer UVF kurmuştur. (Bkz: Dünya Bankası WDI 2018 verileri) Bu nedenle Türkiye ile karşılaştırılabilecek örnekler olarak bu iki ülkeye bakılmalıdır.

tek bir amacın benimsenmesi kadar çoklu amaçlar da benimsenmiş olabilir; burada UVF'ler için sorun yaratabilecek nokta, amaçların birbiri ile çelişebilecek nitelikte olmasıdır.

Yatırım kararlarının ekonomik değil politik güdülerle gerçekleştirilmesi, UVF'leri tartışmalı hale getiren noktalardan biridir. Buna ek olarak şeffaflık düzeylerinin yüksek olmaması, piyasa etkisizliklerine yol açması ve korumacı politikaların uygulanmasına yol açması aldığı eleştirilerin başında gelmektedir. Devlete ait olmaları nedeniyle yapılan eleştiriler, aslında konuyu politik iktisat içerisinde ele alınması gereken devlet-piyasa ilişkisine getirmektedir. Günümüzün hakim neo-liberal politikaları altında; UVF'ler devlet ve piyasa arasındaki sınırların çizilmesi, devlet ve piyasa arasındaki güç ilişkisinin nereye doğru şekillendiğinin incelenmesi açısından önemli bir analiz unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye Ulusal Varlık Fonu; daha önce Varlık Fonu oluşturmuş pek çok ülkeden farklı olarak herhangi bir meta ihracatını temel almadan, sıklıkla bütçe ve ödemeler bilançosu açıklarına sahip bir ekonomik yapı içerisinde hayata geçirilmiştir. Bu temel makroekonomik göstergelerin istikrarlı olmadığı bir ekonomik yapı olması nedeniyle de; Fonun varlığı sorgulanmaktadır. Temel ekonomik performansları birbirine yakın ülkeler olarak kabul edilen Brezilya ve Hindistan da Türkiye ile benzer şekilde, Varlık Fonu kurmalarına yönelik bir politika karşısında dikkatli olması gereken ekonomiler olarak vurgulanmaktadır. Bu ülkelerin Varlık Fonu oluşturmadaki temel amaçları ve bu amaçlara ulaşmak konusunda süreç içerisinde gösterdikleri performans değerlendirilmeden, Fon'a yönelik eleştirilerin kesin bir şekilde cevaplandırılmayacağı açıktır.

## **KAYNAKÇA**

Balding C. (2012) "Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics". Oxford University Press: New York.

Bazoobandi S.(2013) "The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds:A Case Study of Iran, Kuwait, SAudi Arabia and the United Arab Emirates". Routledge:Britain.

Beck R. ve Fidora M. (2008) "The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets", *Intereconomics*, 43(6): 349-358.

Behrendt, S. (2008) "When Money Talks: Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse". *Carnegie Papers*, (12): 1-28.

Beşgül, B. (2016) "Türkiye'de Ulusal Varlık Fonu: Bilinenler ve Bilinmeyenler", <http://asem.org.tr/tr/publication/details/7112/T%C3%BCrkiye%E2%80%99de-Ulusal-Varl%C4%B1k-Fonu-Bilinenler-ve-Bilinmeyenler>, (11.03.2018).

Bremmer, I. (2009) "State Capitalism and the Crisis", <http://www.mckinsey.com/industries/public-sector/our-insights/state-capitalism-and-the-crisis>, ( 11.05.2017).

- Dixon, A. D. ve Monk, A.H.B. (2012) "Rethinking the Sovereign in Sovereign Wealth Funds". Transactions of the Institute of British Geographers, 37(1): 104-117.
- Dedeoğlu, E (2016) "Kamu Mali Yönetiminde Neler Oluyor?: Varlık Fonu Ve Tamamlayıcı Ödenek", TEPAV Değerlendirme Notu, 201629.
- Dünya Bankası ve Kalkınma Bakanlığı, (2012) "Yüksek Büyümenin Sürdürülebilirliği: Yurtiçi Tasarrufların Rolü", Rapor No: 6630-Tr, [http://siteresources.worldbank.org/TURKEYINTURKISHEXTN/Resources/455687-1331626580764/CEM\\_YurticiTasarruflar\\_tammetin.pdf](http://siteresources.worldbank.org/TURKEYINTURKISHEXTN/Resources/455687-1331626580764/CEM_YurticiTasarruflar_tammetin.pdf), (12.05.2018)
- El-Erian, M.A.(2010) "Sovereign Wealth Funds in the New Normal". IMF Finance and Development, 47(2): 44-47.
- Fox, Ira M., DelVecchio P., Khayum O., Gatenio C., Blackburn, J., ve Wolfson, D. (2008) "Do Sovereign Wealth Funds Best Serve the Interest of Their Citizens?" <https://ssrn.com/abstract=1309285>, (12.07.2018)
- Gomes, T. (2008) "The Impact of Sovereign Wealth Funds on the International Financial System", Bank of Canada Reports, Financial System Review.
- Griffith-Jones S. ve Ocampo J.A. (2008) "Sovereign Wealth Fund: A Developing Country Perspective", Columbia University Initiative for the Policy Dialogue.
- Hazine Müsteşarlığı (2018) "İstatistikler", <https://www.hazine.gov.tr/>, (3.5.2018)
- Helleiner, E. ve Lundblad T. (2008) "States, Markets, and Sovereign Wealth Funds", German Policy Studies, 4(3): 59-82.
- Hess, P.E. (2013) "Economic Growth and Sustainable Development", Routledge:United Kingdom, Birinci Basım.
- Hildebrand, P. (2008) "The Challenge of Sovereign Wealth Funds. <https://voxeu.org/article/challenge-sovereign-wealth-funds>, (21.02.2018)
- IMF, Balance of Payments Statistics, <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1484149272260>
- IWG (2008), "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices “Santiago Principles””, (12.11.2017).
- Jen S. (2007) "Sovereign Wealth Funds:What They Are and What’s Happening", World Economics, 8(4): 1-7.
- Kalkınma Bakanlığı (2018) "Ekonomik ve Sosyal Göstergeler", <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/EkonomikSosyalGostergeler.aspx>, (7.9.2018).

- Kern, S. (2008) "UVF's and Foreign Investment Policies-an Update", Deutsche Bank Research.
- Klitzing E., Liin D., Lund S. ve Nordin L (2010) "Demstifying Sovereign Wealth Funds". Udaibir S.Das, Adnan Mazerei, ve Han van der Hoorn (eds). Economics of Sovereign Wealth Funds:Issues for Policy Makers içinde (3-13), IMF.
- Lu Y., Mulder C., ve Papaioannou M(2010) "From Reserve Accumulation to Sovereign Wealth Fund:Policy and Macroeconomic Considerations", Udaibir S.Das, Adnan Mazerei, and Han van der Hoorn (eds), Economics of Sovereign Wealth Funds:Issues for Policy Makers içinde (15-23), IMF.
- Mattoo, A. ve Subramanian, A. (2008) "Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization", Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 08-2.
- Musatov A. ve Zorsky J. (2013) "Sovereign Wealth Funds Allow Countries to Invest for More than the Long Term", DallasFed Economic Letter, 8(13).
- OECD (2007) "Investment Newsletter", October 2007, Issue 5.
- Özatay, F. (2016a) "Türkiye Varlık Fonu", TEPAV, <http://www.tepav.org.tr/tr/blog/s/5686>, (1.3.2018)
- Özatay, F. (2016b) "Türkiye Varlık Fonu (2)", TEPAV, <http://www.tepav.org.tr/tr/blog/s/5686>, (1.3.2018)
- Özkul, İ. (2017) "11. Soruda Tüm Yönleriyle Türkiye Varlık Fonu", Dünya Gazetesi, <https://www.dunya.com/ekonomi/11-soruda-tum-yonleriyle-turkiye-varlik-fonu-haberi-349431>, (1.3.2018).
- 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>, (8.7.2018)
- Real Assets Spotlight (2016) "Sovereign Wealth Funds Investing in Infrastructure", <http://docs.preqin.com/newsletters/ra/Preqin-RASL-May-16-Feature-Article.pdf>, Preqin, (11.06.2017).
- Reisen H. (2008) "Commodity and Non-Commodity Sovereign Wealth Funds. Deutsche Bank Working Paper Series, Research Notes 28:1-12.
- Romao, F.L.(2013) "Pre-salt Oil, Royalties, and Sovereign and Social Funds in Brazil: Challenges and Social Control", International Social Work, 59(1): 5-17.
- Sancak E. ve Demirci N. (2012) "Ulusal Tasarruflar Ve Türkiye'de Sürdürülebilir Büyüme İçin Tasarrufların Önemi", Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 8(8): 159-198.

- Santiso J. (2008) "Sovereign Development Funds:Key Financial Actors of the Shifting Wealth of Nations", OECD Emerging Markets Network Working Paper.
- Schubert W. (2015) "The Role Sovereign Wealth Funds Can Play in Developmental Finance: The Investment in Infrastructure and Entrepreneurial Activities, the Development of Financial Institutions and the Creation of a Business Friendly Environment", Journal of Applied Business and Economics, 17(3): 11-20.
- Schubert W., ve Barenbaum L (2010) "The Sovereign Wealth Fund Controversy: The Issues and Suggestions", Journal of Applied Business and Economics, 11( 2): 11-20.
- Schwartz H. (2012) "Political Capitalism and the Rise of Sovereign Wealth Funds", Globalizations, 9: (4): 517-530.
- Shields J. ve Villafuerte M. (2010) "Sovereign Wealth Funds and Economic Policy at Home". Udaibir S.Das, Adnan Mazerei, ve Han van der Hoorn (eds) Economics of Sovereign Wealth Funds:Issues for Policy Makers içinde (43-56), IMF.
- Strange, S. (1988) "States and MarketsAn Introduction to International Political Economy",.Pinter Publishers, London.
- Stückelberger C., Rossouw D., Geerts S., Chavaz P. ve Xinwa N. (2016) "Sovereign Wealth Funds An Ethical Perspective", Globethics.net, Global No. 15.
- Summers, L. (2007) "Funds That Shake Capitalist Logic", Financial Times, <https://www.ft.com/content/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-0000779fd2ac>, (11.2.2018).
- [SWFI \(2018\) "Sovereign Wealth Fund Rankings"](https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/), <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, (11.08.2018).
- TCMB (2015) "Tasarruf-Yatırım Dinamikleri ve Cari İşlemler Dengesi Gelişmeleri", <http://www.tcmb.gov.tr>, (21.04.2018).
- The Corner House (2008) "Sovereign Wealth Funds Some Frequently Asked Questions", The Corner House Briefing No:38.(1-38).
- The Economist (2008a) "The Invasion of the Sovereign-Wealth Funds", <http://www.economist.com/node/10533866>, (11.02.2017)
- [The Economist \(2008b\) "Sovereign-Wealth Funds: Asset-backed Insecurity"](http://www.economist.com/node/10533428), <http://www.economist.com/node/10533428>, (17.01.2008).
- Thiry, G. ve Cassiers, I.(2010) "Alternative Indicators to GDP: Values behind Numbers Adjusted Net Savings in Question" , UCL Discussion Paper, 2010-18.

Truman, E.M. (2008) "Sovereign Wealth Funds: The Challenge for Japan", Peterson Institute for International Economics, Speech delivered at the Japan Society, (May 1, 2008).

Türkiye Varlık Fonu Mevzuat, <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/49/mevzuat>

[Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun \(19 Ağustos 2016\), Resmi Gazete, 6741/29813. \(http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/08/20160826-1.pdf\).](http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/08/20160826-1.pdf)

[Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Kararda Değişiklik Yapılmasına Dair Karar, Resmi Gazete, 2018/162. \(http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/09/20180912-6.pdf\).](http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/09/20180912-6.pdf)

[Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş., Portföy, \(10.10.2017\)](http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/Portfoy/5,)

TÜSİAD (2008) "Sovereign Wealth Funds", TÜSİAD International Strategic Focus Report No.1.

Versiani, I. (2008) "In Plan for Sovereign Wealth Fund, Brazil Charts a Different Course ", <https://www.nytimes.com/2008/05/14/business/worldbusiness/14iht-fund.1.12869757.html>, (15.07.2018)

World Bank World Development Indicators, Current Account Balance % GDP, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=BN.CAB.XOKA.GD.ZS&country=#>, (Erişim Tarihi 05.04.2018)

World Bank, World Development Indicators, Adjusted Net Savings %GNI, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=NY.ADJ.SVNG.GN.ZS&country=#>, (11.09.2018)

World Bank (2018) "World Development Indicators, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=BN.CAB.XOKA.GD.ZS&country=#>, (11.09.2018).