1962

İKTİSADÎ ARAŞTIRMALAR VAKFI

PROF. DR. M. ORHAN DİKMEN ARAŞTIRMA ÖDÜLÜ 2017

EKONOMİNİN YENİ BÜYÜME GÜCÜ ULUSAL VARLIK FONLARI VE TÜRKİYE: KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZ

Doç. Dr. Talat ULUSSEVER
T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu

Doç. Dr. Fatih MANGIR
Selçuk Üniversitesi

Doç. Dr. Hasan Murat ERTUĞRUL
T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı

Prof. Dr. M. Orhan DİKMEN Araştırma Ödülü Yarışması'nın 2017 yılı
değerlendirmesinde, birincilik ödülüne layık görülmüş ve
İktisadî Araştırmalar Vakfı'nca yayınlanmıştır.

İstanbul - 2018

ISBN: 978-605-9310-32-1

Bu kitabın yayın hakları
İktisadî Araştırmalar Vakfı İktisadi İşletmesine aittir.

EKONOMİNİN YENİ BÜYÜME GÜCÜ ULUSAL VARLIK FONLARI VE TÜRKİYE: KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZ

Doç. Dr. Talat ULUSSEVER
Doç. Dr. Fatih MANGIR
Doç. Dr. Hasan Murat ERTUĞRUL

İktisadî Araştırmalar Vakfı
İktisadi İşletmesi Yayınları
Yayın No: 52
Sertifika: 18066

İstanbul, Mart 2018

Kapak Tasarım ve Mizanpaj
Abdullah KIZILKAYA

Baskı:
Net Kırtasiye Tan. ve Mat.
San. Tic. Ltd. Şti.
Sertifika No: 13723

İKTİSADÎ ARAŞTIRMALAR VAKFI
İktisadi İşletmesi
19 Mayıs Cad. No: 3 Golden Plaza Kat: 8 34360 Şişli / İSTANBUL
Tel: (0212) 233 21 07 (pbx) Fax: (0212) 233 21 96
e-mail: info@iav.org.tr www.iav.org.tr
TELG: FOUNDATION ISTANBUL

EKONOMİNİN YENİ BÜYÜME GÜCÜ ULUSAL VARLIK FONLARI VE TÜRKİYE: KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZ

Doç. Dr. Talat ULUSSEVER[1]
T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu

Doç. Dr. Fatih MANGIR
Selçuk Üniversitesi

Doç. Dr. Hasan Murat ERTUĞRUL
T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı

1 Sorumlu Yazar. Başkan Vekili, Sermaye Piyasası Kurulu, Harbiye Mahallesi, Asker Ocağı Caddesi, Süzer Plaza, Kat:5, No 15, Şişli / İstanbul

ÖZET

Genel olarak petrol ve doğal kaynak rezervlerine ve dış ticaret fazlasına sahip ülkeler ile finans piyasalarında elde edilen yüksek gelirlere kavuşmuş ülkeler tarafından ekonomik büyümeye katkı sağlaması, büyük projelerin finanse edilmesi, kısa vadeli ekonomik şokların ve finansal piyasalarda meydana gelebilecek dalgalanmaların etkilerinin en aza indirilmesi, cari zenginlik ve imkanlardan gelecek nesillerin de faydalanması için kuşaklararası transfer gibi amaçlarla kurulan, sayıları ve varlık değerleri çok ciddi büyüklüklere ulaşan, literatürde ulusal refah fonları olarak da ifade edilen ulusal varlık fonları, uluslararası ekonomik ve politik arenadaki rolleri ve etkinlikleriyle, özellikle 2008 global ekonomik krizi sonrası, hem akademisyenler, hem de politika ve piyasa yapıcılar arasında artan bir ilgiyle takip edilen ve yoğun olarak tartışılan konulardan biri olmuştur. Kaynak yönetiminin ilgili devlet tarafından gerçekleştirilmesi ve ulusal çıkarların ön planda tutulması gibi özellikleriyle, diğer yatırım fonlarından ayrılan, özellikle varlık fiyat ve miktarlarında beklenilmeyen dalgalanmalardan mütevellid lokal ve/veya küresel istikrarsızlık ortamlarında icra edeceği rolleri açısından, sözkonusu ulusal varlık fonlarının uluslararası ekonomik ilişkiler boyutundaki ve finansal piyasalardaki görünürlülüğü ve etkisi daha hissedilir hale gelmiş ve ön plana çıkmıştır.

Fon hacmi ve sayılarının artması ve uluslararası piyasalarda ve küresel ölçekte yoğun yatırım yapmalarıyla, ulusal varlık fonları, uluslararası ekonomi literatüründe son yıllarda tartışılan önemli ve temel konulardan birisi olmuştur. 2008 krizi öncesi Citigroup, Morgan Stanley ve Merrill Lynch gibi şirketlerde finansal yatırımlara girilmesi ve ciddi kayıplarla karşılaşılması üzerine, iyi yönetilmedikleri ve yer yer şeffaf olmadıkları gerekçeleriyle eleştirilseler de, kümülatif olarak elde ettikleri kazançlar ve günümüzde 8 trilyon dolara yaklaşan bir varlığa sahip olmalarıyla, ulusal varlık fonları uluslararası finans çevrelerinde ve hükümetlerin ekonomi ajandalarında önemli bir yer teşkil etmektedir.

G20 ülkeleri içinde ulusal varlık fonu bulunmayan tek ülke iken, bu alandaki eksikliği gidererek gelecek 10 yılda ekonomik büyümeye yıllık %1.5

artı katkı sağlama hedefiyle Türkiye, ulusal ve global ekonomide yaşanacak olası konjonktürel dalgalanmaların negatif etkilerini minimize etmek, mega projelerin finansmanını desteklemek ve böylece büyümeye ivme kazandırmak amacıyla 2016 yılında Türkiye Varlık Fonunu kurmuştur. Türkiye Varlık Fonunun kurulması, büyük altyapı projeleri olan kanal İstanbul, nükleer santral, savunma ve enerji projeleriyle diğer büyük projelerinin hayata geçirilebilmesi noktasında, hem kendisinin önemli bir kaynak olması, hem de yaratacağı yeni kaynaklar sayesinde finansman sorununa yapacağı katkılar ve ortaya çıkaracağı pozitif dışsallıklar, beklentileri yükseltmiş ve piyasada yeni bir heyecan yaratmıştır. Türkiye'nin uzun süredir hazırlık çalışmalarını yürüttüğü Türkiye Varlık Fonu, özellikle 15 Temmuz darbe girişiminin püskürtülmesi akabinde, darbe girişimi sonrası oluşabilecek muhtemel ekonomik ve finansal şokların ekonomi yönetiminin başarılı performansıyla atlatılmasının hemen ardından, resmen kurulması manidardır.

Hikayesini, Türkiye'nin orta gelir tuzağından çıkması, sürdürülebilir bir büyüme trendini yakalayıp devam ettirmesi, finansal piyasalara derinlik kazandırıp enstrüman çeşitliliği sağlayarak bölgesel bir finans merkezi olma hedeflerine ulaşabilme arzusu olarak özetleyebileceğimiz Türkiye Varlık Fonu, bazı kişi ve kurumlar tarafından, geleneksel varlık fonlarından farklı olduğu ve birçok nakısayı barındırdığı iddiasıyla ciddi eleştirilere maruz kalmış ve beklenilen anlamda ekonomik büyümeye katkı sağlayamayacağı, finansal piyasalara derinlik ve çeşitlilik getiremeyeceği, finans merkezi olma hedefine hizmet edemeyeceği ve uluslararası piyasalarda sayıları 80'i bulan ve varlıkları 8 trilyon dolara yaklaşan ulusal varlık fonları ile rekabet edemeyeceği sıklıkla dillendirilmiştir.

Bu bağlamda, Türkiye Varlık Fonunun, ekonomik büyümeye olan potansiyel katkısının ve uluslararası piyasalardaki rekabet gücünün analiz edilmesi, önemli ve yeni bir çalışma alanı olarak karşımızda durmaktadır. Ancak, Türkiye Varlık Fonu yeni kurulduğundan ve uygulamalı bir modelleme yapmak için gerekli veri seti oluşmadığından, Türkiye ekonomisi için uygulamalı bir analiz yapmak mümkün olmamaktadır. Bununla birlikte, Türkiye ile benzer makroekonomik özellikler taşıyan ve daha önce ulusal varlık fonlarını kurmuş ülkeler için, veri seti problemi olmadığından, uygulamalı bir modelleme yaparak elde edilen sonuçlar ile varlık fonunu yeni kurmuş olan Türkiye ekonomisi için de potansiyel etki analizi ve projeksiyon çalışması yapmak elbetteki mümkündür.

Türkiye Varlık Fonunun ülke ekonomisine sağlayacağı ekonomik büyü-

me katkısına projeksiyon olabileceği motivasyonuyla bu çalışmada, Türkiye ekonomisi ile makroekonomik benzerlik gösteren ve varlık fonuna sahip 11 ülkenin veri seti kullanılmak suretiyle ulusal varlık fonlarının ekonomik büyümeye katkısı olup olmadığı incelenmiş, sonuçların Türkiye ekonomisi için ne anlama geldiği tartışılmış ve çıkarımlar yapılmıştır. Daha detaylı ifade edecek olursak, bu çalışma, cari işlemler açığı ve/veya bütçe açığı veren, emtia ihracatçısı olmayan, enflasyon hedeflemesi uygulayan ve ulusal varlık fonuna sahip olan 11 ülkenin (Brezilya, Malezya, Avustralya, Peru, İrlanda, Yeni Zelanda, Bolivya, Nijerya, Bahreyn, Panama ve Senegal) 1980 - 2015 yıllarını kapsayan veri setini kullanmak suretiyle, ulusal varlık fonlarının ekonomik büyümeye katkısı olup olmadığını analiz etmektedir. Uygulamalı analizde kullanılan değişkenlerde yatay kesit bağımlılığı ve eğim heterojenliği problemleri olması sebebiyle, bu problemleri dikkate alan ve gideren ikinci nesil panel veri modellerinden olan, dinamik CCEGM yöntemi kullanılmıştır. Ayrıca, Panel ARDL, FMOLS ve DOLS modelleri de, CCEGM yöntemi sonuçlarının güvenilirliğini test etmek amacıyla, uygulanarak elde edilen sonuçların tutarlı olduğu ortaya konmuştur. Sonuç olarak, çalışmanın bulguları, Türkiye'ye benzer makroekonomik özellikler gösteren ve varlık fonu bulunan ülkeler için, varlık fonlarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif ve anlamlı etkileri olduğunu açık bir şekilde ortaya koymuştur. Böylece, yaptığımız bu çalışma ile, Türkiye Varlık Fonunun da, profesyonel ve etkin bir yönetim anlayışı ve şeffaflık ilkeleri çerçevesinde hareket edilmesi şartıyla, ülkenin ekonomik büyümesi üzerinde pozitif bir katkı sağlayacağı yönündeki hedefin makul ve gerçekleşebilir olduğu desteklenmektedir.

Anahtar Kelimeler: Ulusal Varlık Fonu, Makroekonomik istikrar, Rekabet, Türkiye Ulusal Varlık Fonu

İÇİNDEKİLER

ÖZET iii
İÇİNDEKİLER vii
TABLOLAR LİSTESİ ix
GRAFİKLER LİSTESİ xi
1. GİRİŞ 1
2. DÜNYADA ULUSAL VARLIK FONLARI 11
2.1. Tarihsel Gelişim, Tanım ve Kapsam 11
2.2. Ulusal Varlık Fonlarının Ekonomiye Olası Etkileri 19
2.3. Ulusal Varlık Fonları Tartışması: Kaygılar ve Eleştiriler 27
3. ULUSAL VARLIK FONLARI EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: AMPİRİK BİR ANALİZ 33
3.1. Veri ve Yöntem 33
3.2. Bulgular 37
4. EKONOMİNİN FİNANSMANI İÇİN YENİ BİR YOL: TÜRKİYE ULUSAL VARLIK FONU 43
4.1. Türkiye Varlık Fonunun Amacı, Kapsamı ve Yönetimi 47
4.2. Türkiye Varlık Fonunun Kaynakları, Statüsü, Yönetim ve Denetim Yapısı 48
4.3. Türkiye Varlık Fonuna Yapılan Eleştirilerin Değerlendirilmesi 52
5. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ 57
KAYNAKÇA 63
Ek: Dünyadaki Tüm Ulusal Varlık Fonları Veri Tablosu (Haziran, 2016) 68

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. Ulusal Varlık Fonların Amaçlarına Göre Sınıflandırılması... 2
Tablo 2. Ulusal Varlık Fonlarının Amaçları ve Faaliyet Alanları..... 5
Tablo 3. Ulusal Varlık Fonlarının Kaynakları..... 12
Tablo 4. Ulusal Varlık Fonu Tanımlamaları..... 14
Tablo 5. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi Hesaplama Prensip ve Puanları..... 16
Tablo 6. Bazı Varlık Fonlarının Menşei, Büyüklüğü, Kuruluş Yılı ve Kaynağı..... 17
Tablo 7. Ulusal Varlık Fonlarının Bölgesel Dağılımı (%)..... 18
Tablo 8. Resmi Rezerv Varlıkları (Altın Hariç, Milyar Dolar)..... 21
Tablo 9. Tanımlayıcı İstatistikler..... 34
Tablo 10. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları..... 38
Tablo 11. CIPS Birim Kök Testi Sonuçları..... 38
Tablo 12. Westerlund Durbin-Hausman Test Sonuçları..... 39
Tablo 13. Eğim Heterojenliği (Slope Heterogeneity) Test Sonuçları.... 40
Tablo 14. Dinamik CCEMG Tahmincisi Sonuçları..... 40
Tablo 15. Alternatif Modellerin Karşılaştırılması..... 41
Tablo 16. Türkiye Varlık Fonuna Devredilen Şirketler ve Sermayeleri..... 49

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. Dünya Ulusal Varlık Fonlarının Yıllara Göre Toplam Hacmi (Milyon Dolar)..... 3
Grafik 2. Ulusal Varlık Fonlarının Bölgesel Dağılımı..... 8
Grafik 3. Ulusal Varlık Fonlarının Bölgelere Göre Sayısal Dağılımı... 9
Grafik 4. Ulusal Varlık Fonları Yıllık Getiri Oranları (2010-2013)..... 18
Grafik 5. Ulusal Varlık Fonları Yatırım Dağılımı..... 19
Grafik 6. ABD 10 Yıllık Tahvil Getiri Oranları..... 24
Grafik 7. Türkiye Varlık Fonu Denetim Mekanizması..... 50

1. GİRİŞ

Literatürde yaygın olarak kullanılan "varlık fonları" ya da "devlet refah fonları" (sovereign wealth fund), tanımlar arasında bazı nüanslar olsa da, genel kabul görmüş tanımıyla kısaca, cari işlem fazlası veren ekonomilerin yabancı para rezervlerinde oluşan artışın toplandığı, izlendiği ve değerlendirildiği bir fon hesabıdır (Ashby, 2008). Bir diğer tanımlama ile varlık fonu, cari işlemler fazlası vermekte olan ekonomilerin yabancı para rezervlerindeki artışın yarattığı birikimi değerlendirme arayışından doğmuş ve söz konusu bu rezervlerle finanse edilen devlet kontrolündeki yatırım kurumlarıdır (Lo Turco, 2013). Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü tanımına göre[1], ulusal varlık fonu, ödemeler dengesi fazlası, resmi döviz operasyonları, özelleştirme gelirleri, hükümet transfer ödemeleri, bütçe fazlası ve doğal kaynak ihracatı gelirlerinden oluşturulan kamu teşekküllü yatırım fonudur. Bu tanımların da mündemiç olduğu daha sarih ve şümullü yeni bir tanım yapacak olursak, denilebilir ki, "ulusal varlık fonları, ülkelerin emtia ve emtia-dışı kaynaklardan elde ettikleri ekonomik varlıkları, profesyonel bir kurumsal yönetim ile varlık ve gelirlerini optimal seviyede artırma ve bu sayede oluşan refahı gelecek nesillere taşıma hedefi doğrultusunda, uzun vadeli stratejik planlar çerçevesinde yatırım yaparak ekonomik büyümeye katkı sağlayıcı ve ekonominin karşılaşabileceği oynaklık ve dalgalanmalara karşı bir istikrar aracı olarak kurulmuş, devlet kontrolündeki özel amaçlı fonlardır". Bu fonları, bilinen anlamda diğer kollektif yatırım fonlarından ayıran temel özellik, sözkonusu bu fonların kaynak sağlayan ilgili devletin kontrolünde olmalarıdır. Günümüzde bu fonların, ülkelerin ulusal ve uluslararası birçok alanda stratejik bir politika aracı haline geldiğini görmekteyiz.

Ulusal varlık fonlarının rolleri, etkileri ve hedefleri, ilgili ülkelerin finansal, ekonomik, sosyal ve siyasi durum ve konjöktürüne göre farklılık gösterebilmektedir. Tek bir hedefe odaklanmış ve etki alanı daha dar ve zayıf kalmış fonlar olmakla beraber, uygulamada birden fazla hedefi olan ve çok geniş yelpazede etki alanına sahip varlık fonlarına da rastlanmakta olup, sözkonusu bu etki alanlarının da giderek arttığı gözlemlenmektedir. Ulusal

1 (https://www.swfinstitute.org)

varlık fonlarının, profesyonel ve etkin bir yönetim ile sahip olunan rezervleri kullanarak daha yüksek bir getiri sağlamak ve ortaya çıkan zenginlikleri daha da büyütüp çeşitlendirmek gibi ekonomik büyüme hedeflerinin yanında, sözkonusu bu zenginliklerden gelecek kuşakların da faydalanmasının önünü açmak gibi nesillerarası sermaye/zenginlik transferi amacına da literatürde sıklıkla karşılaşılmaktadır. Bunlara ek olarak, varlık fiyatlarında ve finansal piyasalarda dalgalanmaları yönetilebilir kılmak ve özellikle petrol ve doğalgaz gibi belli sektörlere ekonomik bağımlılığı azaltmak gibi finansal ve ekonomik istikrar hedefi ile enerji ve savunma sektörlerindeki stratejik yatırımları teşvik etmek gibi güvenlik ve politik amaçlar da ön plana çıkmaktadır.

Farklı yapı ve kuruluşlarındaki farklı hedeflerinden dolayı farklı kategorilere ayırabileceğimiz ulusal varlık fonlarını, Uluslararası Para Fonu (IMF) Tablo 1'de görüleceği üzere 5 farklı kategoriye ayırmaktadır;

Tablo 1. Ulusal Varlık Fonların Amaçlarına Göre Sınıflandırılması

Fon Türü	Temel Amacı
İstikrar Fonları	Bütçe ve ekonomiyi varlık fiyat oynaklarına karşı korumak
Tasarruf Fonları	Yenilenemez enerji varlıklarını daha çeşitli varlıklara dönüştürerek, Hollanda hastalığının etkilerini hafifletmek
Rezerv Yatırım Fonları	Rezerv kaynaklarıyla bütçe açığı dönemleri için getiri elde etmek
Kalkınma Fonları	Ülkenin potansiyel çıktı büyümesine yardımcı olmak
Emeklilik Rezerv Fonları	Bütçeye ek kaynak sağlamak

Kaynak: Allen ve Coruana, 2008

İstikrar fonları, ülkenin temel üretiminden elde ettiği gelirlerin dalgalanma ve oynaklıklardan etkilenmesini engellemeyi amaçlarken; tasarruf fonları, sahip olunan petrol ve doğalgaz gibi yenilenemeyen varlıkların, çeşitlendirilmiş varlıklardan oluşan bir portföye dönüştürülmek suretiyle bugünün kaynaklarının gelecek nesillere de aktarımını amaçlar. Rezerv yatırım fonları/şirketleri, ülkenin sahip olduğu rezerv kaynaklarının, daha yüksek getiri sağlayacak yatırımlarda değerlendirilerek, karlılığını arttırmak ve bütçe açığı verilen dönemlerin bütçe fazlalığı süresince gerçekleşen yatırım getirileri ile dengelemeyi amaçlamaktadır. Kalkınma fonları,

ülkenin ekonomik büyümesine katkı sağlayacak projelerin finansmanına odaklanırken; emeklilik rezerv fonları, devlet bütçesinde emeklilik nedeniyle beklenmedik gelişmelerin ortaya çıkması durumunda, karşılaşılabilecek ödeme zorlukları için ülkelerin rezerv kaynağını oluşturmayı amaçlar.

Özellikle 2008 küresel ekonomik kriziyle uluslararası piyasalarda görünürlüğü ve etkileri farkedilir derecede artan ulusal varlık fonları, sahip oldukları varlıklar ve piyasalarda oynadıkları kritik rolleriyle oldukça dikkat çekmeye ve önem kazanmaya başlamıştır. Aslında kökeni tarihi olarak oldukça gerilere giden ulusal varlık fonlarının varlıkları, özellikle son dönemlerde ciddi bir yükseliş göstererek bugün 8 trilyon dolar seviyesine yaklaşmıştır. 2010 - 2015 yılları arasında % 21.5 oranında bir büyüme yakalayan ulusal varlık fonlarının, 2020 yılına kadar kurulacağı tahmin edilen 20 civarında yeni ulusal varlık fonu ile birlikte 15 trilyon dolarlık bir büyüklüğe kavuşması beklenmektedir.[2] Aşağıda sunulan Grafik 1, dünya ulusal varlık fonlarının son yıllardaki toplam hacmini göstermektedir.

Grafik 1. Dünya Ulusal Varlık Fonlarının Yıllara Göre Toplam Hacmi (Milyon Dolar)

Kaynak: www.swfinstitute.org

2 Gökhan Şen, "Türkiye ve Yeni Başlayan Varlık Yönetim Fonu Hikayesi", Business HT, 28 Temmuz 2016.

Ulusal varlık fonlarının birçok farklı amacı olsa da, temel olarak her bir fon, ülkesinin uzun vadeli stratejileri doğrultusunda, varlıklarını uluslararası piyasalarda değerlendirmeyi hedeflemektedir (Ashby, 2011).

Ulusal varlık fonlarının kuruluş amaçları genel olarak bütçe ve ekonomiyi gelir kaynaklı oynaklık ve dalgalanmalardan korumak olsa da, mali istikrarı sağlayıp sürdürmek; ekonomik yapıyı doğal kaynaklar gibi yenilenebilir olmayan alanlardan daha sürdürülebilir üretim alanlarına dönüştürmek; sahip oldukları rezervleri daha verimli kullanmak ve yönetmek suretiyle cari getirisinden daha fazla bir getiri elde etmek; sosyal ve ekonomik kalkınma için kaynak yaratmak; ve daha uzun vadeli kalkınma hedeflerine ulaşmak gibi bazı özel amaçları da, birçok ülkenin ulusal varlık fonu kuruluş amaçları olarak sıralamak mümkündür. (Kimmit, 2008; IMF, 2008).

Ekonomik büyüme ve istikrara katkılarının yanısıra, özellikle doğal kaynak zengini bazı ülkelerin sahip olduğu varlık fonları için öne çıkan en önemli amaç, sözkonusu bu kaynakların işletilmesi ve gelire tahvil edilmesiyle ortaya çıkan zenginliğin, sadece mevcut nesil tarafından tüketilmeyip gelecek nesillerin de cari zenginlikten faydalanmaları saikiyle nesillerarası transferdir (Kimmit , 2008).

Ulusal varlık fonları, ilk ortaya çıktığı dönemler itibariyle, emtia ihracatı ağırlıklı cari fazla ve/veya bütçe fazlası veren ülkelerin, bu fazlalığı değerlendirmek amacıyla devletler tarafından kurulan fonlar olsa da, bir başka ifade ile, ulusal varlık fonları başlangıç olarak, özellikle petrol ve gaz gibi doğal kaynak zengini ve net ihracatçı konumundaki ülkelerin cari fazla ve bütçe fazlasından oluşan varlıklarla kurulan fonlar olarak görülse de, sonraki dönemlerde bu resmin dışında gelişmeler olmuş ve doğal kaynak zengini ve net ihracatçı konumunda olmayan ülkelerin de, özellikle teknolojik ve sanayi üretimi ve dış ticaretteki başarılı hamlelerinden oluşan ticaret fazlası ve, daha da ilginci, özellikle uluslararası piyasalardan toplanacak uzun vadeli fonların yine uzun vadeli yurtdışı yatırımlara yönlendirilmesi ile elde edilecek yüksek gelir beklentisi ile, emtia ihracatı kaynaklı cari işlemler fazlalarından tamamen bağımsız olarak, büyük ölçekli ulusal varlık fonları da kurulmuştur. Böyle bir uluslararası varlık fonları piyasasında, rekabet ciddi anlamda artmış ve sözkonusu ulusal varlık fonları, tabiri caizse, ülkelerin hem güvenlik alanında hem de ekonomik olarak stratejik birer enstrümanı haline gelmiştir.

Aşağıda sunulan Tablo 2, ulusal varlık fonlarının hedeflerini ve örnek fonları göstermektedir.

Tablo 2. Ulusal Varlık Fonlarının Amaçları ve Faaliyet Alanları

EKONOMİK AMAÇ	ÖZEL AMAÇ	AÇIKLAMA	FON ÖRNEĞİ
TASARRUF Büyüme ve ulusal refahın korunması	Nesiller arası refahın dengelenmesi	Yenilenemez varlıkların finansal varlıklara dönüştürülmesi ve gelecek nesillere aktarılması	Norveç Kuveyt
	Gelecek yükümlülüklerin fonlanması	Sermayenin ana değerinin korunması ve büyütülmesi	Avustralya Yeni Zelanda
	Rezerv yatırımları	Aşırı rezervlerin, yüksek getirili yatırımlarda değerlendirilmesi ve rezervi elde tutmanın negatif maliyetinden kaçınılması	Çin Güney Kore
İSTİKRAR Makroekonoik politikalar ve ekonomik istikrarı sağlama	Mali istikrarın sağlanması	Ekonominin iç ve dış şoklardan korunması ve fiyat istikrarının sağlanması	Şili
	Faiz oranlarının istikrarının sağlanması	Kısa dönemde geniş sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerine karşı fon rezervlerinin kullanımı	Rusya
		Uzun dönemde faiz oranlarında oynaklığın azaltılması	Meksika
EKONOMİK KALKINMA Ekonominin uzun dönemli üretkenliğinin artırılması için yatırım sağlama	Altyapı yatırımları	Ulaşım, enerji, iletişim ve su (baraj) yatırımları	Nijerya
	Sosyal yapının iyileştirilmesi	İnsan sermayesinin ve kurumların güçlendirilmesi; sağlık, eğitim, sosyoekonomik projeler	BAE
	Sanayi politikaları	Bağımlılığın azaltılması, ekonomik çeşitlenmenin sağlanması; stratejik sektörlerde üretkenliğin artırılması	Singapur Fransa

Kaynak: "PriceWaterhouse Cooper", www.pwc.com

Olağandışı durumlarda, belirlenen hedeflere bağlı olmak kaydıyla, bütçeye ve/veya merkez bankasına transfer yapılması, ödemeler dengesi sorunlarında devreye girilmesi, ve ekonomi için kritik olan sektörlerin ve/veya yurtiçi yatırım ortamının ihtiyacı halinde istikrar saikiyle bazı makroekonomik müdahalelerde bulunulması istisnai olarak kabul edilse de, ulusal varlık fonlarının, genel olarak makroekonomik politikalara müdahale etmemeleri temel uygulama olarak karşımıza çıkmaktadır. Denilebilir ki, genel olarak ulusal varlık fonlarının temel çalışma ve yönetim felsefesi, klasik iktisat doktrinine daha uygun olup keynezyen müdahale, olağanüstü durumlarda ve istisnai bir durum olarak kabul edilmektedir. Uygulamadaki politika değişikliği açısından ifade edecek olursak, 2008 küresel ekonomik krizi öncesi, ulusal varlık fonlarının yönetimine ve piyasanın işleyişine devletin müdahale etmemesi prensipleri hakim iken, kriz sonrası dönemde devletlerin ekonomideki rolü yeniden şekillenmiş ve ekonomik ilişkilerde müdahale etmekten çekinmeyen ve finansal ilişkilerde ve fon yönetiminde küresel rekabette aktif rol oynayan bir yatırımcı gibi davranan bir anlayış ağırlık kazanmıştır demek yanlış olmayacaktır.

Ortaya çıkışları 1940'lı yıllara uzansa da, ulusal varlık fonlarının, küreselleşme, finansallaşma ve ulusal egemenliğin aşınması olarak sıralanabilecek üç temel olguya yönelik kaygılara bir cevap olarak ikinci bir dalga ile 1980 sonrası yaygınlaştığı söylenebilir. Mali piyasaların küreselleşmesi ve finansallaşmanın yagınlaşması, global finansal piyasaların hacmini ve kullanılan araçların sayısını ciddi anlamda artırmış ve bu yeni trend piyasalarda artan düzeyde oynaklığı beraberinde getirmiştir. Bu durum, ülkelerin mali piyasalara yönelik risk algılarını yükseltmiş ve politika yapıcıların kararları üzerinde ciddi etkiler ortaya çıkarmıştır. Bu yeni gelişmeler karşısında sözkonusu ülkeler, artan küreselleşme ve finansallaşma ile birlikte ekonomi üzerindeki egemenliklerinin aşındığını düşünerek, bu egemenlik aşınmasına karşı ulusal varlık fonlarını bir kaldıraç olarak kullanmak istemişler ve artan risk, oynaklık ve belirsizlik ortamında bu fonları birer mücadele aracı ve, tabiri caizse, kurtuluş reçetesi olarak görmüşlerdir (Ashby, 2011).

Yoğun rekabet, finansal oynaklık ve belirsizlik ortamlarında başta Latin Amerika ve Güneydoğu Asya ülkeleri olmak üzere birçok, özellikle geliş-

mekte olan, ekonomi üzerinde derin etkiler bırakan mali ve ekonomik krizlerin ortaya çıkması örneğinde görüldüğü gibi, yaygınlaşan küreselleşme ve finansallaşmaya paralel olarak, piyasaların da krizlerle artan sıklıkla karşılaştıkları bir vakıadır. Doğal olarak, hükümetler sözkonusu bu krizlere ve tehditlere karşı ekonomileri üzerindeki egemenliklerinin aşınmasına müsaade etmek istememiş; bilakis egemenliklerini artıracak politikalar üreterek belli adımlar atmış ve gerekli önlemleri almıştır.

Tüm bu gelişmeler karşısında devletlerin düzenleyici ve denetleyici rolü tekrar tartışılmış, Keynezyen politikalar dillendirilmeye başlanmış, ve devletin ekonomik ve finansal faaliyetlerde daha aktif ve yönlendirici roller alması gündeme gelmiş ve devlete kabul edilebilir ve sürdüdürülebilir seviyelerde büyüme ve enflasyonun hedeflenmesi, makroekonomik dalgalanma ve oynaklıkların azaltılması, piyasaların istikrara kavuşturulması ve krizlerin önlenmesi gibi yeni kurumsal roller biçilmiştir.

Böylece, daha önce özel sektörün uhdesinde olması savunulan ve uygulanan birçok finansal ve ekonomik faaliyete, devletler de aktif birer oyuncu olarak katılmaya başlamışlardır. Sahip oldukları kurumsal ve mali güç, devletleri, ekonomik kalkınmada tekrar aktif bir rol almak istemeleriyle, özel sektörün yetersiz kalacağı alanlarda faaliyet göstermeye itmiştir. Denilebilir ki, küreselleşme ve finansallaşmanın yaygınlaşmasıyla değişen ekonomik ve mali sistem ve ortaya çıkan yeni tehditler, ülkeleri kendi ekonomik çıkarlarını öncelleyen yeni savunma araçları ve bu araçları etkin bir şekilde kullanabilecek yeni kurum ve yapıları geliştirme yoluna itmiştir. Ulusal varlık fonlarının yaygınlaşması, piyasalardaki bu yeni koşullara uyumun bir yansıması olarak kendini göstermiştir.

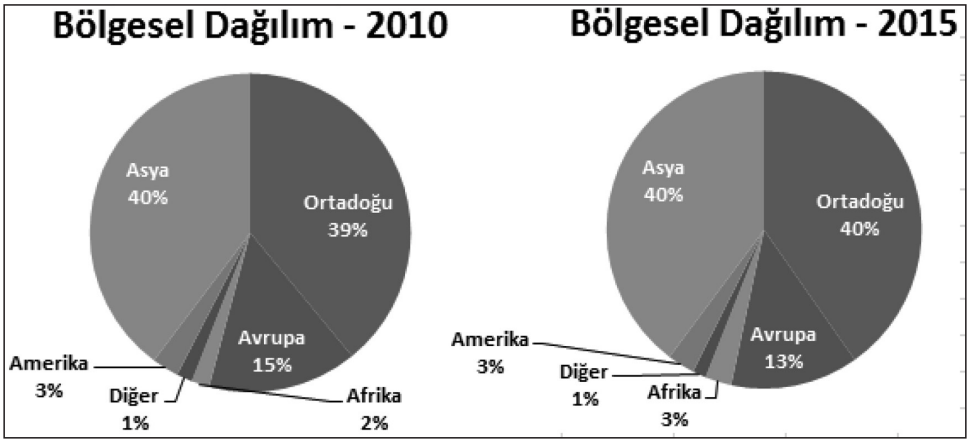
Bilindiği gibi, petrol ve doğalgaz gibi yeraltı kaynak zengini olan ülkelerin elde ettikleri yüksek ihracat gelirleri sayesinde ortaya çıkan cari fazla, ülkeye ciddi oranda dövizin girmesine ve döviz ucuzlarken yerel paranın değer kazanmasına, böylelikle ihracatın giderek daha pahalı, ithalatın daha ucuz hale gelmesine yol açar. Bu durum, ülkenin diğer ihraç malları aleyhine bir pozisyon oluşturacağından, yer altı kaynağı ihracatına bağımlılığı artırır ve ithalatın daha cazip hale gelmeye başlamasıyla cari fazlanın erimesine ve hatta cari açığa dönüşmesine sebebiyet verebilir. Önemli miktarda ticaret ve bütçe fazlasına sahip ülkelerin, sözkonusu

bu fazlalığı kullanmaması veya verimsiz bir şekilde kullanması, eldeki varlığın atıl kalması veya potansiyelinin değerlendirilmemesi hatta yukarıda anlatıldığı gibi ülkenin aleyhine bir sonuç anlamına gelir. Ekonomik verimsizlik olarak da tarif edebileceğimiz bu sarmalın kırılması ve oluşan ekonomik varlığın değerlendirilmesi için ulusal varlık fonları bir çözüm ve reçete olarak görülebilir.

Ulusal varlık fonları piyasasında temel olarak üç ayrı ülke tipolojisi ile karşılaşılmaktadır. Abu Dabi, Cezayir, Dubai, Katar, Kuveyt, Libya ve Suudi Arabistan'ın oluşturduğu petrol ihraç eden (MENA) ülkeler, Norveç ve Rusya'nın başını çektiği diğer petrol ihraç eden ülkeler ve Çin, Hong Kong ve Singapur gibi daha çok emtia dışı ihracattan elde edilen cari fazlaya sahip Asya'nın yükselen ekonomileri (Draniceanu, vd., 2014).

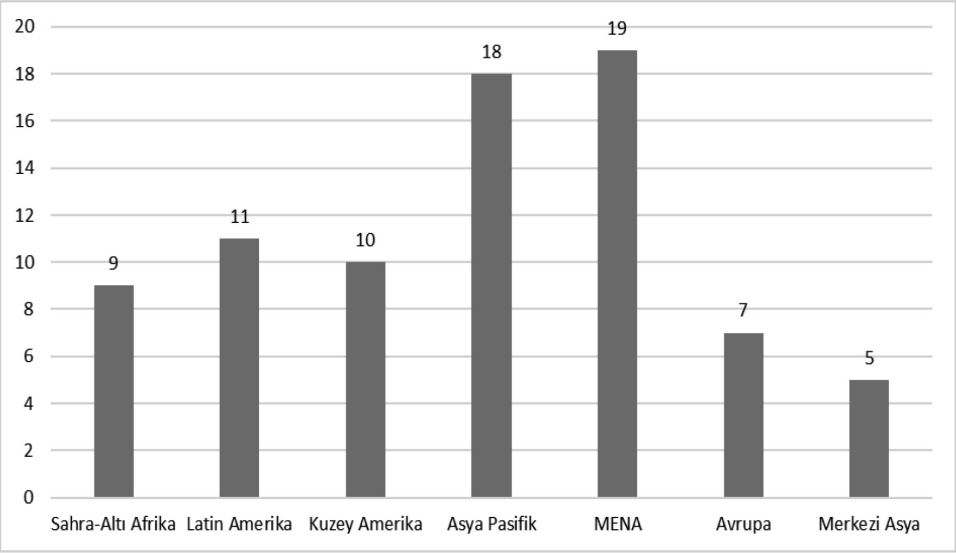
Aşağıda sunulan Grafik 2'de, ulusal varlık fonlarının bölgesel dağılımı, Grafik 3'de ise, ulusal varlık fonlarının sayısal olarak dünyadaki bölgesel dağılımı gösterilmektedir.

Grafik 2. Ulusal Varlık Fonlarının Bölgesel Dağılımı



Kaynak: www.swfinstitute.org

Grafik 3. Ulusal Varlık Fonlarının Bölgelere Göre Sayısal Dağılımı



Kaynak: www.swfinstitute.org

2. DÜNYADA ULUSAL VARLIK FONLARI

2.1. Tarihsel Gelişim, Tanım ve Kapsam

Ulusal varlık fonlarının son yıllarda hızlı bir gelişme göstererek bilinilirliği ve popülaritesi oldukça artmış olsa da, geçmişi 1,5 asır geriye götürülebilir. Her ne kadar bugünkü anlamda fonksiyonları olmasa da, sözkonusu fonların kökeni 1800'lü yılların ortalarında ABD'de kurulan eğitim amaçlı fonlara dayandırılabilir. Bugünkü fonksiyon ve anlamıyla tanımlanmaları 1940'lı yıllarda başlamış, ancak küresel piyasalarda farkedilebilir bir konuma gelmeleri 1980'li yıllarla birlikte, finansallaşma ve küreselleşme olgularının yaygınlaşmasıyla, ortaya çıkan değişimlere paralel olarak son dönemlerde olmuştur. Denilebilir ki, dünya ekonomisinin 1980 sonrası küreselleşme ve finansallaşma sürecine hızlı bir şekilde girişi, ulusal varlık fonlarının da hissedilir bir şekilde yükselişe geçmesine zemin hazırlamıştır. Böylece bankacılık-yoğun mali piyasa yapısı tedrici bir evrim geçirerek, bankacılık sistemine sıkışmış olan sermaye piyasaları için de, tabiri caizse, yeni bir mecra oluşmuş ve bir çok inovatif finansal enstrümanlar ve farklı yatırım araçları piyasada boy göstermeye başlamıştır. Bugün sayıları 80'i bulan mevcut ulusal varlık fonlarının yarıdan fazlası 2000 yılından sonra kurulmuş ve ilgili ekonomiler için kritik ve stratejik araçlar haline gelmiştir. Piyasalarda bu artan görünürlüğü, ulusal varlık fonlarını, hem akademik hem de akademi-dışı profesyonel finans ve ekonomi tartışmalarının merkezine taşımış ve global finansal piyasaların temel konularından biri yapmıştır. Bugün geldiğimiz noktada, Uluslararası Varlık Fonu Enstitüsü tarafından belirli prensip ve standartlarla takip edilen ulusal varlık fonları, uluslararası piyasalarda oldukça profesyonel ve kurumsal bir yapı içinde faaliyetlerini sürdürmektedirler.

2005 yılında yazdığı "Ulusların Zenginliğine Kim Sahip" adlı makalede, son yıllarda başta Asya olmak üzere Merkez Bankalarının rezervlerinde muazzam bir büyüme olduğuna dikkat çeken ve "Merkez Bankası rezervlerini yönetenler, aslında varlık yöneticisi olmaya mı başlıyor?" sorusuyla

Andrew Rozanov, farklı değerlendirmeler olsa da, ulusal varlık fonlarının isim babası olarak kabul edilmektedir. Rozanov makalesinde, Merkez Bankası yöneticilerine klasik bir gözle bakılamayacağına, bu kişilerin sadece rezerv yöneticisi veya kamu emeklilik fonu yöneticisi konumunda olmadıklarına, sözkonusu bu yöneticilerin artık birer varlık yöneticisi konumuna geldiklerine vurgu yapmaktaydı.

Ulusal varlık fonları üzerine yapılan birçok analiz, global ekonomideki değişim ve eğilimleri, ulusal varlık fonlarının kuruluş yıllarıyla ilişkilendirmenin mümkün olduğunu ortaya koymaktadır. Mesela, dünyada petrol fiyatlarının ve dolayısıyla gelirlerinin artmasıyla, 1970'lerden itibaren, ulusal varlık fonlarının, özellikle Ortadoğu ülkelerinde, petrol kaynaklı olarak ortaya çıkışını, bu ilişki kapsamında değerlendirmek mümkündür. Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü tarafından sunulan veri ve hazırlanan raporlar, petrol ve doğalgazın ulusal varlık fonlarındaki başat ağırlığının 1970'lerden günümüze kadar uzanmakta olduğunu ve yatırımlardaki önemini açık bir şekilde göstermektedir. Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü istatistiklerine göre, fonlardaki petrol ve doğalgazla ilişkili toplam yatırımlar %56.78 iken, diğer yatırımlar %43.22'lık bir orana sahiptir.[3] Dünya ulusal varlık fonları piyasasında fon büyüklüğü açısından ilk beşte yer alan ülkeler, Norveç, Çin, Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan ve Kuveyt olarak karşımıza çıkmaktadır ki, petrolun varlık olarak, Çin hariç, bu ülkelerdeki önemi ve ağırlığı izahtan varestedir.

Aşağıda sunulan Tablo 3, dünyadaki ulusal varlık fonlarının kaynak dağılımını ve miktarlarını göstermektedir.

Tablo 3. Ulusal Varlık Fonlarının Kaynakları

Toplam Fon Değeri (trilyon dolar)	7,4
Petrol/Gaz Kaynaklı Fon (trilyon dolar)	4,2
Emtia Dışı Fon Toplam (trilyon dolar)	3,2
Petrol/Gaz Kaynaklı Toplam (%)	56,78
Emtia Dışı Toplam (%)	43,22
Körfez Ülkeleri Toplam Fon Değeri (trilyon dolar)	2,8

Kaynak: Sovereign Wealth Fund Rankings, SWFI, http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings, (Mart 2016)

3 https://www.swfinstitute.org/

Ulusal varlık fonları, hükümetlerin varlıklarının bir kısmının yönetildiği yatırım araçları olup hükümetler sözkonusu bu fonları, özellikle yurtdışı piyasalarda uyguladıkları farklı yatırım stratejileri ile, karlı bir şekilde değerlendirmek ve böylece ekonomiye büyüme ve istikrar sağlayacak tasarruflar elde etmeyi amaçlamaktadırlar. ABD Hazine Bakanlığı, ulusal varlık fonlarını, döviz varlıklarınca fonlanan ve resmi rezervlerden farklı yönetilen bir kamu yatırım aracı olarak tanımlamaktadır (Kimmitt, 2008). Kaynaklarına bağlı olarak mevcut ulusal varlık fonlarını farklı kategorilere ayırmak mümkündür.

Tanımlamaları farklılık taşısa da, ulusal varlık fonları aşağıda sıralanan üç temel amaçtan dolayı kurulmaktadır (Bryan, 2008):

- Sahip olunan doğal kaynakların ihracat gelirleriyle oluşturulan birçok fonda olduğu gibi, doğal kaynaklardaki muhtemel azalmalara karşın elde edilen zenginliğin bir kısmının gelecek nesillere aktarılması,
- Gelirleri çeşitlendirerek, ülkenin rekabet gücünün artırılması ve bir sorun yaşandığında, fonları yeni sektörlere yönlendirerek karşılaştırmalı üstünlüğün devam ettirilebilmesi,
- Dolara dayalı borçlanma yerine başka yatırım araçlarına yönelerek olası finansal krizlere karşı pozisyon alınması ve merkez bankası rezervlerinde bulunan varlık kazançlarının arttırılabilmesi.

Ulusal varlık fonlarını, emtia ve emtia dışı olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Petrol ve doğalgaz gibi doğal kaynak rezervlerin ihracatından elde edilen gelirlerden oluşan, devlete ait veya devletin vergilendirdiği fonlara emtia fonları denilmektedir. Emtia dışı varlık fonları ise özelleştirme, tasarruf fonları, emtia dışı ihracat kaynaklı cari işlemler fazlası ve döviz rezervlerinden transfer edilen fonları ifade etmektedir.

Ulusal varlık fonları, ilgili ülkeye önemli faydalar sağlayacağı beklentisi ile kurulmaktadır. Ancak, uzun dönem ekonomik faydalarını gerçekleştirmesi aşağıda sıralanan belli şartların yerine getirmesine bağlıdır (Lipsky, 2008);

- Makro ekonomik politikalarla uyumlu fon yönetimi ve politikası,
- Fon işlemlerinde ve denetiminde şeffaflık ve hesap-verebilirlik,
- Amaçlarıyla uyumlu kurallar ve profesyonel fon yönetimi.

Aşağıda sunulan Tablo 4, ulusal varlık fonların tanımlarını ve her bir tanıma göre sayılarını göstermektedir.

Tablo 4. Ulusal Varlık Fonu Tanımlamaları

Kaynak	Tanım	Sayısı
Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü	Ödemeler dengesi fazlası, resmi döviz işlemleri, özelleştirme gelirleri, hükümet transfer gelirleri, bütçe fazlası, kaynak ihracatı gelirlerinden oluşturulan kamu yatırım fonlarıdır. Geleneksel ödeme dengesinden elde edilen para otoritesinin elindeki döviz rezervlerini, KİT'leri, hükümet emeklilik fonlarını veya bireylerin faydası için yönetilen varlıklar bu tanımlamanın dışında tutulmuştur.	79
Ulusal Varlık Fonu Yatırım Laboratuarı	Bir yatırım aracı olup bağımsız bir devletin sahip olduğu, devlete ait finansal ve siyasi kurumların bağımsızca yönetebildiği, emekli maaşı ödeme yükümlülükleri olmayan, ticari kazanç sağlamak için farklılaştırılmış finansal varlıklara sahip, kamuoyuna duyurulan uluslararası yatırımlar yapan ve bunu kamuoyuyla paylasan fonlardır.	35
Ulusal Varlık Fonu Uluslararası Forumu	Merkezi hükümetin sahipliğinde özel amaçlı yatırım fonlarıdır. Makroekonomik amaçlara ulaşmak için yapılan ve ödemeler dengesi fazlalıkları, resmi döviz rezervi işlemleri, özelleştirme gelirleri, bütçe fazlası ve emtia ihracatı gelirlerine bağlı olarak kurulup yönetilen fonlardır.	32

Kaynak: Amar, 2016

Kurulan ilk resmi ulusal varlık fonu ünvanına sahip olan Kuveyt Yatırım Otoritesi, ülkenin petrol satış gelirlerine bağımlılığını azaltıp gelir çeşitliliği yaratmak temel amacıyla 1953 ylında hayata geçirilmiştir. Uzun süre başka bir fon kurulmamıştır. Ulusal yatırım fonu piyasasında Kuveyt Yatırım Otoritesini izleyen ikinci dalga 1970'lerde başlamış ve Singapur, Abu Dabi ve Kanada ülke varlık fonları kurulmuştur. 1990 yılında, bugün itibariyle piyasanın en büyük ve en şeffaf varlık fonu özelliğine sahip, Norveç Varlık Fonu kurulmuştur. 2000'li yıllarla birlikte üçüncü dalga süreci başlamış ve 2007 yılında Çin 200 milyar dolar başlangıç sermayeli Yatırım Fonu İşbirliğini, Rusya ise 150 milyar dolar sermayeli iki adet varlık fonu kurmuştur.

Ulusal varlık fonlarının sayısının hızlı şekilde artmasının arkasında iki temel neden olduğunu söylemek mümkündür;

- emtia fiyatlarındaki dalgalanmalarının bütçe üzerindeki etkilerini azaltmak, böylece ekonomiye istikrar kazandırmak,
- uluslararası rezerv biriktirip sürdürülebilir bir cari denge ile para otoritelerinin elini kolaylaştıracak nakit fazlası oluşturabilmektir.

Artan sayıları ve uluslararası piyasalardaki etkinlikleri ile son yıllarda ekonomik açıdan oldukça büyük bir öneme sahip olan ulusal varlık fonları için, belirli kıstaslar geliştirilmiş ve böylece karşılaştırma ve sıralama yapılır hale gelmiştir. Ulusal varlık fonlarının yönetim ve faaliyet alanları hususlarında bilgilendirme yapılması, yönetim usul, esas ve stratejilerinin şeffaf olup olmadığının belirlenmesi ve bunların piyasa paydaşlarına ilan edilmesi amacıyla düzenli analizler ve raporlar yayımlayan Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü, benzer şekilde, ulusal varlık fonları hakkında korumacı politikalara ve varlıkların etik olmayan kullanımlara karşı endişelerin azaltılması amacıyla, Carl Linaburg ve Micheal Maduell tarafından geliştirilen ve piyasada Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi (Linaburg-Maduell Transparency (LMT) Index) olarak bilinen endeksi belli periyodlarla yayınlamak suretiyle mevcut ulusal varlık fonlarınn şeffaflık seviyesini piyasaya ilan etmektedir.

Bazı ulusal varlık fonları çok şeffaf olurken bazıları daha az şeffaf olabilmektedir. Örneğin, bir ulusal varlık fonu mevcut yatırımlarını, yönetim ve stratejilerini periyodik bir şekilde açıklarken, başka bir varlık fonu farklı saiklerle bu bilgileri özel tutabilmektedir. Sözkonusu endeks, ilgili fonun kamuya karşı şeffaflığı açısından gerekli görülen 10 temel kriter ile hesaplanmaktadır. Fonun şeffaf sayılabilmesi için sahip olması gereken minimum endeks değeri 8 olarak belirlenmiştir.

Aşağıda sunulan Tablo 5'de Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi hesaplamasında baz alınan kriter ve puanlar gösterilmiştir:

Tablo 5. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi Hesaplama Prensip ve Puanları

Linaburg - Maduell Şeffaflık Endeksi Prensipleri	Puan
Tarihsel olarak fonun kurulma nedeni, kaynakları ve kamu sahiplik yapısının paylaşılması	+1
Güncel olarak yıllık bağımsız denetim raporlarının paylaşılması	+1
Fonun sahip olduğu şirket paylarının yüzdesel olarak ve bunların coğrafi dağılımını paylaşılması	+1
Fon portföyünün toplam piyasa değeri, getirileri ve yönetim masraflarını paylaşılması	+1
Fonun etik standartlarına, yatırım politikalarına ve yönetilme esaslarına ilişkin kuralların paylaşılması	+1
Fonun strateji ve hedeflerinin net bir şekilde ifade edilmesi	+1
Varsa, fonun iştiraklerinin kimlikleri ve iletişim bilgilerinin net bir şekilde paylaşılması	+1
Varsa, fonun yabancı yöneticilerine ilişkin bilgilerin verilmesi	+1
Fonun kendine ait yönettiği bir internet sitesinin olması	+1
Fonun ana merkezinin adresi ve telefon-faks gibi iletişim bilgilerinin paylaşılması	+1

http://www.swfinstitute.org

Aşağıda sunulan Tablo 6, Mayıs 2017 itibariyle seçilmiş bazı ulusal varlık fonlarının menşei, hacmi, kuruluş yılı ve kaynağı hakkında veriler sunmaktadır.

Tablo 6. Bazı Varlık Fonlarının Menşei, Büyüklüğü, Kuruluş Yılı ve Kaynağı

Ülke	Varlık Fonu	Büyüklük (Milyar $)	Kuruluş	Kaynak
Norveç	Government Pension Fund-Global (Devlet Emeklilik Fonu)	922.11	1990	Petrol
BAE (Abu Dabi)	Abu Dhabi Investment Authority (Abu Dabi Yatırım Otoritesi)	828	1976	Petrol
Çin	China Investment Corporation (Çin Yatırım Şirketi)	813.8	2007	Emtia dışı
Kuveyt	Quwait Investment Authority (Kuveyt Yatırım Otoritesi)	524	1953	Petrol
Suudi Arabistan	SAMA Foreign Holdings (SAMA Dış Varlıklar)	514	1952	Petrol
Çin Hong-Kong	Monterary Investment Portfolio (Para Yatırım Portföyü)	456.6	1993	Emtia Dışı
Çin	China Investment Corporation (Çin Yatırım Şirketi)	441	1997	Emtia Dışı
Singapur	Singapore Investment Corporation (Singapur Yatırım Şirketi)	359	1981	Emtia Dışı
Katar	Qatar Investment Authority (Katar Yatırım Otoritesi)	320	2005	Petrol-Gaz
Çin	China National Security Fund (Çin Ulusal Güvenlik Fonu)	295	2000	Emtia

Kaynak: ”Sovereign Wealth Fund Rankings”, SWFI, http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings, 2017).
(Çalışmanın sonunda yer alan ek bölümünde ise Haziran 2016 tarihi itibariyle bütün varlık fonları hakkında detaylı bir tablo sunulmaktadır)

Ulusal varlık fonlarının yatırımlarının büyük çoğunluğunun dağıldığı sektörler sırasıyla finans, tüketim malları, teknoloji, endüstri, enerji olarak görülmektedir. Bölgesel olarak ise, fonlar genellikle Avrupa, Ortadoğu ve Afrika ülkeleri piyasalarında yatırım yapmaktadır. 2007 küresel ekonomik krizi ile birlikte ulusal varlık fon sayısı artışının yanında kaynaklarında da önemli bir değişim yaşanmıştır. 2005 yılında ulusal varlık fonlarının varlıkları %75 oranında emtiaya dayalı iken, 2010 yılında bu oran % 55’e gerilemiş ve bugün itibariyle aynı seviyelerde devam etmektedir. Bu değişimin arkasında, petrol fiyatlarının sözkonusu dönemlerde hızlı düşüşünün etkisi olduğu gözardı edilmemelidir.

Aşağıda sunulan Tablo 7’de, dünyada ulusal varlık fonlarının 2010 ve 2015 yılları için bölgesel dağılımı gösterilmektedir.

Tablo 7. Ulusal Varlık Fonlarının Bölgesel Dağılımı (%)

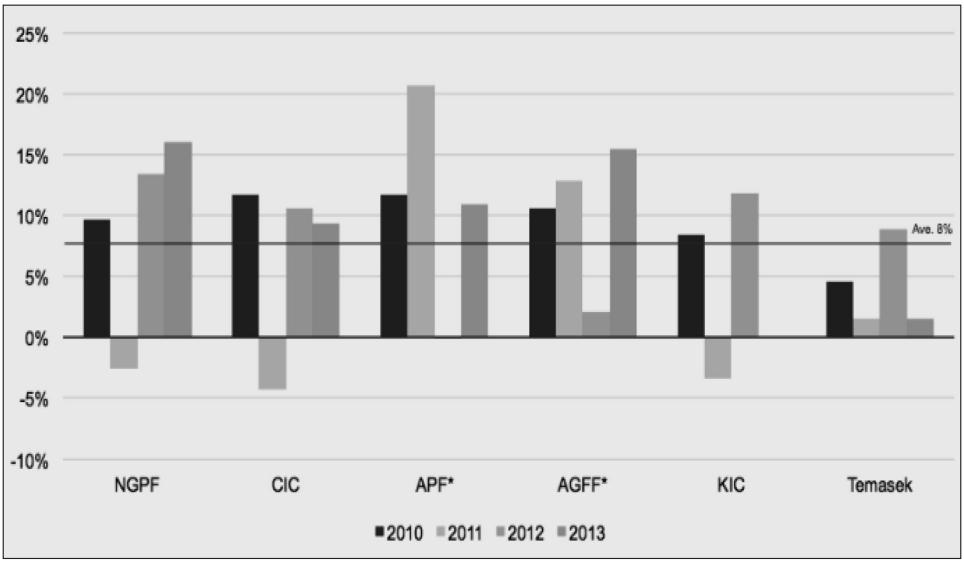
	Asya	Orta Doğu	Avrupa	Afrika	Diğerleri
2015	39.74	40.24	13.11	2.70	4.22
2010	39.76	39.06	15.08	1.80	3.30

Kaynak: Sovereign Wealth Fund Institute, http://www.swfinstitute.org (2015).

Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü raporlarına göre ulusal varlık fonları 2010 - 2013 yılları arasında yıllık ortalama %8 oranında getiri sağlamışlardır.[4] Bu performansın arkasında yatan temel neden olarak fonların sabit getirili enstrümanlardan alternatif yatırım araçlarına yönelmeleri gösterilmektedir. Grafik 5'ten de görüldüğü üzere, ulusal varlık fonlarının yatırım portföyünde hisse senetleri ağırlık kazanmış ve bunu sırasıyla özel piyasalar ve nakit sabit gelirler takip etmiştir.

Aşağıda Grafik 4, dünyada ulusal varlık fonlarının 2010 - 2013 arası yıllık getiri oranlarını, Grafik 5 ise 2010 - 2013 yılları arasında ulusal varlık fonlarının enstrümanlar itibariyle yatırım dağılımları göstermektedir.

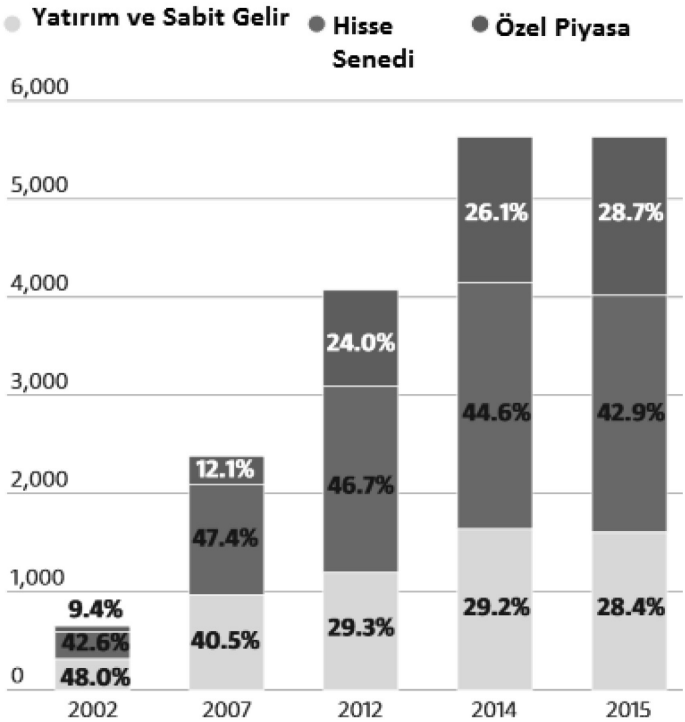
Grafik 4. Ulusal Varlık Fonları Yıllık Getiri Oranları (2010-2013)



Kaynak: Miceli vd., 2015
Not: Norveç Hükümet Emeklilik Fonu (NGPF), Çin Yatırım Şirketi (CIC), Alaska Süreklilik Fonu (APF). Avustralya Hükümet Gelecek Fonu (AGFF), Kore Yatırım Şirketi (KIC), Temasek Holding,

4 (http://www.swfinstitute.org).

Grafik 5. Ulusal Varlık Fonları Yatırım Dağılımı



Kaynak: Ulusal Varlık Merkezi, 2015, http://www.sovereignwealthcenter.com/

Bu bağlamda ifade etmek gerekir ki, Asya ülkelerinin birçoğu ihtiyari nedenlerden dolayı normalden daha fazla rezerv tutmaktadırlar. Bunun nedeni, sözkonusu rezervlerin düşük fakat sabit getirili yatırımlardan ziyade, ulusal varlık fonları üzerinden, agresif bir pozisyon alarak, daha yüksek getiri sağlayacak hisse senedi ve özel piyasa yatırımlarına tahvil edilerek değerlendirilmesi arzu ve tercihidir.

2.2. Ulusal Varlık Fonlarının Ekonomiye Olası Etkileri

Sahip oldukları esneklik, fon hacminin büyüklüğü ve yüksek alım gücü ulusal varlık fonlarını, ekonomi politikaları üzerinde etkili kılarken, küresel piyasaların da aktif birer oyuncusu yapmıştır. Yukarıda da ifade edildiği gibi, ülkelerin ulusal varlık fonlarını kurup hayata geçirmelerindeki hedefler arasında, daha uzun vadeli ve etkin büyüme stratejileri oluşturmak istemeleri özel bir yer tutmaktadır. Denilebilir ki, ulusal varlık fonu ile kaynakların daha verimli ve etkin kullanılması ve böylece ekonomik büyüme

potansiyelinin ortaya çıkarılması amaçlanmaktadır. Ekonominin karşılaşacağı sıkıntılı durumların ve kamu kaynaklarında ve ekonomik göstergelerde ortaya çıkabilecek dönemsel dalgalanmaların yayacağı negatif etkileri azaltmak ve gerektiğinde, piyasalara likidite arzetmek de dahil, gerekli müdahalelerin yapılarak piyasalarda istikrarın oluşmasına katkı sağlamak bir diğer önemli amaç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıda sıralanan amaçlarla birlikte, özellikle sınırlı ve tükenebilir hammadde ihracatına dayanan ekonomiler için üretim yapılarında çeşitlilik yaratmak; bütçe fazlalarına ve yabancı para cinsinden rezerv biriktirmeye dayanan geleneksel yöntemlerin dışında yeni yatırım araçları keşfederek ekonomilerin uzun vadede karşı karşıya kalabileceği risklere karşı savunma stratejileri oluşturmak; stratejik sektörler ve sanayi kolları ekseninde ulusal ekonomiyi yönlendirmek, bu alanlarda yatırımları teşvik etmek ve günümüz küresel koşullarında ekonomik kalkınmanın ve ticaretin sürükleyici gücü olabilecek bazı ekonomik yatırımlar yapmak da ulusal varlık fonlarının ülke ekonomilerine faydaları arasında sayılabilir (Megginson ve Potak, 2014).

Mali piyasaların karşılaştığı sistemik risklerin azaltılması ve bu piyasalarda faaliyet gösteren firmalara gerektiğinde fon sağlanması, ulusal altyapı projelerinin geliştirilmesi ve merkez bankalarında oluşan fazla likiditenin değerlendirmesi yoluyla ekonomik katkılar sağlayacağı beklentisi, ulusal varlık fonlarının cazibesini artıran faktörler olarak görülebilir (Dedu, Nitescu, 2014).

Tabidir ki, ulusal varlık fonlarının makroekonomik büyüme ve istikrara katkı sağlaması, ilgili ülkenin para, maliye ve dış ticaret politikalarıyla uyumlu ve koordinasyon içinde olmalarına bağlıdır. Aynı şekilde, ulusal varlık fonlarının şeffaf, etkin, profesyonel ve verimli çalışma prensip ve stratejilerine bağlı olarak yönetilmeleri, sözkonusu bu potansiyel pozitif etki ve katkıları artıracaktır.

Sayılan onca faydalarının yanında ulusal varlık fonlarına, azda olsa, bazı eleştiriler de yapılmaktadır. Fonların profesyonellik ve kurumsallıktan uzak ve kötü bir şekilde yönetilmesi ve imkanlarının siyasi amaçlar için kullanılması, büyük beklentilerle kurulan fonların, fayda yerine ekonomiye ciddi zararlar vereceği aşikardır. Bu ihtimaller çerçevesinde, ülkenin varlıklarının heba edilmesi ve piyasalarda yapacağı olası tahribat ile finansal korumacılı-

ğı arttırma potansiyelii ve yatırım yapılan ile yapan ülkeler arasındaki çıkar çatışması gibi nedenlerle sözkonusu bu fonlar ciddi eleştirilere de maruz kalmaktadır.

Diğer taraftan, bilindiği gibi ulusal varlık fonları, yönettikleri menkul varlıkları kullanarak ihtiyaç olduğu dönemlerde piyasalara likidite sağlayabilecekleri gibi, ellerindeki menkul değerleri satarak piyasadan çıkabilirler de. İşte ellerindeki varlıkları satmaları durumunda, bunun diğer piyasa oyuncuları tarafından bir kaçış sinyali olarak algılanabileceği ve toplu kaçışlara neden olup mali istikrarsızlıklar yaratabileceği[5] hususu da, ulusal varlık fonlarına yapılan temel eleştirilerden birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Aynı şekilde, piyasalarda uzun-alıcı pozisyonda olmaları da, diğer piyasa oyuncuları açısından önemli bir sinyal özelliği taşıyacaktır. Yapılan çalışmalarda ulusal varlık fonlarının bir şirketin hisse senetlerine yatırım yapıyor olmasının, bu şirketin hisse senetlerinin değerini % 15 ila % 20'si arasında artırdığına yönelik sonuçlar bulunmuştur (Fernandes, 2009).

Son yıllarda uluslararası finansal sistemin en göz çarpıcı özelliklerinden biri yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülkelerdeki döviz rezervi birikimindeki artış olmuştur. Uluslararası Para Fonu (IMF) verilerine göre 2009 - 2015 yılları arasında küresel rezerv miktarı 5,5 trilyon dolar seviyesinden 8 trilyon doları aşan bir seviyeye yükselerek yıllık ortalama %8'den fazla bir artış göstermiştir. Sözkonusu bu toplam rezerv varlık miktarının %63'den fazlasının gelişmekte olan ülkelerde toplandığı dikkat çekmektedir.

Aşağıda sunulan Tablo 8'de, 2009- 2015 yılları arasında ulusal varlık fonlarının resmi rezerv miktarları gösterilmektedir.

Tablo 8. Resmi Rezerv Varlıkları(Altın Hariç, Milyar Dolar)

	2009	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Tüm Ülkeler	5447.6	6264.3	6939.3	7420.8	7874.5	8272.4	8135.3
Gelişmiş Ülkeler	1938.1 **(%36)**	2181.1	2423.6	2615.1	2682.9	2848.5	3029.9 **(%37)**
Gelişmekte Olan Ülkeler	3509.5 **(%64)**	4083.2	4515.7	4805.7	5191.6	5423.9	5105.4 **(%63)**

Kaynak: International Monetary Fund, International Financial Statistics

5 Bknz, https://www.cgdev.org/sites/default/files/sovereign-wealth-funds-risks-opportunities_0.pdf

Gelişmekte olan ülkelerde döviz rezervi birikiminin arkasında yatan temel ekonomik motivasyon rekabet ve risk yönetimidir. Asya ülkelerinin ihracata dayalı büyüme modeli, sözkonusu bu ilkelerin cari fazla vermelerine yol açarken, diğer taraftan aşırı rezerv birikiminin maliyetleri de gözden kaçmamaktadır. Bu itibarla, bu ülkelerde döviz rezerv birikimlerinin farklı alanlarda kullanılarak değerlendirilmesi ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Sözkonusu amaca matuf olarak bu ülkelerin ulusal varlık fonları, rezervlerinin daha etkin ve getirisi daha yüksek olan alanlarda kullanılması ve döviz birikimlerinin satın alma gücünü kaybetmemesi ve döviz kuru riskini azaltması hedefi doğrultusunda oluşturulan bir yatırım aracı olarak tasarlanmıştır.

Tasarruf yetersizliği olan ekonomilerde, yabancı sermaye hareketlerine bağlı olarak oluşan rezerv artışının, enflasyon, spekülatif balonlar, döviz kurunun oynaklığı ve finansal sektördeki dengesizlik gibi olumsuz etkileri de bulunabilmektedir. Sermaye girişleri, gerekli tedbirlerin alınamaması ve gelen sermeyenin ekonomik rasyonelite çerçevesinde kullanılmaması durumlarında, kur üzerinden dış ticaret açığına yol açabilmekte ve potansiyel bir finansal istikrarsızlık nedeni olarak ortaya çıkabilmektedir. Sermaye çıkışları ise, ulusal paranın değerini düşürüp dış ticaret üzerinde olumlu etkiler ortaya çıkarabilirken, dış borçların ulusal para cinsinden değerini arttırdığı için, kamu kesimi ve özel sektör borçlanma seviyesini artırmaktadır. Bu yüzden, ülke para otoriteleri sterilizasyon politikaları uygulayarak sermaye girişlerinin negatif etkilerini dengelemek zorunda kalmaktadırlar. Para politikasının istikrarı için gerekli görülen döviz rezervi birikiminin maliyeti, bu politikaların uzun dönemde de sürdürülebilirliği konusunda tartışmalar yaratmıştır. Bilindiği üzere, sterilizasyon politikalarına bağlı merkez bankalarının yabancı rezervlerindeki artışın maliyeti, bu varlıkların getirisiyle yabancı kredi alımları arasındaki farka eşittir (Rodrik, 2006).

Aynı zamanda aşırı rezerv birikimi, Asya ülkelerinde olduğu gibi, ekonomik krizlerin ortaya çıkmasına ve ülke ekonomisinin otonomisinin zayıflamasına da neden olabilmektedir.

Bu bağlamda ulusal varlık fonları, yabancı sermaye yönetimi açısından alternatif bir politika aracı olarak önem arzetmektedir. Bu yol ile, ulusal para politikasına müdahale etmeksizin yabancı sermaye transferi ve tahsisi

mümkün olmaktadır. Bu amaçla ulusal varlık fonlarının iki önemli faydası ortaya çıkacaktır;

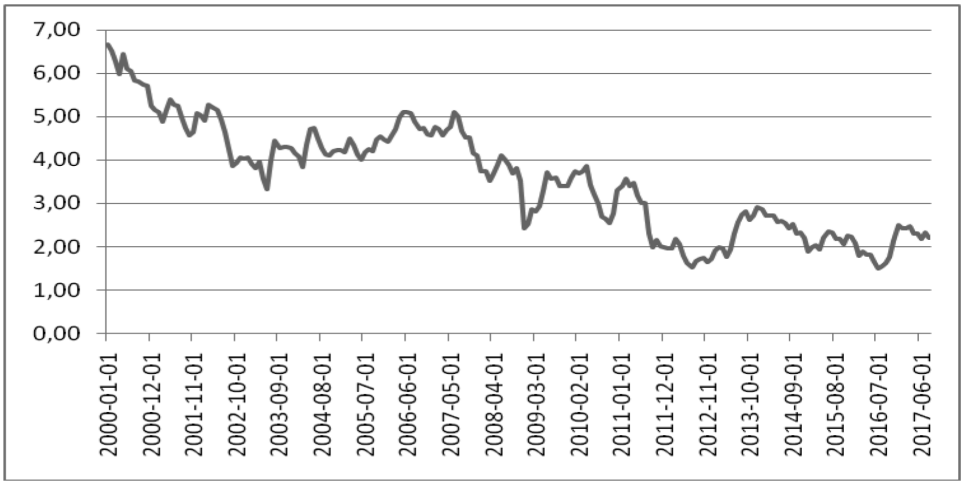
- Bunlardan ilki, döviz rezervi istikrarından gelecek enflasyon azaltıcı etki olup, bu durum ülke ekonomisinin rekabetinin artmasına neden olacaktır.
- İkinci olarak, ulusal varlık fonlarına bağlı gerçekleşecek kur sterilizasyonu, ulusal sermayenin dağılımının yüksek getirili alanlara aktarılmasına neden olacaktır.

Denilebilir ki, ulusal varlık fonları, para politikaları tarafından uygulanan alternatif sterilisazyon araçlarıdır (Areaza, vd., 2009). Zira, açık para piyasası işlemleri, döviz kuru müdahaleleri, bankaların rezervlerindeki değişim ve yabancı sermayenin vergilendirilmesi uzun dönemde maliyetli ve uygulaması zor işlemlerdir. Bu nedenlerin de etkisiyle, ulusal varlık fonları, hem alternatif yatırım araçları olarak hem de emtia ve emtia dışı kaynaklardan elde edilen gelirlerin ve tasarrufların gelecek nesillere transfer edilmesi ve ekonomik dalgalanmalara bağlı sorunların çözümünde sunduğu esneklik ve hareket kabiliyeti nedeniyle tercih edilen ve uygulama alanı oldukça genişleyen fonlar olarak karşımıza çıkmakta ve uluslararası piyasalarda görünürlülüğü ve dahi etkisi özellikle son yıllarda ciddi anlamda artmaktadır.

Özellikle ihracat artışı ile cari fazlanın ortaya çıktığı gelişmekte ve yükselen ekonomilerde, son zamanlara görülen petrol fiyatlarındaki düşüşlerle birlikte, artan sermaye hareketliliği ve yüksek büyümeler elde edilmiş ve fon rezervleri artırılmıştır. Düşük piyasa getirileri yüzünden sözkonusu bu ülkeler, ulusal varlık fonları aracılığıyla, rezervlerini alternatif yatırım araçlarına yönlendirmiş ve var olan yatırım portföylerine yeni varlık gruplarını ve enstrümanları dâhil etmişlerdir.

Gelişmekte olan ve yükselen ekonomiler, değersiz kur ile elde ettikleri ticaret fazlalarını önceleri ABD tahvillerine ve benzeri kâğıtlara yönlendirmiş fakat bu tercih, aşağıda Grafik 6'dan da anlaşılacağı üzere, düşük getiriler ile sonuçlanmıştır. Bu düşük getiriler ise, yatırımcıları daha yüksek getiri arayışına itmiştir (De Larosière, 2009).

Grafik 6. ABD 10 Yıllık Tahvil Getiri Oranları



Kaynak: FRED Ekonomik Veri

Yukarıda ifade edilen ve para politikasına alternatif ve bir nevi yardımcı bir fonksiyon icra eden ulusal varlık fonları, aynı şekilde maliye politikasına da alternatif ve yardımcı olabilmektedir. Nitekim, ulusal varlık fonları, mali yönden iç ve dış şoklardan gelen negatif etkilerin azaltılarak ekonomik direncin artmasına ve ülkenin bütçe disiplininden sapmadan ekonomik istikrar hedefinin kalıcı kılınmasına da uygun bir yapıda olup, bu amaçlara hizmet edecek esneklik ve kabiliyete de sahiptirler. Ulusal varlık fonlarının uyguladığı stratejilerin sonuçları, makroekonomik istikrar açısından, ekonomik krizlerin yol açtığı durgunluğa müdahale eden genişletici maliye politikası ile toplam talebin arttırılmasından daha az risklidir. Bunu destekleyen pratik bir örnek olarak, Avustralya, Yeni Zelanda ve Norveç'in, küresel finansal krizin tüketim ve talep üzerindeki olumsuz etkisini çözmek için, 2009 yılındaki ulusal varlık fonlarının rezervleri ile müdahalesi verilebilir. Bu müdahale, şüphesiz fiyatların daha fazla düşmesini engellemiş ve böylece istikrarın tesisine önemli katkı sağlamıştır. Bu örneğin de gösterdiği gibi, hükümetler krize sahip oldukları varlık fonu ile müdahale ederek, bütçe açığı ve rezervlerinde oluşacak azalma riskini de azaltmış olacaklardır. Diğer yandan, kriz dönemlerinde ortaya çıkan finansal dalgalanmaları normalleştirme adına, uzun dönem yatırımlarını teşvik eden ulusal varlık fonları, piyasaya likidite sunmak suretiyle kaynak dağılımının da daha etkin olmasına katkıda bulunacaktır. İcra ettiği tüm bu fonksiyonları ve ortaya çı-

kardığı sonuçları itibariyle denebilir ki, ulusal varlık fonları, ülkelerin ekonomik, finansal ve politik amaçlarına gerektiğinde destek olması ve piyasanın ihtiyaç duyduğu enstrümanları devreye almasıyla, geleneksel ekonomi politikalarını ya ikame edici yada tamamlayıcı görevler ifa edebilmektedir.

Aşağıda ulusal varlık fonlarının makroekonomik politika ve amaçlara olan muhtemel etkileri kısaca tartışılacaktır.

✓ **Fonun Enflasyonla Mücadele Etkisi:**

Ekonomiye dışarıdan gelen yabancı sermaye, esnek döviz kuru sisteminde para arzında meydana gelen değişimlere bağlı olarak enflasyonist etkilere neden olabilmektedir (Gruben, vd., 1995). Bu gibi durumlarda kredi mekanizmasıyla talep artışı, eğer ulusal üretim artışıyla dengelenmezse, fiyatlar üzerindeki baskının daha fazla artmasına neden olacaktır.

Yabancı sermaye artışını sağlamak için faiz oranları yükseltmek ulusal paranın değerlenmesine yol açarak ticarete konu olan malların fiyatlarının yükselmesine, rekabet gücünün azalmasına ve böylece cari açığın yükselmesini tetikleyebilecektir.

Ulusal varlık fonları, gelen yabancı sermayenin ulusal paraya çevrilip harcanması yerine, döviz seklinde tutularak yurtdışında alternatif yatırımlara yönlendirilmesine aracılık edebilir ve böylece enflasyonun yükselmesine karşı bir araç olarak kullanılabilir. Bu durumda fon, yabancı sermayenin ulusal talep ve enflasyonu arttırmasına karşı bir tampon görevi üstlenecektir.

Pricewaterhouse Coopers (PwC) makroekonomi çalışma grubu tarafından 2011 yılında yapılan, 51 ülke ve 1980 - 2011 yıllarını kapsayan, analizinde gösterilmiştir ki, ulusal varlık fonuna sahip ülkeler, varlık fonu bulunmayan ülkelere karşı daha düşük enflasyon oranlarına sahip olmaktadır.[6] Aynı zamanda, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde kur hedeflemesi rejimi bırakıldığı için, merkez bankaları kur istikrarı olarak likitide yönetimini etkin kullanamamaktadırlar.

6 PwC Macro Consulting (2011), The impact of Sovereign Wealth Funds on economic success, https://www.pwc.com.cy/en/issues/assets/sovereign-funds.pdf

Bunun yerine, özellikle enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde, ulusal varlık fonlarını kullanmak, yabancı sermaye şoklarına karşı alternatif bir likitede yönetimi olacağından, uluslararası rezervlerini yönetme hususunda, merkez bankalarına ellerini rahatlatma imkanı sunabilecektir.

- ✓ **Fonun Hükümet Borçlanma Maliyetlerine Etkisi:**

2008 küresel krizinde olduğu gibi, likitedenin daraldığı dönemlerde hükümetler, kritik yatırım projeleri için borçlanma ve finansman konusunda büyük zorluklar çekmişler ve maliyetlerin artmasıyla finansmanın çeşitlendirilmesi yönünde farklı arayışlara girmişlerdir. Aynı zamanda, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, yatırım dışlamasına neden olan yüksek iç borçlanmalar, faizlerin yükselmesine de neden olabilmektedirler. Ulusal varlık fonları, bir nevi finansal istikrar mekanizması olarak devreye girerek altyapı yatırımlarına ve benzer projelere kaynak sağlamaktadırlar. Böylece, fon sayesinde ülkeler gerektiğinde fondan borçlanabilmekte ve böylece kredi finansmanı için rekabetin artması sağlanmış olmaktadır. Denilebilir ki, iyi yönetilen ulusal varlık fonları, bir taraftan ülkenin kredi notunu yükseltirken, diğer taraftan borçlanma maliyetlerinin düşmesine de katkı sağlamaktadır.

- ✓ **Fonun Döviz Kuru İstikrar Etkisi:**

Ekonomiye yabancı sermaye girişinin, literatürde ifade edilen bir çok faydasının yanında, ulusal paranın değerlenmesine ve böylece ihracatta önemli sektörlerin rekabet gücünü ve üretimi olumsuz etkileyen, literatürde Hollanda Hastalığı (Dutch Disease) olarak bilinen zararları da olabilmektedir (Berke, 2016).

Bilindiği gibi, yabancı sermaye girişi, ulusal para satın alınması için kullanıldığında, kurun değerlenmesine ve enflasyon üzerinden üretim mallarının maliyetlerini arttırarak uluslararası rekabetin düşmesine sebep olacaktır.

Ulusal varlık fonları ile yabancı sermaye, ulusal paraya dönüşmeden yatırım amaçlı yabancı döviz cinsinden değerlendirilerek ulusal paranın değer kazanması engellenmiş ve talep baskılanmış olacaktır. Bu

yöntem, kur yönetim politikası olarak, Çin başta olmak üzere Asya ülkelerince, ihracat rekabetini korumak için önemli bir enstrüman olarak kullanılmaktadır.

- ✓ **Fonun Şeffaflık İlkesine Etkisi:**

  Siyasi istikrar, kurala dayalı sistem, doğru yapılanma, uluslararası denetime bağlılık, ülkelerin finansal politikasında şeffaflığa yol açacak ve bu da yolsuzluğun azalmasına neden olacaktır. Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWF Institute), üye olan ulusal varlık fonları için uyguladığı Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi ile sözkonusu fonların şeffaflık seviyesini piyasaya ilan etmektedir. Bu endeks ve Truman skoru gibi ölçümler, aşağıda açıklanacak olan Santiago kriterlerine uyum sağlamaya çalışan ulusal varlık fonlarının, düzenli şekilde hazırlayacakları raporlar ile, hesap verilebilirlik ve şeffaflık konusunda bir standart oluşturmalarına da katkı sağlayacaktır. Bu çerçevede belirlenecek fon yönetim kurulu, çalışanları ve hissedarlarının vizyonları, sorumlulukları, hukuki yapısı ve yönetişim kuralları, şeffaflık kriterlerinin güçlendirilmesine ve yolsuzluk için hareket alanının azalmasına eşlik edecektir.

2.3. Ulusal Varlık Fonları Tartışması: Kaygılar ve Eleştiriler

Ülkeler ulusal varlık fonlarını farklı kaynaklardan elde edilen tasarrufları ekonomik istikrar sağlamak, mali krizlerden korunmak ve gelecek nesillere refah transferi gibi amaçlarla kurarlar. Kapitalizm-içi reformlardan biri olan ve devlet küreselleşmesinin vücut bulduğu bir araç olan bu fonlar, aynı zamanda dünya ekonomisinde gelir paylaşımı ve rekabet açısından da yeni bir paradigma olarak karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu fonlar, özellikle Kasım 2007 sonrasında, eşik altı ipotek kredilerinden kaynaklanan zararlarla boğuşan Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve Avrupa Birliği (AB) finans kuruluşlarına yönelik sermaye aktarımları nedeniyle giderek artan ölçüde dikkat çekmektedir (Akbulak, 2008). Ulusal varlık fonlarının yatırım kararları, bir çok piyasa oyuncusunu; devletleri, bireyleri ve finansal piyasalardaki katılımcıları ve çıkarlarını etkilediğinden, dikkatle takip edilmektedir. Daha önce ifade edildiği gibi, kötü yönetilmesi ve siyasi amaçlar için kullanılması durumunda, ülkenin varlıklarının heba edilmesi ve piyasalarda yapacağı olası tahribat, finansal korumacılığı arttırma ihtimali ve

yatırım yapılan ile yapan ülkeler arasındaki çıkar çatışması gibi nedenlerle sözkonusu bu fonlar ciddi eleştirilere de maruz kalmaktadır.

Ulusal varlık fonları tarafından yatırımların kötü yönetimi, ev sahibi ülke vatandaşlarının finansal ve ekonomik çıkarları için bir tehdit unsuru olabilecektir. Bu yönü itibariyle, fon yönetiminin şeffaflık ve hesap verebilirlilik ilkelerine dayalı olması önem arzetmektedir. Ancak, diğer yandan, sözkonusu bu fonlar ülkelerin bir nevi ekonomik güvenlik saikiyle kullandıkları birer silah olabilme özellikleri itibariyle, şeffaf olmaması ve hesap verilmemesi gerektiği yönünde görüşler de dillendirilebilmektedir.

Afrika, Körfez ve Latin Amerika ülkelerinde ulusal varlık fonlarının genellikle hükümetlerin etkisinde olması ve yönetim - yatırım kararlarının kamu tarafından denetiminin yeterince sağlanamaması, bu fonların şeffaflıktan ve hesap verilebilirlikten uzak olduğu yönünde eleştirilmesine yol açmaktadır. Yine Rusya hükümeti hiçbir açıklama yapmadan Varlık Fonundan 10 milyar dolar çekmesi, hesap verebilirlik ilkesinin çalışmadığı yönündeki görüşlere somut bir örnektir (Chatham, 2014).

Şeffaflık ilkesi, devletin görev ve fonksiyonlarının, kamu ekonomisine ve kamu mali yönetimine ilişkin bilgiler ile hesaplarının sistematik, açık ve anlaşılır bir biçimde kamuoyunun bilgisine sunulmasını ifade eder (Ceritli, 2012). Mali saydamlığı sağlayabilmek için, raporlama, mali istatistikler oluşturma ve faaliyet raporları düzenleme ve yayımlama süreçlerinin standartlara uygun ve ulaşılabilir olması lazımdır. Hesap verilebilirlik ilkesi ise, kendilerine kaynak tahsis edilenlerin ya da yetki verilenlerin bu kaynakları ve yetkileri ne kadar iyi kullandıklarını sergileme sorumluluğunu ifade eder (Gülşen, 2006).

Ulusal varlık fonları açısından, şeffaflık ise aşağıdaki kriterleri ifade etmektedir:

- Rol ve sorumlulukların açıkça belirlenmesi: Hükümet, merkez bankası ve fon yöneticileri arasındaki ilişkiler, roller ve sorumluluklar belirlenmeli, aynı zamanda diğer kurumlarla olan ilişkiler açık bir şekilde tanımlanmalıdır.
- Kamu bilgilendirme mekanizmasının etkin çalışması: Yönetim faaliyetleri, fon varlık ve yatırım işlemlerinin hukuki olarak kamuya ko-

lay erişim mekanizmasının sağlanması gerekmektedir. Hükümet elde edilen gelirleri ve giderleri, yapılan denetim sonuçlarını ve yazılan raporları kamuoyu ile paylaşmalıdır.

- Açık karar alma süreci ve raporlama: Kamusal kaynak gelirlerinin sosyal ve ekonomik amaçlarını etkin bir şekilde karşıladığını garantilemelidir. Tasarruf ve istikrar fonu kamu maliye politikasının içsel bir parçası olmalı ve varlıkları tam olarak kamu ile paylaşılmalıdır.
- Bütünlük garantisi: Fon faaliyetleri Uluslararası Bağımsız Denetim Standartlarına uygun gerçekleştirilmeli ve bu faaliyetlerin, hesap verilebilirlik prensibi açısından, kamu ile paylaşılmalarını mümkün kılan bir gözetim mekanizması olmalıdır.

Şeffaflık ilkesinin etkin şekilde çalışması, fon kaynaklarının sürdürülebilirliği, finansal krizlerin önlenmesi, yatırımcıların güvenliği ve hesap verebilirlik açısından olumlu gelişmeleri de beraberinde getirecektir (IMF, 2007).

Bu yüzden, 2009 yılında kurulan Uluslararası Egemen Varlık Fonları Forumu (UEVFF) kapsamında, Santiago İlkeleri oluşturulmuş ve fonların yönetişim, şeffaflık ve hesap verilebilirlik kriterlerine göre uyması gereken 24 prensip belirlenmiştir. Bu kriterler iki temel kaygıdan dolayı oluşturulmuştur;

- Gittikçe artan fon gelirlerinin politik ve stratejik amaçlar için kullanılması kaygısı,
- 2009 yılında 5.9 trilyon dolara ulasan ve bunun yaklaşık 4 trilyonun yurtdışında değerlendirilmesinden dolayı yanlış yönetilmesinin finansal bir krize yol açma riski.

Bu prensipler ulusal varlık fonlarının şeffaf işlem yapması ve finansal getirilerinin sağlıklı sürdürülmesini sağlamak amacıyla dizayn edilmiştir. Böylece, bir yandan açıklık ve izlenebilirlik sağlanırken, diğer yandan yatırımların yanlış yönlendirildiği yönünde olası yatırımcı algısı da engellenmiş olacaktır.

Santiago prensipleri, fon yönetiminin hesap verilebilirlik ve şeffaflık ilkesine uyumunu ön plana çıkarmaktadır. Bunun yanında, fonların yöneti-

minde keyfi davranılması, siyasi etkilerin geçerlilik kazanması ya da mali ve ekonomik koşullar açısından uygun olacak doğru kararların verilmemesi, fon kaynaklarının yanlış yönetimi gibi ihtimal ve risklerin asgariye indirilmesi hedeflenmiştir (Nas, 2017).

Ulusal varlık fonlarının şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeylerini ölçen iki temel gösterge aracı bulunmaktadır. Bunlardan ilki Linaburg-Maduell şeffaflık endeksi olup fonların kamuoyu ile bilgi paylaşımını 1 (kötü) ile 10 (iyi) arasında notlamaktadır. 2013 sonuçlarında, ABD ve Avrupa fonları yüksek puanlar alırken Ortadoğu, Latin Amerika ve Doğu Asya ülkeleri düşük notlar almıştır.[7]

Santiago prensiplerinin yanında Uluslararası Egemen Varlık Fonları Forumuna üye ülkeleri yönetişim ve hesap verilebilirlik açısından değerlendiren diğer gösterge ise Truman Skoru olup, Edwin Truman tarafından 2008 yılında geliştirilmiştir (Truman, 2008, 2011).

Truman, ulusal varlık fonları skor analizinde, 2007 - 2012 yılları arasında Ulusal Varlık Fonu Forumuna üye ülkelerin skorlarının ortalama %17 arttığını, olmayanların ise artış oranın %5'lerde kaldığını göstermektedir. Diğer yandan, Katar ve Birleşik Arap Emirlikleri gibi bu prensiplerinin çoğuna uymayan fonların uluslararası kredibiletisini kaybettiği görülmektedir.

Öngörülen amaçlara ulaşmak için fon için mali ve yönetişim kurallarıyla içsel mekanizmalar geliştirmek ve fonu genel kabul görmüş standartlar doğrultusunda kurallara uygun yönetmek gerekmektedir. Şeffaflık ve hesap verilebilirlik, bu adımlara ulaşmayı destekleyecek temel ilkelerdir. Örneğin, Norveç istikrarlı ve demokratik politik sisteme sahip olup hükümet, yüksek oranda şeffaflık ve hesap verebilirlik özelliğine sahiptir. Fon'un işlemleri ve finansal faaliyet sonuçları periyodik dönemlerlbarladıre raporlar halinde kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Fon, hem ulusal, hem de uluslararası standartlarda yapılan denetimlerle takip edilmektedir. Bu itibarladır ki, Norveç Ulusal Varlık Fonu, dünyanın en şeffaf varlık fonu olup, aynı zamanda en başarılı fonlar arasındadır.

Ulusal varlık fonlarına yönelik bir temel eleştiri konusu, yatırım kararlarını ekonomik rasyoneliteden çok siyasi çıkarlara göre alma potansiyeline

7 (http://www.transparency.org/cpi2013/results).

sahip olma riskleridir. Ulusal varlık fonlarının satın aldıkları şirketler aracılığıyla ilerleyen süreçte yatırım yaptıkları ülkenin piyasalarına veya para birimine yönelik spekülatif saldırılar yapabilecekleri endişesi de, yer yer dillendirilen eleştiriler arasında yer almaktatır. (Yalçıner ve Sürekli, 2015).

Ulusal varlık fonlarının hükümete bağımlı olmaları, yatırım kararlarını alma sürecini etkileyebilecektir. 2008 küresel kriziyle oluşan süreçte, bazı ulusal varlık fonlarından kaynak aktarılması, küresel finans sisteminde yeni bir paradigmanın oluşmasına neden olmuştur. "Minimal devlet" anlayışıyla 1980'lerin başından itibaren hakim olan neoliberal paradigma, devleti her ne kadar ekonomik alandan dışlıyor gibi görünse de, gelişmekte olan ülkeler üzerinden yükselen yeni nesil devlet kapitalizmi, devletin girişimci olarak ekonomide yer aldığı bir düzenin habercisi olmuş ve bunun da en önemli araçlarından birisi, belki de en önemlisi, olan ulusal varlık fonları piyasadaki yerini almıştır (Simsek, 2017).

3. ULUSAL VARLIK FONLARI EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: AMPİRİK BİR ANALİZ

Türkiye Varlık Fonunun yeni kurulmuş olması, Türkiye ekonomisi için uygulamalı bir analizi mümkün kılmamaktadır. Bir başka ifadeyle, Türkiye'de varlık fonu ile ilgili uygulamalı bir modelleme yapmak için gerekli veri seti oluşmamıştır. Ancak, Türkiye ile benzer özellikler taşıyan ve daha önce ulusal varlık fonlarını kurmuş ülkeler için sözkonusu uygulamalı bir modelleme çalışmasıyla Türkiye ekonomisi için potansiyel etki analizi ve projeksiyon çalışması yapmak mümkündür.

Bu çalışmayla Türkiye ekonomisi ile makroekonomik benzerlik gösteren ve varlık fonuna sahip 11 ülkenin data seti kullanılmak suretiyle, ulusal varlık fonlarının ekonomik büyümeye katkısı olup olmadığı incelenmiş ve Türkiye ekonomisi için çıkarımlar yapılmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın literatüre birçok açıdan katkısı bulunmaktadır. Araştırmalarımıza göre, literatürde daha önce yapılmış ve ulusal varlık fonlarının ekonomik büyüme üzerine etkisini inceleyen herhangi bir çalışma gözükmemektedir. Dolayısıyla bu çalışma ile Türkiye'ye benzer makroekonomik özellikler gösteren ve varlık fonuna sahip ülkeler için (cari işlemler açığı ve/veya bütçe açığı veren, emtia ihracatçısı olmayan, enflasyon hedeflemesi uygulayan) ulusal varlık fonunun ekonomik büyüme üzerine olan etkisi ilk defa incelenmiştir. Ayrıca bu çalışma, verilerde yatay kesit bağımlılığı ve eğim heterojenliği bulunduğu için ikinci nesil panel veri yöntemleri kullanılarak ulusal varlık fonu konusunun incelendiği ilk çalışmadır.

3.1. Veri ve Yöntem

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisi ile benzerlik gösteren; cari işlemler açığı ve/veya bütçe açığı veren, emtia ihracatçısı olmayan, enflasyon hedeflemesi uygulayan varlık fonuna sahip 11 ülkenin (Brezilya, Malezya, Avustralya, Peru, İrlanda, Yeni Zelanda, Bolivya, Nijerya, Bahreyn, Pana-

ma ve Senegal) 1980 - 2015 yıllarını kapsayan veri setiyle, ulusal varlık fonlarının ekonomik büyümeye katkısı olup olmadığı incelenmiştir.

Çalışmada değişkenler olarak; sabit fiyatlarla GSYH, sabit fiyatlarla sabit sermaye yatırımları, sabit fiyatlarla devlet harcamaları ve sabit fiyatlarla mal ve hizmet ihracatı değişkenleri kullanılmıştır. Kullanılan tüm veriler Dünya Bankası WDI (World Development Indicator) veritabanından elde edilmiştir. Varlık fonu değişkeni (gölge değişken), her bir ülke için varlık fonu kurulmadan önce sıfır (0), kurulduktan sonra ise bir (1) olacak şekilde tanımlanmıştır. Esneklik değerleriyle çalışmak için literatüre paralel olarak tüm değişkenlerin doğal logaritmaları kullanılmıştır. Değişkenler, durağan olmadığından ve aralarında eş bütünleşme ilişkisi bulunmadığından, nihai modelde birinci farkları alınarak, yani değişkenlerin büyüme oranları, kullanılmıştır.

Aşağıda Tablo 9'da, kullanılan verilerin tanımlayıcı istatistikleri sunulmaktadır.

Tablo 9. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Std. Sapma	Min	Max
LY (Sabit Fiyatlarla GSYH)	396	25.096	1.680	28.516	22.323
LSER (Sabit Fiyatlarla Sabit Sermaye Yatırımı)	396	3.020	0.338	3.785	1.697
LIHR (Sabit Fiyatlarla Mal ve Hizmet İhracatı)	396	3.520	0.709	4.876	1.906
LDEV (Sabit Fiyatlarla Devlet Harcamaları)	396	2.681	0.299	3.561	1.575

Varlık fonunun ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz etmek için (1) numaralı denklem kullanılmıştır:

$$d(\mathrm{LY})_{it} = \lambda_i d_t + \alpha_{1i} d(\mathrm{LSER})_{it} + \alpha_{2i} d(\mathrm{LIHR})_{it} + \alpha_{3i} d(\mathrm{LDEV})_{it} + \alpha_{4i} (\mathrm{VF})_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$u_{it} = \theta_i f_t + \varepsilon_{it}, \qquad i = 1,2,\ldots,N \text{ and } t = 1,2,\ldots T$$

Denklemde LY, sabit fiyatlarla GSYH'nın logaritmasını; LSER, sabit fi-

yatlarla sabit sermaye yatırımlarının logaritmasını; LIHR, sabit fiyatlarla mal ve hizmet ihracatının logaritmasını; LDEV, sabit fiyatlarla devlet harcamalarının logaritmasını; d_t ve f_t gözlemlenen ve gözlemlenemeyen ortak etkileri; ve ε_{it} ise hata terimini göstermektedir.

Uygulamalı analizde öncelikle değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı (cross sectional dependency) araştırılmıştır. Yatay kesit bağımlılığı önemli bir problemdir ve panel veri ekonometrisinde modelleme aşamasına geçmeden önce, yatay kesit bağımlılığı olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Geleneksel (birinci nesil) panel veri modellerinde, hata terimleri arasında yatay kesit bağımlılığı bulunmadığı ve eğimlerin homojenliği varsayımı yapılmaktadır. Veriye ulaşım kolaylaştıkça, daha yüksek zaman ve yatay kesit içeren verilerin kullanımı sonucunda, yatay kesit bağımlılığı önemli bir sorun arzetmektedir.

Yatay kesit bağımlılığının gözardı edilerek modellemeye devam edilmesi, bir çok soruna yol açabilmektedir. Bu sorunlardan birincisi, eğer hatalar arasında yatay kesit bağımlılığı varsa, geleneksel birim kök testleri sonuçlarında önemli ölçüde boyut bozulması olabilir (O'Connell, 1998). Ayrıca, yatay kesit bağımlılığını göz ardı ederek birinci nesil modellerinin kullanılması, model sonuçlarının tutarsız ve yanlı olmasına yol açabilir (Sarafidis and Robertson, 2009).

Yatay kesit bağımlılığını analiz etmek için, uygulamalı literatürde, sıklıkla Peseran vd. (2008) tarafından geliştirilen, yanlılığı düzeltilmiş LM testi (Bias adjusted LM test) kullanılmaktadır.

Değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı saptanması durumunda, Peseran (2007) tarafından geliştirilmiş ve yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil birim kök testi olan CIPS birim kök testi kullanılarak sözkonusu eksiklik giderilmeye çalışılır.

Durağanlık analizi sonucunda değişkenlerin birinci mertebeden durağan, yani I(1), oldukları ortaya konulduktan sonra, değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkisi, Westerlund (2008) tarafından geliştirilen yatay kesit bağmlılığını dikkate alan ve ikinci nesil eş bütünleşme testi olan Durbin Hausman eş bütünleşme testi kullanılarak analiz edilmiştir.

Yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Durbin Hausman testi, panel

(DHp) ve grup (DHg) olmak üzere iki testten oluşmaktadır. Her iki test için de temel hipotez, eş bütünleşme olmaması biçiminde kurulmaktadır. DHp testinde otoregresif parametrelerin tüm yatay kesitler için aynı olduğu varsayılırken, DHg testinde otoregresif parametrelerin yatay kesitler arasında değişebileceği varsayılmaktadır. Yaptığımız eş bütünleşme analizi sonucunda, değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunmadığı için, sonraki aşamada modellemeye, değişkenlerin farkları alınarak devam edilmiştir.

Eş bütünleşme analizinden sonra birinci nesil panel veri modellerinde önsel bir varsayım olarak kabul edilen, modelde eğim homejenliğinin olup olmadığı analiz edilmiştir. Eğim heterojenliğini analiz etmek için Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından önerilen eğim heterojenliği testi kullanılmıştır. Birinci nesil panel veri modellerinde eğimin homojen olduğu varsayılmaktadır. Eğer bu doğru değilse, geleneksel panel veri tahmincileri yanlı olabilecektir. Yatay kesit ve zaman boyutu geniş olan panellerde eğim genellikle homejen değildir (Pesaran ve Smith, 1995; Im vd, 2003).

Yapılan eğim heterojenliği testi sonucunda, modelde eğim heterojenliği bulunduğu için, hem yatay kesit bağımlılığını, hem de eğim heterojenliğini dikkate alan bir tahminci olan ve Peseran ve Chudik (2015) tarafından geliştirilen, Dinamik Ortak Korelasyon Etkileri Ortalama Grup Tahmincisi (Dynamic Common Correlation Effects Mean Grup Estimator- Dinamik CCEGM) modeli kullanılmıştır. Eş bütünleşme analizi sonucunda değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi olmadığını da göz önüne alarak, değişkenler, birinci farkları alınarak, yani değişkenler zaten logaritmik oldukları için büyüme oranları kullanılarak, çalışmaya devam edilmiştir.

Ortak Korelasyon Etkileri Ortalama Grup Tahmincisi (CCEGM) modeli ilk olarak Peseran (2006) tarafından önerilmiş ve Kapatinos vd. (2011) tarafından geliştirilmiştir. CCEGM modelinin dinamik versiyonunda modele gecikmeli bağımlı değişkenin yanında yatay kesit ortalamalarının gecikmeleri de açıklayıcı değişken olarak eklenmiştir. Peseran ve Chudik (2015) çalışmasında, yeterli sayıda yatay kesit ortalamasının gecikmesi modele eklendiğinde, dinamik CCEGM modelenin daha başarılı olduğunu göstermiştir. Ayrıca, Dinamik CCEGM modeli, yatay kesit bağımlılığı ve eğim homejenliğinin yanında, yapısal kırılma ve durağan olmayan ve gözlemle-

nemeyen ortak faktörler durumlarında da, daha başarılı sonular vermektedir. (Peseran ve Chudik, 2015)

Dinamik CCEGM modeli (2) numaralı denklemde gösterilmektedir.

$$y_{it} = \alpha_{0i} y_{it-1} + \alpha_{1i} + \beta_i x_{it} + \sum_{j=1}^{n} \delta_i \bar{y}_{it-j} + \sum_{j=1}^{n} \theta_i \bar{x}_{it-j} + \varphi_i f_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Denklemde y_{it} bağımlı değişkeni, α_{1i} gruplar arasında zamanla değişmeyen heterojenliği yakalayan grup sabit etkilerini, x_{it} bağımsız değişkenler vektörünü, $\bar{x}_{it-i}$ ve $\bar{y}_{it-1}$ gecikmeli yatay kesit ortalamalarını, β_i gözlemlenen değişkenlerin ülke spesifik eğimlerini, f_t ϕ_i heterojen faktörü ile gözlemlenemeyen ortak faktörleri ve ε_{it} hata terimini göstermektedir.

Uygulamalı analizde, Dinamik CCEGM modelinin sonuçlarının güvenilirliğini ortaya koymak amacıyla, Panel ARDL (Autoregressive Distributed Lag), FMOLS (Full Modified Ordinary Least Square) ve DOLS (Dynamic Ordinary Least Square) modelleriyle de tahmin yapılarak sonuçların farklılaşmadığı ortaya konmuştur.

Panel ARDL modeli için Peseran vd. (1999) tarafından geliştirilen Havuzlanmış Ortalama Grup (Pooled Mean Group-PMG) tahmincisi kullanılmıştır. Panel PMG tahmincisi panel ARDL modelinde, değişkenler arasında uzun ve kısa dönem heterojenliğe izin vermektedir (Güler ve Özyurt, 2011). FMOLS modeli seri korelasyon, potansiyel endojenlik ve çoklu doğrusallık problemleri durumlarında daha güvenilirdir. DOLS modelinde ise sağ taraftaki değişkenlerin farklarının geçmiş ve ileri dönem değerleri eklenerek potansiyel içsellik ve seri korelasyon problemleri düzeltilebilmektedir (Stock and Watson, 1993).

3.2. Bulgular

Çalışmada ilk önce yatay kesit bağımlılığı incelenmiştir. Yatay kesit bağımlılığının olup olmadığını test etmek amacıyla Peseran vd. (2008) tarafından önerilen yanlılığı düzeltilmiş LM testi (Bias adjusted LM test) kullanılmıştır. Yatay kesit bağımlılığı test sonuçları Tablo 10'da sunulmaktadır.

Tablo 10. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

	Value
LM Test	389.8*
CD Test	100.2*
Bias Adjusted LM Test	17.0*

* Yüzde 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.
Boş hipotez yatay kesit bağımlılığı olmaması biçimindedir.

Yatay kesit bağımlılığı testinde her 3 test için de temel hipotez, yatay kesit bağımlılığı olmaması şeklinde kurulmaktadır. Tablo 10'dan görülebileceği gibi, her üç teste göre de yatay kesit bağımlılığı olmaması biçiminde kurulan temel hipotez reddedilmektedir. Sonuçlar yatay kesit bağımlılığının olduğunu göstermektedir.

Yatay kesit bağımlılığının olduğu belirlendikten sonra birim kök incelemesi için yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Peseran (2007) tarafından önerilen CIPS birim kök testi kullanılmıştır. Tablo 11'de CIPS birim kök testi sonuçları sunulmaktadır.

Tablo 11. CIPS Birim Kök Testi Sonuçları

	Düzey		Birinci Fark	
	Sabit	**Sabit + Trend**	**Sabit**	**Sabit + Trend**
LY	-2.012	-2.286	-3.895*	-3.798*
LSER	-2.020	-2.317	-4.511*	-4.665*
LIHR	-1.652	-1.931	-5.100*	-5.180*
LDEV	-2.033	-1.827	-4.769*	-4.982*

* Yüzde 1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.
CIPS testi için temel hipotez birim kök içermesi biçiminde kurulmaktadır

CIPS birim kök testinde temel hipotez, serinin birim kök içermesi, yani durağan olmaması biçiminde kurulmaktadır. Tablo 11'den izlenebileceği gibi, tüm değişkenler için, "düzey test denklemi"nde, hem sabit terim hem de sabit terim ve trend kullanıldığı durumlar için birim kök olması biçiminde kurulan temel hipotezler reddedilememektedir. Bu durumda değiş-

kenlerin birinci farkları incelenmiş, yine tüm değişkenler için "birinci fark test denklemi" nde, hem sabit terim hem de sabit terim ve trend kullanılan durumlar için birim kök olması biçiminde kurulan temel hipotezler reddedilmiştir. Özetle, tüm değişkenler düzeyde durağan değildir, birinci farkı alındıktan sonra durağanlaşmaktadır, yani I(1)'dir.

Serilerin I(1) oldukları tespit edildikten sonra değişkenler arasındaki eş-bütünleşme ilişkisi analiz edilmiştir. Eş bütünleşme analizi için yatay kesit bağımlılığını dikkate alan Westerlund (2008) tarafından önerilen Durbin Hausman eş bütünleşme testi kullanılmıştır. Durbin Hausman eş bütünleşme testi sonuçları Tablo 12'de sunulmaktadır.

Tablo 12. Westerlund Durbin-Hausman Test Sonuçları

	Değer
DHg	1.255
DHp	1.364

Eş bütünleşme analizi sonuçları, reel GSYH ile reel sabit sermaye yatırımları, reel ihracat, reel devlet harcamaları ve varlık fonu değişkenleri arasında uzun dönemli eş bütünleşme ilişkisi olmadığını ortaya koymaktadır. Eş bütünleşme ilişkisi bulunmadığı için değişkenlerin birinci farkları alınarak modellemeye devam edilmiştir. Değişkenler logaritmik olduğu için değişkenlerin birinci farkları büyüme oranlarını göstermektedir.

Birinci nesil panel veri modellerinde yapılan eğim homojenliği varsayımı doğru değil ise geleneksel panel veri tahmincileri yanlı olabilecektir. Bu sebeple, eş bütünleşme analizinden sonra modelde eğim heterojenliği olup olmadığı Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından önerilen eğim heterojenliği testi kullanılarak incelenmiştir. Eğim heterojenliği testinin sonuçları Tablo 13`de sunulmaktadır.

Tablo 13. Eğim Heterojenliği (Slope Heterogeneity) Test Sonuçları

	Value
$Swamy\tilde{S}$	247.797*
$\tilde{\Delta}$	1242.022*
$\tilde{\Delta}_{adj}$	1356.904*
$\hat{\Delta}$	26.439*
$\hat{\Delta}_{adj}$	1.947**

*, ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini gösterir.
Temel hipotez eğim homojenliği şeklindedir.

Eğim heterojenliği (Slope Heterogeneity) test sonuçları, temel hipotez olan eğim homojenliğini reddedilmektedir. Bu durum modelde eğimin heterojen olduğunu göstermektedir ve böylece eğim heterojenliğini dikkate alan tahmincilerin kullanılması gerektiği ortaya çıkmaktadır.

Katsayı tahmini aşamasında, modelde hem yatay kesit bağımlılığı hem de eğim hetorejenliği bulunduğu için, bu sorunları dikkate alan Dinamik CCEGME tahmincisi kullanılmıştır. Ayrıca değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi olmadığı için de değişkenler, birinci farkları yani büyüme oranları alınarak modellenmiştir. Dinamik CCEGM tahmincisi sonuçları Tablo 14'de sunulmaktadır.

Tablo 14. Dinamik CCEMG Tahmincisi Sonuçları

Bağımlı Değişken – d(LY)	Katsayılar
d(LY(-1))	0.125***
d(LSER)	0.110*
d(LIHR)	0.043**
d(LDEV)	-0.128**
VF	0.014*
d(LY)_Yatay Kesit Ortalama (-1)	0.822*
d(LSER)_Yatay Kesit Ortalama (-1)	0.090***
d(LİHR)_Yatay Kesit Ortalama (-1)	0.056
d(LGOV)_Yatay Kesit Ortalama (-1)	0.037
Sabit Terim	0.007***

*, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Modelde reel GSYH büyümesi, reel sabit sermaye yatırımları büyümesi, reel ihracat büyümesi, reel devlet harcamaları büyümesi ve varlık fonu gölge değişkeni ile açıklanmıştır. Model sonuçlarına göre tüm açıklayıcı değişkenler istatistiksel olarak anlamlı bulunmuşlardır. Reel sabit sermaye yatırımları büyümesi ve reel ihracat büyümesinin reel GSYH üzerinde pozitif, reel devlet harcamalarının ise negatif etkisi olduğu ortaya konumuştur. Varlık fonu gölge değişkeni ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Sonuçların güvenilirliğini test etmek için aynı model spesifikasyonu Panel ARDL, FMOLS ve DOLS modelleri de kullanılarak test edilmiş ve Dinamik CCEGM modelinden elde edilen uzun dönem katsayılar de hesaplanarak Tablo 15'te sunulmuştur.

Tablo 15. Alternatif Modellerin Karşılaştırılması

Variables	Dinamik CCEGM	Panel ARDL	FMOLS	DOLS
d(LSER)	0.126*	0.339*	0.151*	0.174*
d(LİHR)	0.049**	0.158*	0.040**	0.044**
d(LDEV)	-0.146**	-0.265*	-0.126*	-0.103*
VF	0.016*	0.033*	0.011*	0.012*

* ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 15'ten izlenebileceği üzere Dinamik CCEGM modelinin sonuçlarını test etmek için tahmin ettiğimiz alternatif modeller olan Panel ARDL, FMOLS ve DOLS modelleri Dinamik CCEGM modeli ile benzer sonuçlar vermiştir. Tüm modellerde reel sabit sermaye yatırımları büyümesinin ve reel ihracat büyümesinin reel GSYH büyümesi üzerinde pozitif, reel devlet harcamaları büyümesinin GSYH büyümesi üzerinde negatif etkisi olduğu bulunmuştur. Yine tüm modellerde varlık fonu gölge değişkeni reel GSYH büyümesini pozitif etkilemektedir ve katsayılar istatistiksel olarak anlamlıdır.

Kullanılan tüm modellerin bulguları, Türkiye ile cari işlemler açığı ve/veya bütçe açığı verme, emtia ithalatçısı olma, enflasyon hedeflemesi uygulama açısından benzer makroekonomik özellikler sergileyen ve varlık fonu

bulunan ülkelerde varlık fonunun ekonomik büyümeye pozitif katkısı olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlar, Türkiye için de aynı potansiyelin olduğu biçiminde yorumlanabilir.

4. EKONOMİNİN FINANSMANI İÇİN YENİ BİR YOL: TÜRKİYE ULUSAL VARLIK FONU

Tüm ekonomiler için geçerli sayılabilecek; stratejik yatırımlar gerçekleştirmek ve istihdamı artırmak suretiyle kapsayıcı ve sürdürülebilir bir büyüme oranını yakalamak, fiyat ve finansal istikrarı sağlamak ve bölgesel/küresel finans merkezi olmak gibi makro amaçlar ile cari fazla vermek veya varsa cari açığı azaltmak ve sürdürülebilir kılmak hedefiyle ihracatta rekabet üstünlüğünü yakalamış sektör ve firmalara sahip olmak, ithalata bağımlılık yaratan sektörlere alternatif alanlar bulmak, özellikle stratejik yatırımlar icin alternatif finansman enstrümanları geliştirmek gibi mikro amaçların Türkiye ekonomisi için de geçerli olduğu açıktır. Sözkonusu bu hedeflerin ulaşılabilir ve sürdürülebilir olmasına katkı sağlamak amacıyla Türkiye Cumhuriyeti Hükümeti, Türkiye Varlık Fonu A.Ş.'ni kurmuştur.

Türkiye Varlık Fonu A.Ş., Türkiye'nin stratejik varlıklarını geliştirmek, değerlerini artırmak ve böylece Türkiye ekonomisi için öncelikli yatırımlarına kaynak sağlamak misyonu ve sözkonusu bu yatırımlarla birlikte performans ve şeffaflığa odaklı kurumsal yönetişim anlayışıyla, dünyanın en başarılı varlık fonlarından birisi olma vizyonu iddiasıyla, profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilmesi öngörülen, Başbakanlığa bağlı ve özel hukuk hükümlerine tabi bir Anonim Şirket olarak 26 Ağustos 2016 tarihinde kurulmuştur.

Türkiye Varlık Fonu, ülkenin ekonomik istikrarınına 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. Kanun tasarısında, "Fonun, ekonominin yapısal sorunlarının aşılmasında icra edeceği fonksiyonun yanı sıra, dış politikanın önemli bir enstrümanı olarak Türkiye'nin uluslararası arenada daha fazla söz sahibi olmasına da katkı sağlayacağı" beklentisi ifade edilmiştir.

Bir ülkede siyasi ve özellikle ekonomik istikrar en önemli makroekono-

mik hedeflerden olup bu hedefin yakalanıp sürüdürülebilir kılınması için en kritik gösterge ise ekonomik büyümedir. Bir diğer makroekonomik hedef olan istihdamın artırılması anlamına da gelen ekonomik büyümenin lokomotifi ise yatırımların artırılmasıdır. Ekonomik büyümenin kabul edilir bir oranda, kalıcı ve sürdürülebilir kılınması ise, özellikle reel sektör yatırımları başta olmak üzere, altyapı yatırımlarının miktar ve kalitesine bağlıdır. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerin her zaman yatırımlara ihtiyacı vardır. Yatırım denildiğinde akla ilk gelen sermaye yatırımları olsa da, uluslararası piyasalardan ülkeye gelecek olan sıcak para da bir çeşit yatırım olarak algılanmaktadır. Sözkonusu bu yatırımların süresi özellikle gelişmekte olan ülkeler için büyük önem taşımaktadır. Bu anlamda, sermaye ve sıcak para şeklinde olsun, kısa vadeli yatırımların ülke ekonomisine geçici faydaları olsa da, özellikle gelen paranın doğru ve yerinde kullanılmadığı durumlarda, çoğu zaman ülkelerin çok da yararına olmadığı tam tersine zarar verdiği vakıadır. Denilebilir ki, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için, kısa vadeli yabancı sermaye yatırımları, ülkelerin daha da kırılgan hale gelmesine neden olmaktadır. Uzun vadeli sermaye yatırımları kısa vadeli olanlara göre ev sahibi ekonomiler için faydalı olsa da, uzun vadeli sermaye yatırımlarının Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere getirilmesi uzun zaman almaktadır. Tasvir edilen bu durum, ülkenin iç tasarruf oranlarının düşük olması nedeniyle yatırımın finansmanı noktasında dış tasarruflara ihtiyaç duyan Türkiye için de maalesef geçerliliğini korumaktadır. İtiraf etmek gerekir ki, değiştirilmesi gereken bu yapı, Türkiye ekonomisinde kırılganlıklara sebep olan ve çözüm bekleyen en önemli yapısal sorunlardan biridir. Yaşadığı krizlerden sonra 2002 yılı ile birlikte Türkiye'de artan ekonomik büyüme oranları ve kişi başı milli gelire karşın, tasarrufların GSYH'ye oranı maalesef büyümenin finansmanı olması gereken noktadan oldukça uzak ve düşük bir seviyede seyretmektedir. Son yıllarda, Türkiye'de tasarrufların GSYH'ye oranı, zaman zaman % 13'lere düşse de, ortalama % 15 seviyelerinde gerçekleşmiştir ki, bu oran Türkiye ekonomisinin sahip olduğu ve hedeflediği büyüme oranları için gereken yatırımların finansmanında yetersiz bir orandır. İşte tam bu noktada, Türkiye Varlık Fonu kritik bir fonksiyon icra ederek ekonominin sözkonusu tasarruf-yatırım-büyüme süreçlerine katkı sağlaması beklenmektedir.

Bilindiği gibi, tasarruf ve yatırımlar ekonomik büyümenin artırılması ve

sürdürülmesi noktasında en önemli faktörlerden olup, hedeflenen sürdürülebilir büyüme rakamlarına ulaşmak için tasarruf ve yatırımların da aynı şekilde destekleyici bir oranda olması zorunludur. Piyasalarda hüküm süren cari yüksek faiz baskısı, istihdam ve büyüme üzerinde ciddi engeller oluşturduğu bir gerçektir. Türkiye Varlık Fonu ile büyük projelere finansman desteği sağlanacak, bu projelerin hayata geçmesiyle bir yandan istihdam artışı sağlanırken, diğer yandan finansman maliyetleri ve faiz üzerindeki baskı azalacak ve böylece ekonominin büyüme ve kalkınmasına destek verilmiş olacaktır.

1999 ve 2001 krizleriyle yüzleştikten sonra özellikle mali piyasalarda yapılan yapısal reformlar ve 2003 yılından bu yana AK Parti iktidarlarıyla yakalanan ekonomik ve siyasi istikrar ortamı sayesinde, 2008 global finansal krizinden ciddi yara almadan çıkan Türkiye ekonomisi, elde ettiği büyüme rakamlarıyla dünyada ilk sıralara girmeyi başarmıştır. Kuşku yok ki, ekonomik büyümede sağlanan bu başarının artırılarak sürdürülebilir kılınması için mega yatırımlar olarak bilinen marmaray, köprüler ve havaalimanları gibi büyük ölçekteki altyapı yatırımlarıyla, savunma ve teknolojik yatırımları ve nükleer santral başta olmak üzere enerji sektöründeki yatırımların hayata geçirilmesi büyük önem arzetmektedir.

Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın uhdesinde olan varlık havuzu ve fonunun yanında bir çok büyük ve önemli iktisadi teşekkülün de Türkiye Varlık Fonuna devrilmesi, 200 milyar dolarlık varlık büyüklüğüne ulaşma hedefi, diğer ulusal varlık fonlarında olduğu gibi, vergi yükümlülüklerinde istisnalar ve devlet garantisinin bulunması ve oluşturulacak şeffaf, profesyonel ve güçlü kurumsal altyapısıyla uluslararası yatırımcıların ülkeye doğrudan ve dolaylı yatırım yapmalarını da teşvik edecektir.

Bilindiği üzere özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin büyümelerini sürdürülebilmeleri için altyapı yatırımları, tetikleyici ve diğer yatırımları besleyici özelliğe sahip olup, katma değeri yüksek olan yatırımlardır. Ancak, 2008 krizinden sonra G-20 ülkelerinden 11'inde toplam altyapı yatırımlarının milli gelir içindeki payının düştüğü bir süreç yaşanırken, göze çarpan önemli noktalardan birisi de altyapı yatırımları içindeki özel sektör payının da azalması olmuştur. Dünya bankası verilerine göre, gelişmekte olan ülkelerde özel sektör payı 2016 yılında bir yıl öncesine göre %37 düş-

müştür. Gelişmekte olan ekonomilerde toplam alt yapı yatırımları içinde kamu finansman payı %70 oranlarına yaklaşmıştır. Bu yüzden Çin'de 2016 yılında düzenlenen G-20 zirvesinde, yapısal reformlarının önceliklerinden birisi olarak altyapı yatırımlarının iyileştirilmesi kararı ön plana çıkmıştır.

Uluslararası ölçekte bunlar yaşanırken, Dünya Bankası verilerine göre, 2015'te kamu-özel ortaklığı kapsamında en fazla özel sektör yatırımı gerçekleştiren ülke Türkiye olmuştur. Özel harcamaların azaldığı bir dönemde altyapı harcamalarının makul bir oranda arttırılması stratejik bir hedef olarak ortaya çıkmaktadır. Küresel düşük büyüme ortamında altyapı yatırımlarının arıtılması ve sürdürülmesini desteklemek adına Türkiye Varlık Fonunun kurulması bir heyecan yaratmıştır.

Doğal kaynak zengini ve emtiaya dayalı ihracatının olmaması nedeniyle mevcut bir çok ülke varlık fonları özellikleri taşımaması ve cari ve bütçe açığına sahip olması gibi saiklerle Türkiye Varlık Fonunun kurulması ciddi bir şekilde eleştirilmiş ve başarılı olmayacağı, hatta kamu kaynaklarının heba edileceği dahi iddia edilmiştir. Oysa, Türkiye ekonomisiyle benzer makroekonomik özelliklere sahip, yani petrol ve doğalgaz gibi emtiaya dayanan ihracatı ve dolayısıyla cari işlemler fazlası olmayan, aynı zamanda bütçe açığına da sahip, bir çok ülkenin ulusal varlık fonu vardır. Yurtdışından aldıkları uzun vadeli fonları yatırımlara yönlendirip, bu yatırımlardan yüksek getiri sağlayarak büyüme stratejisi izleyen ve yukarıda ifade edilen özelliklere sahip olmayan ülke varlık fonları söz konusudur. Dünyadaki örneklere bakıldığında, cari işlemler ve bütçe açığına sahip Brezilya, Peru, Şili, Avustralya gibi ülkelerde de ulusal varlık fonlarına rastlanmaktadır. Mesela, Avustralya varlık fonu 2006 yılında 60 milyar dolar başlangıç sermayesiyle kurulmuş ve günümüzde 105 milyar dolarlık bir varlığa sahip olmuştur.

Ulusal varlık fonlarının küresel ağı olan ve küresel varlıkların 3 trilyon dolarını temsil eden Uluslararası Varlık Fonları Forumu, Türkiye Varlık Fonunun üyelik başvurusunu 32. üyesi olarak kabul etmiştir[8]. Türkiye Varlık Fonunun sözkonusu bu üyeliği, Santiago Prensipleri olarak bilinen genel kabul görmüş prensip ve pratikleri uygulayacağı anlamına geldiğinden ve uluslararası kamuoyundan kabul görmesi açısından önemli bir adım olmuştur.

---

8 (http://www.ifswf.org/general-news/turkiye-wealth-fund-approved-membership-ifswf).

4.1. Türkiye Varlık Fonunun Amacı, Kapsamı ve Yönetimi

26 Ağustos 2016 tarihli ve 6741 sayılı "Türk Varlık Fon Yönetim Anonim Şirketi Kuruluş Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" ile Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Türkiye Varlık Fonunun amaçları aşağıdaki gibi sıralanabilir ;[9]

- Önemli kamu varlıklarında değer artışı sağlayarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmak,
- Katılım finansmanına uygun varlıkların gelişmesine destek olmak,
- Sermaye piyasalarının araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak,
- Türkiye'ye daha fazla yatırımcı ilgisini çekmek ve yeni yatırımlar için sermaye sağlamak,
- Stratejik önem arz eden sektörlerin gelişmesine ve büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek ve bu amaçla alt fonlar kurmak ve yönetmek.

Fonun yukarıda ifade edilen amaçlarının yanında sözkonu varlık fonu kanun tasarısında yer verilen hedefleri ise;

- 50 milyon TL sermaye ile kurulan fonun büyüklüğünün ilerleyen dönemlerde büyüklüğünün 200 milyar TL'ye ulaşması,
- Yapılacak yatırımlarla büyüme oranına gelecek 10 yıl içinde yıllık % 1.5 oranında ilave artış ve ek istihdam sağlanması,
- Sermaye piyasalarının büyüme ve derinleşmesinin hızlandırılması,
- İslami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması,
- Katılım finansmanı sektör payının artırılması,
- Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu arttırılmadan finansman sağlanması,

---

9 Resmi Gazete, «Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun» 26 Ağustos 2016. [Çevrimiçi]. Mevcut: http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/08/20160826-1.htm. [Erişim Tarihi: 15 Mayis 2017].

- Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun stratejik sektörlerdeki yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesi, küresel oyuncu olmalarının sağlanması,
- Arz güvenliğini sağlamak üzere Türkiye için önem taşıyan doğalgaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörlere yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi, olarak sıralanabilir.

Fon, yukarıda belirtilen hedeflere ulaşabilmek icin, fon kapsamında türev ürünleri dahil tüm yatırım araçları ile birincil - ikincil piyasalarda ve para piyasalarında, ulusal ve uluslararası ticari ve finansal işlemler gerçekleştirilebilecektir.

4.2. Türkiye Varlık Fonunun Kaynakları, Statüsü, Yönetim ve Denetim Yapısı

Türkiye Varlık Fonu, Özelleştirme Fonundan aktarılacak 50 milyon TL başlangıç sermayesi ile kurulmuş ve sözkonusu amaçlara ulaşmak için kullanacağı kaynaklar ise kanunun 4. maddesinde şu şekilde sıralanmıştır;

- Özelleştirme kapsam ve programındaki, Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonuna devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan aktarılmasına karar verilen nakit fazlası,
- Kamu kurum ve kuruluşlarının ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklar,
- Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına karar verilenler,
- Türkiye Varlık Fonu tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklar,
- Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklar oluşmaktadır.[10]

10 http://turkiyevarlikfonu.com.tr

Ayrıca, işsizlik fonu, bireysel emeklilik fonu (BES) fonu, özelleştirme geliri, temettü gelirleri gibi likit kaynak yanında Türk Hava Yolları A.O (% 49,1), Türk Telekom A.Ş. (% 6,68), Ziraat Bankası A.Ş., Halkbankası A.Ş (% 51,11), Türkiye Petrolleri A.O, Botaş, Ptt, Türksat ve Borsa İstanbul A.Ş.'nin hazineye ait hisselerinin tamamı, TCDD İzmir Limanı, Türkiye Denizcilik İşletmesi A.Ş. (% 49) , Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü, Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş. (%10), Çaykur ulusal varlık fonuna devredilmiştir. Aynı zamanda Milli Piyango ve Türkiye Jokey Kulübüne ait ilgili lisanslar 49 yıl süreyle ulusal varlık fonunu gelirlerine dahil edilmiştir. Mülkiyeti Hazineye ait Antalya, Aydın, İstanbul, Isparta, İzmir, Kayseri ve Muğla'da bulunan bazı taşınmazlar da Bakanlar kurulunca alınan karar ile Varlık Fonu'na devredilmiştir.

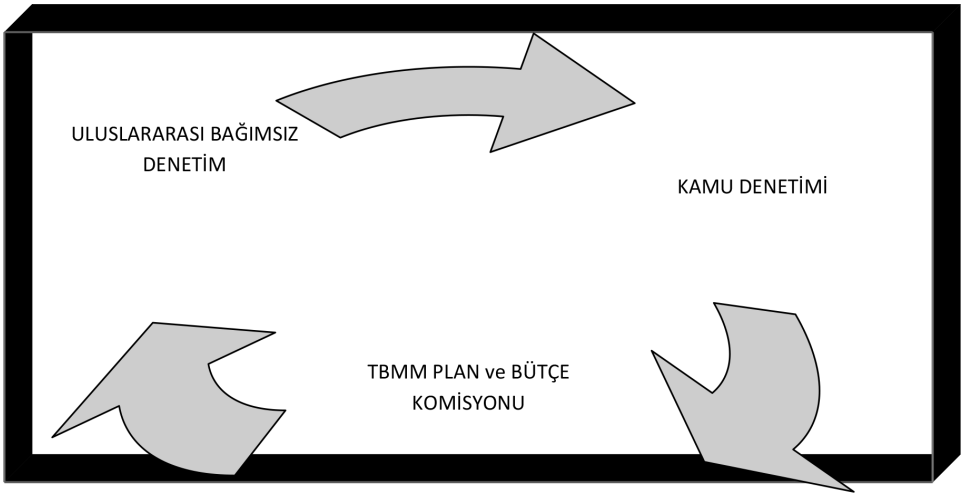
Tablo 16. Türkiye Varlık Fonuna Devredilen Şirketler ve Sermayeleri

	Hazine Payı	Ödenmis Sermaye	Halka Acıklık Oranı (%)
THY	49.12	1.38 milyar	50.18
Halkbank	51.11	1.25 milyar	48.77
Ziraat Bankası	100	5 milyar	48.77
Borsa Istanbul	73.6	423.2 milyon	
PTT	100	981.5 milyon	
BOTAŞ	100	4.15 milyar	
Eti Maden	100	600 milyon	
TPAO	100	3 milyar	
Türksat	100	1.47 milyon	
Türk Telekom	6.7	3.5 milyar	
Çaykur	100	1.49 milyar	

Kaynak: KAP, https://www.kap.org.tr/tr/
(24/01/2017 Tarihli ve 2017/9756 Sayılı KHK ile)

Fona ait mali tablolar ve faaliyetler, Başbakan tarafından görevlendirilen sermaye piyasaları, finans, ekonomi, maliye, bankacılık, kalkınma alanlarında uzman en az üç merkezi denetim elemanı tarafından bağımsız denetim standartları çerçevesinde denetlenerek hazırlanan rapor Bakanlar kuruluna sunulacaktır. Dolayısıyla, aşağıda Grafik 7'de gösterildiği gibi, Türkiye Varlık Fonu için üçlü bir denetim mekanizması öngörülmüştür.

Grafik 7. Türkiye Varlık Fonu Denetim Mekanizması



Geleneksel ulusal varlık fonları, petrol ve doğalgaz gibi emtia satışından elde edilen gelirlerini, bütçe ve cari fazlalarını yurt dışında değerlendirerek gelir akışını çeşitlendirmek ve mali gelir oynaklığı, Hollanda hastalığı, sermaye arz şokları ve enflasyon gibi sorunlardan korunmak amaçlı kurulmuştur. Son dönemlerde Türkiye, Romanya, Hindistan ve Bangladeş'te kurulan ve Yeni Jenerasyon Varlık Fonları olarak isimlendirilen varlık fonları ise, yurtdışından finansman çekerek yatırım, büyüme ve mali istikrarı sağlamak amacıyla kurulmuşlardır. Bütçe ve cari açık sorunları yasayan ülkelerde, dış finansman sağlamak için kamu şirketlerinin Hazineye ait hisselerinin piyasa değerlerinden kredibl bir alan oluşturmak veya menkul kıymetleştirme ile dışarıdan finansman bulmak hedeflenmiş ve benzer şekilde kamu iktisadi teşekküllerinin hisselerinin halka arz edilmesiyle altyapı yatırımlarının finanse edilmesi amaçlanmıştır. Son zamanlarda ulusal kalkınma ve özellikle altyapı yatırımlarının finanse edilmesi amaçlı kurulan fonlar talep motifli fon olarak kabul edilmektedir (Schena, vd., 2017).

Türkiye Varlık Fonu, küresel gelişmelere ve tehditlere karşı, ekonomide istikrarın tesisi ve sürdürülmesi amacıyla bir tampon görevi olarak da tasarlanmıştır. Özellikle piyasaların karşılaştığı tipik dalgalanmalara ve zaman zaman maruz kalınan manipülatif dalgalanmalara ve uluslararası derecelendirme kuruluşlarının ekonomiyi hedef alan ve ekonomik rasyonaliteden uzak ve haksız not azaltılması gibi istikrar bozmaya matuf operasyonlarına

karşı daha güçlü, esnek ve etkin olabilmek adına hayata geçirilmiş önemli bir adım olarak görülebilir.

Henüz çok yeni olmasından ve varlıklarını monetize etmemesinden dolayı Türkiye Varlık Fonunun başarı performansını ölçmek mümkün olmamakla birlikte başarısının aşağıda sıralanan şartlara bağlı olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır;

- Kamu İktisadî Teşebbüslerinin (KİT) gelirlerinin ekonomik rasyonalite çerçevesinde etkin yönetilmesi, ekonominin çeşitlendirilmesine bağlı olarak uluslararası rekabette sinerji yaratılması,
- Sahip olunan varlıkların menkul kıymetleştirilmesi ve küresel piyasalardan çekilecek fonlarla kritik sektörlerde projelere finansman sağlayabilmesi,
- Yatırımların tamamlanmasıyla istihdam artışı sağlayabilmesi,
- Ulusal tasarrufların ulusal yatırımları finanse edecek düzeye çekilmesine katkıda bulunması,
- İhracata dayalı büyüme modelinin sürdürülmesi için yüksek teknoloji ve katma değeri yüksek projelere destek vererek, yüksek teknoloji üretimdeki payın arttırılması,

Türkiye Varlık Fonunun zaman içinde kendi kaynaklarını yaratması ve büyük ölçekli yatırımların finansmanının sağlanmasının yanında bankacılık sisteminin finans sektöründeki hakimiyetini azaltılması da beklentiler arasındadır. Böylece, Fonun finansal stres ortamında piyasalarda denge ve istikrar sağlayıcı bir etki yaratacağı da öngörülebilir.

Türkiye gibi doğal kaynak rezervlerine sahip olmayan gelişmekte olan ülkelerde, iç tasarruf yetersizliğinden dolayı gerekli yatırımın yapılamaması ve yetersiz teknolojik gelişmer söz konusu ülkelerin kalkınması önündeki önemli engellerdendir. Bu bağlamda, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerine göre özellikle tasarruf oranları düşük olan Türkiye'nin sözkonusu be engelleri aşabilmesi için Türkiye Varlık Fonunun kurulması, ekonomik hedeflere ulaşmada önemli bir adım olarak değerlendirmek yerinde olacaktır. Zira, hayata geçirilen bu fonla, farklı ellerde ve parça parça ve bir kısmı atıl bir şekilde duran ekonomik varlıklar, bir merkezde

toplanarak kullanılamayan tasarrufların kullanılabilir duruma getirilmesi ve etkin ve verimli bir şekilde yönetilerek, kalkınmanın lokomotifi olan reel sektör yatırımlarına, stratejik öneme sahip ve teknolojik yatırımlara finansman sağlanarak ekonomik kalkınmanın hızlandırılmasına ve katitesinin yükseltilmesine ve böylece ekonomide yüksek ve sürdürülebilir büyüme oranlarının yakalanmasına ve ekonomik istikrarın sağlanmasına ciddi katkılar sağlanabilecektir.

Türkiye Varlık Fonu her şeyden önce, Türkiye'nin dev projelerinin finansmanı konusunda önemli ve kritik bir rol oynayacaktır. Böylece, otoyol ve köprü projeleri, hızlı tren ve demiryolları, savunma sanayii, altyapı ve teknolojik yatırımlar ile sağlık sektörü gibi stratejik alanlarda ve özellikle nükleer santraller olmak üzere enerjide dışa bağımlılığın azaltılmasına hizmet edilerek katma değeri yüksek projelerin finansmanında karşılaşılan zorluklar aşılacak ve gerekli kaynak sağlanabilecektir. Sonuç olarak, Türkiye Varlık Fonunun hayata geçmesiyle, yerli üretim desteklenecek ve kaynakların dışarıya çıkması önlenerek, tasarruflar hem artırılacak, hem de ülke içinde kalmasıyla yeni yatırımlara gerekli ve sürekli kaynak transferi sağlanabilecektir.

4.3. Türkiye Varlık Fonuna Yapılan Eleştirilerin Değerlendirilmesi

Türkiye Varlık Fonuna yapılan eleştiriler ve bu eleştirilerin değerlendirilmesi, Fonun faaliyetlerine ilişkin çekincelerin ve belirsizliklerin ortadan kaldırılması böylece hedeflenen amaçların gerçekleştirilmesi adına oldukça önemlidir.

Eleştiri 1:

Dünya üzerinde oluşturulan ulusal varlık fonları genellikle emtia geliri, bütçe veya cari fazla sonucu elde edilen gelirin uluslararası piyasalarda değerlendirilmesi amacıyla kurulmuştur. Türkiye`de ise ne emtia, ne bütçe ve cari fazla bulunmaktadır. Bu yüzden Türkiye Varlık Fonunun varlığı bulunmamaktadır.

Değerlendirme 1:

Günümüzde faaliyet gösteren ulusal varlık fonları sadece emtiaya dayalı cari ve bütçe fazlasına sahip ülkelerden oluşmamaktadır. Bu ülkeler

arasında hem bütçe açığı hem de cari açık veren ülkeler de bulunmaktadır. Emtiaya dayalı olmadan kurulan ve bütçe/cari açık sorunu yasayan "varlık fonu" örneği ülkeler olarak Peru, Bahreyn, Malezya, Brezilya, Panama, İrlanda, Yeni Zelanda ve Senegal gibi ülkeler gösterilebilir. Hiçbir varlığa dayalı olmadan ve cari açık ve düşük ulusal tasarruf sorunu yasayan Brezilya, 2008 yılında varlık fonunu kurarken, geleneksel varlık fonu kurulma gerekçelerine dayanmadığı için, oldukça ciddi bir şekilde eleştirilmişti. Ancak, 2008 yılında 6 milyar başlangıç sermayesiyle kurulan Brezilya Varlık Fonu, başarılı bir yönetim ve performans göstererek, 2016 yılında değerini 7.3 milyar dolara çıkartabilmiştir.

Yeni jenerasyon varlık fonları olarak isimlendirilen Romanya, Hindistan ve Bangladeş varlık fonları, yurtdışından finansman çekerek yatırım, büyüme ve mali istikrarı sağlamak amacıyla kurulmuşlardır.

Eleştiri 2:

Türkiye Varlık Fonu ve Fon tarafından kurulacak alt fonlar Sayıştay denetiminde değildir. Bu durum kamu kaynaklarının şeffaflık ve hesap verilebilirlik prensipleri dışında, keyfi bir şekilde ve herhangi bir mevzuata tabi olmadan yönetilen bir fon görüntüsü ortaya çıkarmaktadır.

Değerlendirme 2:

Türkiye Varlık Fonu, her ne kadar klasik kamu kurumların tabi olduğu Sayıştay denetimine tabi olmasa da, üçlü bir denetim sistemine tabi olacaktır. Uluslararası standartlara bağlı denetim firmaları, fon ve bağlı şirketlerin mali tablolarını denetleyecektir. Aynı zamanda mali tablolar ve faaliyetler Başbakanın görevlendirdiği 3 merkezi denetim elemanı tarafından ikinci bir denetime tabi olacaktır. Bu denetçilerin oluşturacağı raporlar daha sonra Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu'na gönderilerek üçüncü bir denetim daha yapılacaktır. Öngörülen denetim mekanizması, Türkiye'de ve dünyada uygulanan bir mekanizma olup benzer birçok kuruluş bulunmaktadır. Ayrıca, Türkiye Varlık Fonunun, mali ve bütçe politikaları ve tedbirleri dışında tutulması, fonun etkinliğini artırma amaçlıdır.

Bağımsız denetimin kamu açısından faydaları aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Guredin, 2010):

- Denetlenmiş finansal tablolar ile hazırlanmış vergi beyannamelerine ve mali raporlara olan güvenin artmasını sağlar. Böylece denetlenen işletmelerin devlet tarafından yapılacak denetimlerde kapsam dışında tutulması ile vergi idaresinin daha etkin ve verimli çalışması sağlanır,
- Kamu yararına faaliyet gösteren kuruluşlara ait finansal tabloların bağımsız denetimden geçmesi, resmi kurumların bu kuruluşların yapacağı denetimin kapsamını daraltır ve ayrıntılı denetim faaliyetlerine girişilmesini engeller,
- Denetlenmiş mali tablolar, borçluluk ve iflas hallerinde, adli mercilere güvenilir bilgi sağlar.

Santiago Prensiplerinin gönüllü genel kabul edilmiş esaslarından 12. Prensibi, fonun işlem ve finansal raporlarının uluslararası denetim prensiplerince denetlenmesi gerektiği yönündeki ilkesine uyduğu için, biçimsel olarak bakıldığında Türkiye Varlık Fonunun denetim süreçlerine ilişkin yapısının uygun bir şekilde kurgulandığı görünmektedir. Hemen hemen tüm ulusal varlık fonlarının denetimleri uluslararası denetim firmaları tarafından yapılmaktadır. Mesela, Ernst and Young ve Deloillete uluslararası denetim firmaları olup 10 büyük ulusal varlık fonunun 8`ine hizmet vermektedirler. Ayrıca, Azerbaycan Varlık Fonu SOFAZ'ın, uluslararası bir denetim firması olan Price Waterhouse Coopers tarafından 2016 - 2018 yılları arasında denetlenmesine karar verilmiştir. Kazakistan Ulusal Varlık Fonu da, Ernst and Young tarafından denetlenmektedir.

Eleştiri 3:

Ulusal varlık fonlarına devredilen şirketler, hem vergi kaybına hem de bütçe disiplininin bozulmasına neden olacaktır. Fonun Merkez Bankası ve Maliye ile ilgili koordinasyonu belli değildir.

Değerlendirme 3:

Türkiye ekonomisi kırılganlığa karşı çeşitli yapısal avantajlara sahiptir. Bunlar arasında geniş iç piyasa, çeşitlendirilmiş ekonomi, sağlam ve iyi yönetilen bankacılık sektörü, düşük kamu borcu sayılabilir. Büyümenin, enerji, ulaştırma, sanayi, sağlık alanlarında yapılacak mega projelerle destekleneceği ve bu projelerin kamu-özel sektör ortaklığı yoluyla ve İslami finansal

enstrümanları ve Türkiye Varlık Fonu ile finans edilmesi düşünülmektedir. Başarılı projelerin hayata geçirilmesiyle bir taraftan vergi artışı sözkonusu olurken, Bütçeden karşılanan bazı büyük montanlı yatırım harcamalarının fon üzerinden karşılanmasıyla da büte üzerindeki negatif etki bertaraf edilmiş olacaktır. Yani Türkiye Varlık Fonu sayesinde bütçe borçlanma limitini arttırmadan ve mali istikrarı bozmadan fona devredilen şirketlerin menkul kıymetlendirilmesi ve yurtdışı yatırımcılardan elde edilecek sermaye ile sözkonusu büyük montanlı bu projelerin finansmanı sağlanabilecektir.

Ayrıca fonun kuruluş amaçları ve kapsamını belirleyen 6741 sayılı kanunda finansal istikrar için Merkez Bankası ile koordinasyonun sağlanacağı yönünde açıklama ile ekonomik kurumlarla koordinasyon sağlanacağını mesajı verilmektedir.

Fona aktarılan bazı KİT'lerin zarar ettiğini göz önünde bulundurulduğunda, Fona devredilen şirketlerin kâr elde etmesi sağlanarak mali disiplinin devamlılığına katkıda bulunulması hedeflenmektedir. Hazine Müsteşarlığı verilerine göre, 2017 yılının ikinci çeyreği itibarıyla KİT'lerin ve özelleştirme programındaki kuruluşların iç borç toplamı 33,4 milyar lira, dış borçları ise 6,6 milyar lira olarak gerçekleşmiştir. Fona devredilen Türk Hava Yollarının 2016 yılı zararı 47 milyon lira olarak gerçekleşmiştir. Bu yüzden KİT'lerin, özelleştirilmeden önce tekrar kâr elde eden şirketler haline gelmesi, Fonun amaçları arasında yer almaktadır. Kaldı ki, Fona devredilen şirketlerin çoğu ciddi nakit akışına sahip olmasına rağmen, nakitlerini yatırım olarak kullanamamaktadır. Hal böyle iken, bu nakit fazlalarının bir havuzda toplanıp rasyonel ve profesyonel bir şekilde yönetilerek yüksek getirili ve kritik alanlara plase edilmesi Türkiye ekonomisi için önemli bir hareket alanı sağlayacaktır.

Eleştiri 4:

Türkiye Varlık Fonu, Başbakanlığa bağlı bir kuruluş olmasına rağmen, kamu kuruluşu statüsü verilmediği için kamu kurum ve kuruluşlarının tabi olduğu başta Sayıştay Kanunu olmak üzere, Kamu İhale Kanunu, Devlet İhale Kanunu, özelleştirmeye ilişkin yasalar, KİT yasaları, Fonlar ve KİT'lerin TBMM tarafından denetlenmesine ilişkin yasalar, Devlet Memurları Kanunu gibi kamu kuruluşlarının tabi olduğu yasalardan muaftır. Özel şirket statüsünde de olmadığı için, özel şirketlerin tabi olduğu temel

ticaret yasaları, Sermaye Piyasası Kanunu ve Rekabet Kanunu Fon için geçerli değildir.

Değerlendirme 4:

Türkiye Varlık Fonu yönetimi, özel şirket statüsünde anonim bir şirket olarak yapılandırılmıştır. Benzer birçok kurum, kuruluş ve şirket gibi statü, amaç ve beklentiler doğrultusunda ve esneklik ve verimlilik saikleriyle tipik kamu kurum ve kuruluşların tabii olduğu bazı kanunlara tabii değildir ve bu son derece normal bir durumdur. Türkiye Varlık Fonu yönetimi, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca kurumsal yönetim ilkelerine ve düzenlemelerine uymak zorundadır.

Bu kanuna göre (SPK, m.20/II), kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar şahsen kendilerine yükletilebildiği ölçüde yönetim kurulu üyeleri ve hazırladıkları raporlarla sınırlı olarak bağımsız denetimi yapanlar, ara dönem finansal tablolarının gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmamasından veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olması nedeniyle dağıtılan kâr payı avansının doğru olmamasından doğan zararlar için ortaklığa, pay sahiplerine, ortaklık alacaklılarına ve ayrıca doğrudan doğruya olmak üzere kâr payı avansının kararlaştırıldığı veya ödendiği hesap dönemi içinde pay iktisap etmiş bulunan kişilere karşı sorumludurlar.

Ayrıca bağımsız denetim, derecelendirme ve değerleme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar da, hazırladıkları raporlarda yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden sorumludur (SPK.10/I ve II; İzahname Tebliği m.25/I ve II).

5. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Genel olarak petrol gibi doğal kaynak rezervlerine ve dış ticaret fazlasına sahip ülkeler ile finans piyasalarında elde edilen yüksek gelirlere kavuşmuş ülkeler tarafından büyük projelerin finanse edilmesi, kısa vadeli ekonomik şokların ve finansal piyasalarda meydana gelebilecek dalgalanmaların etkilerinin en aza indirilmesi amacıyla kurulan, bugün dünya genelinde 40'tan fazla ülkede sayıları 80'i bulan ve küresel olarak toplam büyüklüğü yaklaşık 8 trilyon dolara yaklaşan ulusal varlık fonlarının ekonomilerdeki rolleri ve etkinlikleri hem akademisyenler hemde piyasa ve politika yapıcılar arasında, özellikle yaşanılan son global ekonomik kriz sonrası, yoğun olarak tartışılan konulardan biri olmuştur.

Son yıllarda artan sayıları ve sahip oldukları varlıkların büyüklüğü ile ulusal varlık fonlarının uluslararası ekonomik ve politik etkileri daha da artmış ve ulusal varlık fonu piyasası, klasik tanımlamanın ötesine geçerek, yurtdışından alınan uzun vadeli fonları yatırımlara yönlendiren ve cari işlemler dengesinden ayrı olarak kurulan yeni ulusal varlık fonlarıyla tanışmıştır.

Ulusal varlık fonlarının ekonomik büyüme ve istikrara olan katkısı literatürde çok tartışılan bir konudur. Ekonomik büyüme ile birlikte finansal ve ekonomik istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi devletlerin ekonomi politikalarının temel amaçları olup, ülkeler bu amaçlara matuf politik ve ekonomik tercihlerde bulunmak suretiyle bir taraftan ekonomik büyümelerini gerçekleştirirken, diğer taraftan finansal ve ekonomik istikrarlarını sağlamak ve sürdürmek isterler. Bilindiği gibi, ekonomik büyüme ülkelerin ya kaynaklarını ve dolayısıyla üretimlerini artırmaları ve/veya üretim kaynaklarının verimliliğini artırmaları ile mümkündür. Bir diğer ifade ile, ekonomik büyüme üretim faktörlerinin ve/veya üretim verimliliğinin artırılması ile gerçekleşmektedir. Kamunun elindeki ve kullanımındaki varlıkların ulusal varlık fonlarına devredilmesinin ekonomik büyümeye katkı sağlaması, ancak devredilen ekonomik varlıkların marjinal faydalarının artırılarak eko-

nomik hayata kazandırılması, bir diğer ifade ile sözkonusu varlıkların yönetiminde ekonomik rasyonalite ve verimlilik artışlarının gerçekleştirilmesi ile mümkün olacaktır. Dünya ölçeğindeki pratik örneklere bakıldığında, ulusal varlık fonlarının şeffaf bir şekilde veya şeffaf olmasa da ülkelerinin ulusal güvenlik ve çıkarları doğrultusunda profesyonel bir ekip tarafından yönetilmesi, yani ekonomik (ve politik) rasyonalite ve finansal etkinlik çerçevesinde yönetilmesi, genel uygulama olduğu için, sözkonusu bu fonların ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkileri görülmektedir. Bu pozitif etki, bizim bu çalışmada yaptığımız uygulamalı analizde de açıkca görülmektedir. Denilebilir ki, ulusal varlık fonları olmamış olsaydı, fonların elindeki varlıklar daha etkin ve verimli kullanılamayacak ve böylece ekonomik olarak düşük bir büyüme ile yetinilmek durumunda kalınacaktı. Oysa, ulusal varlık fonlarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkileri, yeni bir kaynağa ihtiyaç duyulmaksızın eldeki kaynakların daha rasyonel, etkin ve verimli bir şekilde değerlendirilmesiyle potansiyel fırsatların yakalanması ve pareto etkin bir noktaya ulaşılması yönünde bir hareket anlamına gelmektedir.

Profesyonel bir yatırım yapılırken, nasıl varlık/fon sahibi olan kişi ve kurumlar, yatırım amaçlarını (investment objectives) ve yatırımın risk toleransını (risk tolerance for the portfolio) belirleyerek, fonu yönetecek profesyonel yöneticilerden, sözkonusu bu amaç ve limitler doğrultusunda fonun yönetilmesini istiyorlarsa, devlet de fonun sahibi olarak aynı şekilde yatırım strateji belgesiyle yatırım amaçlarını ve risk toleransını belirleyip fon yönetimine çok net bir şekilde ilan etmelidir. Fon yönetimi de, buna uygun şekilde varlıkların yatırım dağılım politikasını belirlemeli ve yatırım kararlarını almalıdır. Objektifleri rasyonel, ve takip edilebilir olmayan yatırım direktifleri veya makul olan objektilere sahip yatırım direktiflerine uymayan yatırım kararları başarısız olmaya mahkum olup, böyle bir yönetimin inisiyatifinde olan varlık fonları, beklenilenin aksine, ülke ekonomisinin kaynaklarını heba etmesine ve ülkenin darboğaza girmesine neden olacaktır.

Ulusal varlık fonları, kamu kuruluşlarının zarar etmesi riskine veya daha az kar etme ihtimaline karşı, kaynakların daha etkin kullanılması amacıyla kurulduğundan, kamu kurum ve kuruluşlarının ellerinde bulunan ve menkul olmayan varlıkların menkul kıymetleştirilmeleri suretiyle yatırımlara yönlendirilerek zarar eden veya daha düşük kar eden ekonomik yapıdan daha fazla kar eden bir yapıya dönüştürülmüş halidir denebilir.

Ancak politik amaçlarla rasyonel olmayan bir şekilde kullanılmaları, iyi yönetilmemeleri, şeffaflık ve denetimden uzak olmaları durumunda, ulusal varlık fonları, hedeflenen amaçların yerine, ülke ekonomisinin kaynaklarının israf edilmesine ve ekonomik olarak ülkenin ve varlıklarının küçülmesine yol açacaktır. Nitekim 2013 yılında Malezya Ulusal Varlık Fonu gelirlerinden belli bir miktarının Malezya Başbakanı'nın hesabına geçirildiği iddiaları, şeffaflığın ve denetim mekanizmalarının bir kez daha ön plana çıkmasına ve sözkonusu varlık fonundan beklenilen faydaların sorgulanmasına neden olmuştur.

Ulusal varlık fonlarının istikrar, tasarruf ve kalkınma hedeflerine ulaşmak amacıyla kaynakların karar verilen yatırımlara plase edilmeleri, ülkelerin uluslararası ekonomik güvenlik ve çıkarları doğrultusunda ve fakat iç siyasi çıkar ve kaygılardan arındırılmış bir şekilde sağlanmalı, yatırım türüne bağlı olarak varlık kompozisyonları güçlendirmeli ve risk yönetimleri etkin olarak gerçekleştirmelidir.

Bu çalışmada, küresel ölçekte ve Türkiye özelinde ulusal varlık fonlarının, gelişimi, faaliyetleri, ekonomik ve siyasi olarak taşıdığı anlam ve etkileri tartışılmış ve getirilen eleştiriler değerlendirilmiştir. Aynı zamanda, Türkiye gibi cari işlemler açığı ve/veya bütçe açığı veren, emtia ihracatçısı olmayan, enflasyon hedeflemesi uygulayan ve varlık fonuna sahip 11 ülke (Brezilya, Malezya, Avustralya, Peru, İrlanda, Yeni Zelanda, Bolivya, Nijerya, Bahreyn, Panama ve Senegal) için, ulusal varlık fonlarının ekonomik büyümeye katkısı olup olmadığı, 1980 - 2015 arası veri seti kullanılmak suretiyle, analiz edilmiştir. İkinci Nesil Panel Veri Modellemesine dayanan analizlerden elde edilen sonuçlar, Türkiye ile cari açık verme, emtia ithalatçısı olma ve enflasyon hedeflemesi uygulama açısından benzer makroekonomik özellikler taşıyan ve varlık fonu bulunan ülkelerde, ulusal varlık fonlarının ekonomik büyümeye pozitif bir katkı sağladığını göstermiştir. Böylece, teorik olarak ve tartışmalar üzerinden ileri sürülen, ulusal varlık fonlarının ekonomik büyüme üzerindeki pozitif katkısı, ekonometrik bir modelleme ve bilimsel bir çalışma ile ıspatlanmıştır. Çalışma ve sonuçları Türkiye özelinde değerlendirildiğinde, daha faaliyetlerine başlamadan eleştirilen ve başarılı olamayacağı savunulan Türkiye Varlık Fonunun, Türkiye ekonomisi için büyümeye pozitif katkı potansiyeli olabileceğini ortaya koymaktadır. Bir başka şekilde ifade edecek olursak, çalışmadan elde edilen

bulgular, ulusal varlık fonları Türkiye'ye benzer makroekonomik özellikler gösteren diğer ülke örneklerinde ekonomik büyümeye nasıl pozitif katkılar sağlamışşa, aynı şekilde Türkiye Varlık Fonu için de benzer potansiyelin olduğunu ortaya koyması açısından oldukça cesaret vericidir.

Finansal piyasaların en önemli merkezlerinden biri olan ABD piyasasında patlak vermesinin ardından neredeyse tüm dünyaya yayılan küresel kriz, finansal mühendislik ürünleri olarak bilinen inovatif türev enstrümanlarının denetim yetersizliklerinin yol açtığı ve piyasalara ciddi tahribat vermiş olan bir kredi krizidir. Buna likidite ve menkul kıymetleştirme krizi demek de yanlış olmayacaktır. Menkul kıymetleştirme, teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations) veya teminatlı alacaklardan beklenen kısa vadeli nakit akışlarının bir havuzda toplanmak suretiyle oluşturulan kaynak karşılığında varlığa dayalı bir menkul kıymet çıkarılarak ikincil piyasalarda tekrar satılabilmesine imkan sağlar. Varlık değer kazandıkça buna dayalı katılım belgeleri de değer kazanır. Aksi durumda ise yatırımcılar ciddi kayıplara uğrayabilir. Sözkonusu bu tür menkul kıymetleştirmelerin ABD piyasalarında yaygınlaşması ve buna karşılık denetim mekanizmasının yetersizliği, ABD'den başlayıp küresel bir krize dönüşen 2008 krizinin temel nedeni sayılmaktadır. Türk bankalarının bilançolarında "toksik" varlık olarak bilinen bu tür finansal mühendislik enstrümanların yer almayışı, 2008 krizinin Türkiye finans sektörüne ve ekonomisine etkisinin minimum bir düzeyde kalmasında çok önemli bir rol oynamıştır.

Türkiye Varlık Fonunun vadeli işlemler piyasalarında etkin bir katılımcı olması ve fona devredilen ve devredilecek ekonomik varlıkların nakit akışlarına dayalı bir menkul kıymetleştirme veya benzer finansal mühendislik ürünlerine dayalı bir fon yönetim stratejisinin belirlenmesi ve hatta böyle bir stratejinin ağırlıklı olarak fon yönetimine hakim olması beklenebilir ki, bu tür beyanlar ve görüşler zaman zaman yetkili / yetkisiz bir çok kişi tarafından ifade edilmektedir. Ancak bilinmelidir ki, vadeli işlemler piyasaları son derece uzmanlık gerektiren ve volatilite ve risk unsurlarının yoğun olduğu bir alandır. Dolayısıyla, reel sektör ve üretimden bağlantısı koparılmış, bir nevi mali zafiyet yaratan ve bu nedenle zehirli (toksik) olarak nitelenen türetilmiş ve yapılandırılmış estrümanların bir limiti olduğu bilinmeli ve yüksek getiri hırsıyla ülkenin ekonomik ve finansal yapısını zayıflatacak ve bozacak bu tür finansal mühendislik estrümanları için özel

bir hassasiyet oluşturulmalıdır. Ayrıca, Santiago ilkeleri doğrultusunda risk yönetiminde şefffaflık ve kamuya açıklama yapmanın önemi de ortada iken fon yönetiminin çok dikkat ve rikkatli olması ve profesyonellikten taviz vermemesi gerekir.

Sonuç cümlesi olarak denilebilir ki, düşük küresel büyüme ortamında altyapı yatırımlarının sürdürülmesini ve ekonomik büyümeyi desteklemek temel amacıyla doğru bir şekilde kurgulanan ve kurulan Türkiye Varlık Fonunun, yukarıda tartışılan prensip ve deneyimler doğrultusunda hareket eden, uluslararası ekonomik ve siyasi gelişmeleri ve trendleri takip edebilecek ve rasyonel gelecek projeksiyonları yapabilecek yetkinlik ve kapasiteye sahip ve mutlaka milli karakterleri baskın, profesyonel ve şeffaf bir kurumsal yönetim ile hedeflenen amaçlara ulaşması zor olmayacaktır.

KAYNAKÇA

- Akbulak, S. (2008), "Ulusal Varlık Fonları (Sovereıgn Wealth Funds): Gelişmeler Ve Düzenleme Çalışmaları", **http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/962,** (07.02.2017)
- Allen, Mark and Caruana JAIME; (2008), "Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda", **https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf,** (01.05.2017)
- Amar, J. (2016), "Sovereign Wealth Funds: major actors in the global economy", **http://www.oee.fr/files/swfs_briefing_paper_oee_2016.pdf,** (09.02.2017)
- Areaza, A., Castilla, L. & Fernandez C. (2009)" The coming of age of sovereign wealth funds: Perspectives and policy issues within and beyond borders", **Global Journal of Emerging Market Economies**, 1(1), 25-41
- Ashby, H. M. (2008, December). Is CalPERS a Sovereign Wealth Fund. (Number 8-21), **http://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2008/12/IB_8-21-508.pdf**, (02.01.2017)
- Ashby H. M. (2011), "Sovereignty in the Era of Global Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds and the Power of Finance," **Environment and Planning**, 43:1813 -1832
- Berke, B. (2016), "Türkiye'de Sermaye Akımlarının Oynaklığı Ekseninde Reel Döviz Kurunun Belirleyicilerinin Bir Analizi" **Ekonomik Yaklaşım**: 27(101): 1-29
- Bryan J. Balin (2009), "Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis", **https://ssrn.com/abstract=1477725,** (11.05.2017)
- Ceritli, I. (2012), Türk Kamu Yönetiminde Şeffaflaşma Ve Hesap Verebilirliğe Yönelik Pozitif Dönüşüm, Dirençler Ve Zayıflıklar: Geleceğin Gelenekle Dans, **Şeffaf ve Hesap Verebilir Kamu Yönetimi Sempozyumu,** Ankara

- Chatham House (2014), "Africa's Sovereign Wealth Funds Demand, Development and Delivery", **https://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/events/20140905africa-sovereign-wealth-funds.pdf,** (01.02.2017)
- Dedu, V. ve Nıtescu D. C. (2014), " Sovereign Wealth Funds, Catalyzers for Global Financial Markets", **Theoretical and Applied Economics**, XXI , 2(591): 7-18
- De Larosière, J. (2009). Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, **http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf,** (01.01.2017)
- Drănıceanu, D., Dascălu, E., Onışor, L. (2014), "Sovereign Wealth Funds - Activity, Development and Forecasting", **Romanian Journal of Economic Forecasting** – XVII(4): 168-183
- Fernandes, N. (2009), "Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World " **http://www.imd.org/research/publications/upload/wp_2009_01_fernandes_level_1.pdf,** (02.03.2017)
- Gruben, W., Gould D. ve Zaragaza C., (1995), **Exchange Rates, Capital Flows and Monetary Policy in a Changing World Economy**. Boston: Kluwer Academic Pbl,
- Güler, A. ve Özyurt, H. (2011) "Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Reel Ekonomik Performans: Panel ARDL Analizi", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, 3(2), 11-20
- Gülşen, H. (2006). "5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu'nun Kapsamı", ed.Karaaslan, E., **Güncel Mali Sorunlar**, Ümit Ofset, Ankara
- Güredin, E.(2010), **Denetim ve Güvence Hizmetleri**, 13. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul,
- Im, K. S., Pesaran, M. H. and Shin, Y, (2003), "Testing for unit roots in heterogeneous panels**", Journal of Econometrics, Elsevier**, 115(1), 53-74.
- IMF (2007), IMF, Guide on Resource Revenue Transparency, **https://www.imf.org/external/np/fad/trans/guide.htm**, (02.02.2017)

- Kapetanios G, Pesaran M.H. ve Yamagata T. (2011), "Panels with non-stationary multifactor error structures", **Journal Of Econometrics**, 160(2), 326-348.
- Kimmitt, R O. (2008), "In Praise of Foreign Investment", **http://www.international-economy.com/TIE_Sp08_Kimmitt.pdf,** (06.06.2017
- Lipsky, John (2008)," Sovereign Funds: Responsibility with Our Future", **https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp090308/,** (01.12.2016)
- Lo Turco, C. C. (2013). Sovereign Wealth Funds: An Opportunity for Sustainable Development if Properly Managed? PhD Dissertation Thesis, Libera Università Internazionale degli Studi Sociali, **http://eprints.luiss.it/1331/1/20140505-lo_turco**, (04.03.2017)
- Megginson, L. W., & Fotak, V. (2014). "Rise of Fiduciary State: A Survey of Sovereign Wealth Fund Research", **Journal of Economic Surveys**, 29, 733-778,
- Miceli, V., Wöhrmann, A., Wallece, A., Steiner, D. (2015), "Opportunities or threats? The current and future role of sovereign wealth funds in financial markets", **DAWM Working Paper**,No:14, Deustche Asset and Wealth Management, New York.
- Nas, C. (2017), "Varlık Fonları Ve Uluslararası Kriterler", **http://www.ikv.org.tr/images/files/ikv_degerlendirme%20Notu_C%C4%B0GDEMNAS.pdf,** (10.02.2017)
- O'Connell, P.G.J. (1998),"The overvaluation of purchasing power parity", **Journal of International Economics**, 44, 1-19.
- Pesaran M.H. and Smith R. (1995)," Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels", **Journal Of Econometrics**, 8(1), 79-113.
- Pesaran, M.H, Shin, Y. ve Smith R.P. (1999) "Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels", **Journal of the American Statistical Association**, 94(446), 621-634.
- Pesaran M.H. (2004). "General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels", **Cambridge Working Papers in Economics** 0435, Faculty of Economics, University of Cambridge

- Pesaran M.H. (2006), "Estimation and inference in large heterogeneous panels with a multifactor error structure", **Econometrica**, 74(4), 967-1012.
- Pesaran M.H. (2007), "A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence", **Journal of Applied Econometrics**, 22(2), 265-312.
- Pesaran M, Ullah A, Yamagata T. (2008), "A bias-adjusted LM test of error cross-section independence", **Econometrics Journal**, 11(1), 105-127.
- Pesaran M.H. and Yamagata T. (2008), "Testing slope homogeneity in large panels", **Journal Of Econometrics**, 142(1), 50-93.
- Pesaran, M.H. and Chudik, A. (2015)," Common correlated effects estimation of heterogeneous dynamic panel data models with weakly exogenous regressors", **Journal of Econometrics**, 188(2), 393-420.
- PWC (2011), "The impact of Sovereign Wealth Funds on economic success", **https://www.pwc.co.uk/assets/pdf/the-impact-of-sovereign-wealth-funds-on-economic-success.pdf,** (01.02.2017)
- Rodrik, D.(2006), "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", **International Economic Journal**, 20(3):253-266
- Rozanov, A. (2005), "Who holds the wealth of nations?", **http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/xls/RawDataFiles/WealthReportsEtc/SovereignFunds/General/Rozanov2005.pdf**, (01.02.2017)
- Sarafidis, V. and D. Robertson (2009), "On the impact of error cross-sectional dependence in short dynamic panel estimation", **The Econometrics Journal** , 12, 62-81.
- Schena,P., Braunstein, J., Ali, A. (2017)," Capitalizing Economic Development Through Sovereign Investment: A "Paradox of Scarcity"?", **https://ssrn.com/abstract=2962509**, (01.02.2017)
- Şimşek, O. (2017) "Küreselleşme ve Yeni Devlet Kapitalizminin Yükseliş", **Türk Metal Sendikası Araştırma ve Eğitim Yayınları**, No. 7. Ankara
- Stock, J.H. ve M. Watson, (1993) "A simple estimator of cointegrating vectors in higher Order integrated systems", **Econometrica**, 61, 783-820.

- Truman, Edwin M. (2010) **Sovereign wealth funds , Threat or Salvation?,** Peterson Institute for International Economics, ABD
- Truman, Edwin M., (2008) "A blueprint for sovereign wealth fund best practices. Peterson Institute for International Economics Policy Brief. Truman, Edwin M., 2011. Are Asian sovereign wealth funds different?", **Asian Economic Policy Review** 6: 249-268.
- Westerlund J. (2008)"Panel cointegration tests of the Fisher effect", **Journal of Applied Econometrics.** 23(2), 193-233.
- Yalçıner, K., Sürekli, A.M. (2015), "Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 17(1-29).

Ek: Dünyadaki Tüm Ulusal Varlık Fonları Veri Tablosu (Haziran, 2016)

Ülke	Varlık Fonu Adı	Varlıklar (milyar dolar)	Başlangıç Yılı	Kaynak	Linaburg - Madue Şeffaflık Endeksi
Norveç	Government Pension Fund - Global	885	1990	Petrol	10
Çin	China Investment Corporation	813.8	2007	Emtia Harici	8
BAE - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	792	1976	Petrol	6
Kuveyt	Kuwait Investment Authority	592	1953	Petrol	6
S. Arabistan	SAMA Foreign Holdings	576.3	-	Petrol	4
Çin	SAFE Investment Company	474	1997	Emtia Harici	4
Çin - Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	456.6	1993	Emtia Harici	8
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	350	1981	Emtia Harici	6
Katar	Qatar Investment Authority	335	2005	Petrol & Gaz	5
Çin	National Social Security Fund	295	2000	Emtia Harici	5
BAE - Dubai	Investment Corporation Dubai	200.5	2006	Emtia Harici	5
Singapur	Temasek Holdings	193.6	1974	Emtia Harici	10
S. Arabistan	Public Investment Fund	160	2008	Petrol	4
BAE - Abu Dhabi	Mubadala Development Company	125	2002	Petrol	10
BAE - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	110	2007	Petrol	-
G. Kore	Korea Investment Corporation	108	2005	Emtia Harici	9
Avustralya	Australian Future Fund	91.1	2006	Emtia Harici	10
Rusya	National Welfare Fund	72.2	2008	Petrol	5
Libya	Libyan Investment Authority	66	2006	Petrol	1
Kazakistan	Kazakhistan National Fund	64.7	2000	Petrol	2
İran	National Development Fund of Iran	62	2011	Petrol & Gaz	5
Kazakistan	Samruk-Kazyna JSC	60.9	2008	Emtia Harici	10
ABD - Alaska	Alaska Permanent Fund	54.8	1976	Petrol	10
Brunei	Brunei Investment Agency	40	1983	Petrol	1
Rusya	Reserve Fund	38.2	2008	Petrol	5
ABD - Teksas	Texas Permanent School Fund	37.7	1854	Petrol & Gaz	9
Azerbaycan	State Oil Fund	35.1	1999	Petrol	10
Malezya	Khazanah Nasional	34.9	1993	Emtia Harici	9
Umman	State General Reserve Fund	34	1980	Petrol & Gaz	4
BAE - Federal	Emirates Investment Authority	34	2007	Petrol	3
Cezayir	Revenue Regulation Fund	27.2	2000	Petrol & Gaz	1

Cezayir	Revenue Regulation Fund	27.2	2000	Petrol & Gaz	1
Yeni Zelanda	Yeni Zelanda Superannuation Fund	21.5	2003	Emtia Harici	10
ABD - New Mexico	New Mexico State Investment Council	20.2	1958	Petrol & Gaz	9
ABD - Teksas	Permanent University Fund	17.3	1876	Petrol & Gaz	-
Doğu Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	16.6	2005	Petrol & Gaz	8
Şili	Social and Economic Stabilization Fund	14.7	2007	Bakır	10
Kanada	Alberta's Heritage Fund	13.4	1976	Petrol	9
Rusya	Russian Direct Investment Fund	13	2011	Emtia Harici	-
Bahreyn	Mumtalakat Holding Company	10.6	2006	Emtia Harici	10
Şili	Pension Reserve Fund	9.4	2006	Bakır	10
İrlanda	İrlanda Strategic Investment Fund	8.5	2001	Emtia Harici	10
Peru	Fiscal Stabilization Fund	7.9	1999	Emtia Harici	-
ABD - Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	7.3	1974	Mineral	9
Meksika	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	6	2000	Petrol	4
Umman	Oman Investment Fund	6	2006	Petrol	4
Botswana	Pula Fund	5.7	1994	Elmas & Mineral	6
Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	5.5	2000	Petrol	8
Çin	China-Africa Development Fund	5	2007	Emtia Harici	5
Angola	Fundo Soberano de Angola	4.6	2012	Petrol	8
ABD - Kuzey Dakota	North Dakota Legacy Fund	3.2	2011	Petrol & Gaz	-
ABD - Alabama	Alabama Trust Fund	2.5	1985	Petrol & Gaz	9
Kazakistan	National Investment Corporation	2	2012	Petrol	-
ABD - Utah	Utah - SITFO	2	1896	Toprak ve Mineral Telif Ücretleri	-
Nijerya - Bayelsa	Bayelsa Development and Investment Corporation	1.5	2012	Emtia Harici	-
Nijerya	Nigerian Sovereign Investment Authority	1.4	2012	Petrol	9
ABD - Louisiana	Louisana Education Quality Trust Fund	1.3	1986	Petrol & Gaz	-
Panama	Fondo de Ahorro de Panama	1.2	2012	Emtia Harici	10
BAE - Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	1.2	2005	Petrol	3
Bolivya	FINPRO	1.2	2012	Emtia Harici	-
Senegal	Senegal FONSIS	1	2012	Emtia Harici	-
Irak	Development Fund for Irak	0.9	2003	Petrol	-
Filistin	Palestine Investment Fund	0.8	2003	Emtia Harici	-
Venezuela	FEM	0.8	1998	Petrol	1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0.6	1956	Fosfat	1
Brezilya	Sovereign Fund of Brazil	0.5	2008	Emtia Harici	9

Bolivya	FINPRO	1.2	2012	Emtia Harici	-
Senegal	Senegal FONSIS	1	2012	Emtia Harici	-
Irak	Development Fund for Irak	0.9	2003	Petrol	-
Filistin	Palestine Investment Fund	0.8	2003	Emtia Harici	-
Venezuela	FEM	0.8	1998	Petrol	1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0.6	1956	Fosfat	1
Brezilya	Sovereign Fund of Brazil	0.5	2008	Emtia Harici	9
Vietnam	State Capital Investment Corporation	0.5	2006	Emtia Harici	4
Gana	Ghana Petroleum Funds	0.45	2011	Petrol	-
Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	0.4	1998	Petrol	-
Endonezya	Government Investment Unit	0.3	2006	Emtia Harici	-
Moritanya	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0.3	2006	Petrol & Gaz	1
Avustralya	Western Australian Future Fund	0.3	2012	Mineral	-
Moğolistan	Fiscal Stability Fund	0.3	2011	Mineral	-
Ekvatoral Gine	Fund for Future Generations	0.08	2002	Petrol	-
Papua Yeni Gine	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	-	2011	Gaz	-
Türkmenistan	Turkmenistan Stabilization Fund	-	2008	Petrol & Gaz	-
ABD - Batı Virjinya	West Virginia Future Fund	-	2014	Petrol & Gaz	-
Meksika	Fondo Mexicano del Petroleo	-	2014	Petrol & Gaz	-
Türkiye	**Turkey Asset Management**	-	**2016**	**Emtia Harici**	-
	Toplam Petrol & Gaz İlişkili	**4183.25**			
	Toplam Diğer	**3254.28**			
	Genel Toplam	**7437.53**			