



## *SDE Analiz*

# *Ulusal Refah Fonları: Risk mi, Fırsat mı?*

*Hasan AYKIN*

# İçindekiler:

1. GİRİŞ .....	4
2. ANA HATLARI İLE ULUSAL REFAH FONLARI.....	5
2.1. Tanım .....	5
2.2. Amaçları.....	5
2.3. Türleri .....	6
2.4. Büyüklüğü ve Gelişim Trendi .....	6
2.5. Hızlı Büyüme Nedenleri .....	8
3. ULUSAL REFAH FONLARININ ÖNEM KAZANMASI.....	10
3.1. Küresel Finansal Sistemin Dönüşümü .....	10
3.2. Yatırım Stratejilerindeki Değişmeler.....	12
3.3. Fonların Dış Politika Aracı Olarak Kullanılma Riski .....	13
a) URF'lerin Kamu Sahipliğinde Olması .....	14
b) Şeffaflık Düzeylerinin Düşük Olması.....	14
c) Kurumsal Yapı ve Risk Yönetim Sistemlerinin Yetersiz Olması .....	15
d) Yükümlülüğün Sınırlı Olması veya Hiç Olmaması.....	15
e) Sınırlı Sayıda Aktörün Piyasayı Yönlendirme Gücüne Sahip Olması.....	15
f) Ulusal Güvenlik Anlayışının Genişlemesi ve Derinleşmesi .....	15
4. ULUSAL REFAH FONLARINA KARŞI POLİTİKA VE UYGULAMALAR .....	17
5. IMF VE OECD'İN ORTAYOL ARAYIŞLARI .....	20
6. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ .....	22
KAYNAKÇA.....	25

## Özet

Geçmiş 1950'li yıllara kadar giden, döviz varlıkları ile fonlanan, resmi rezervlerden ayrı olarak yönetilen, büyük oranda diğer ülke varlıklarına yatırım yapan ve devlet sahipliğinde olan Ulusal Refah Fonları (Sovereign Wealth Funds), 2000'li yıllardan itibaren uluslararası politik iktisadın önemli bir gündem maddesi haline gelmiştir. Fon hacminin hızla büyüyerek 4 trilyon doların üzerine çıkması, yatırım stratejilerinin 2005'ten itibaren daha agresif hale gelmesi ile Çin ve Rusya'nın bu alana oyuncu olarak girmesi Ulusal Refah Fonları ile ilgili politik kaygıları artırmıştır. Küresel ekonomik sistemde istikrara ve ülke ekonomilerinin gelişme ve kalkınmasına kaynak sağlayan fonların bazı ülkelerce ulusal güvenlik tehdidi olarak görülmesi fonların risk mi yoksa fırsat mı olduğu sorusunu beraberinde getirmiştir. Çalışmada bu soruya cevap arama kapsamında, Ulusal Refah Fonlarının genel özellikleri, büyüme trendi, son dönemde önem kazanmasındaki etkenler ile yatırımların hedefi olan ülkelerin fonlara yönelik korumacı refleksleri, buna karşılık IMF ve OECD başta olmak üzere uluslararası kuruluşların ortayol arayışları üzerinde durulmakta, fonların risk mi yoksa fırsat mı olduğu hususu sorgulanmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Ulusal Refah Fonları, OECD, IMF

## 1. Giriş\*

**Büyükülüğü hızla artan, yeterince şeffaf olmayan ve yatırım stratejilerinde daha agresif yöntem tercih etmeye başlayan ulusal refah fonları uluslararası alanda gerek ekonomik gerekse politik etkileri açısından sıkça tartışılmaya, uluslararası belgelere ve ülke mevzuatlarına konu olmaya başlanmıştır.**

1980'lerden itibaren artan finansal serbestleşme, Soğuk Savaş'ın sona ermesi ve küreselleşmenin geldiği boyut, uluslararası ilişkilerde ekonominin önemini artırmıştır. Buna paralel olarak ekonomik güvenlik, ulusal güvenliğin önemli bir unsuru haline gelmiş, akademisyenler ve politikacıların gündeminde ön sıralara yerleşmiştir. Böyle bir ortamda büyükülüğü hızla artan, yeterince şeffaf olmayan ve yatırım stratejilerinde daha agresif yöntem tercih etmeye başlayan ulusal refah fonları (URF)<sup>1</sup> (*Sovereign Wealth Funds*) uluslararası alanda gerek ekonomik gerekse politik etkileri açısından sıkça tartışılmaya, uluslararası belgelere ve ülke mevzuatlarına konu olmaya başlanmıştır.

Ulusal refah fonlarının ulusal güvenliğe yansımaları konusunda politikacı ve ekonomistler iki kampa ayrılmışlardır. Bir kısmı fonları ulusal güvenlik sorunu olarak görmekte; şeffaf olmamaları ve yatırımlarında politik saiklerin hakim olma ihtimali nedeni ile devlet sahipliğindeki bu fonlarca yapılacak yatırımlar için kısıtlayıcı düzenleme ve uygulamalar getirilmesini önermektedirler. Diğer kısmı ise, uzun dönemli yatırım tercihlerinde bulunan fonları dış finansal kaynak ihtiyacını karşılama ve makroekonomik istikrar açısından bir fırsat olarak görmektedir.

Çalışmada, ulusal refah fonlarının genel özellikleri, büyüme trendi, son dönemde önem kazanmasındaki etkenler ile yatırımların hedefi olan ülkelerin fonlara yönelik korumacı refleksleri, buna karşılık IMF ve OECD başta olmak üzere uluslararası kuruluşların orta yol arayışları üzerinde durulacak, fonların gerçekte bir risk mi yoksa fırsat mı olduğu hususu sorgulanacaktır.

### SDE Analiz

## 2. Ana Hatları İle Ulusal Refah Fonları

### 2.1. Tanım

Ulusal refah fonu, büyük oranda diğer ülke varlıklarına yatırım yapan, kamu sahipliğindeki veya kontrolündeki finansal varlık havuzudur (Truman, 2008:1). URF, döviz varlıkları ile fonlanan ve merkez bankalarında tutulan resmi rezervlerden ayrı olarak yönetilen kamu yatırım araçları olarak da tanımlanmaktadır (DoT, 2007).

Ulusal refah fonlarının genel kabul görmüş bir tanımı bulunmamaktadır. Bu nedenle fonların temel özelliklerinin ortaya konulması daha pratik bir yaklaşım olarak görülmektedir. URF'lerin dört temel özelliğinden bahsetmek mümkündür (ECB, 2008:6): (1) Sahibi devlettir. (2) Aktiflerindeki varlıklarına karşılık yükümlülüğü yoktur veya çok sınırlıdır. Bu nedenle de yüksek risk toleransına sahiptir. (3) Yatırım alan ve amaçları açısından resmi döviz rezervlerinden farklıdır. (4) Fonların tamamı veya önemli kısmı yabancı ülke varlıklarında değerlendirilmektedir.

### 2.2. Amaçları

Ülkenin sahip olduğu zenginliğin bir kısmının gelecek nesillere aktarılması, ülkenin temel bazı sektörlerde lider pozisyonu edinmesi, resmi döviz rezervlerinin daha yüksek getirili alanlarda değerlendirilmesi URF'lerin amaçlarından bazılarıdır (Goff, 2007). Diğer amaçlar ise, gelir ve ihracattaki yüksek dalgalanmaların ekonomi ve bütçe üzerindeki etkilerini azaltmak ve böylece makroekonomik istikrar sağlamak, yenilenemez ihracat malları dışındaki alanlarda da güçlü olmak, para otoritesinin elindeki fazla likiditeyi emerek para politikasında etkinliğe yardımcı olmak, uzun dönemli sürdürülebilir bir sermaye yapısına sahip olmak ve uluslararası politik strateji aracı olarak kullanılmak şeklinde sıralanabilir ([www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org)).

---

*Ülkenin sahip olduğu zenginliğin bir kısmının gelecek nesillere aktarılması, ülkenin temel bazı sektörlerde lider pozisyonu edinmesi, resmi döviz rezervlerinin daha yüksek getirili alanlarda değerlendirilmesi URF'lerin amaçlarından bazılarıdır.*

SDE Analiz

### 2.3. Türleri

Ulusal refah fonları, kaynağına göre emtia ve emtia dışı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (DoT, 2007). Emtia URF'leri başta petrol ve doğal gaz gibi ihracat ürünü gelirlerinin bir kısmının ayrılması suretiyle oluşturulmaktadır. Ayrıca bakır (Şili), fosfat (Kribati) gibi doğal kaynaklardan elde edilen gelirlerle oluşturulmuş URF'ler de bulunmaktadır. Yüksek bütçe veya cari işlemler fazlası ile özelleştirme gelirleri gibi kaynaklar kullanılarak oluşturulan URF'ler ise emtia dışı kategorisinde değerlendirilmektedir.

URF'ler amaçları açısından da çeşitli sınıflandırmalara tabi tutulmaktadır. IFSL (2010:4) tarafından "istikrar fonları" ve "tasarruf fonları" şeklinde ikili ayırım tercih edilirken; IMF (2008:5), (1) İstikrar fonları, (2) Tasarruf fonları, (3) Rezerv yatırım fonları, (4) Kalkınma fonları ve (5) Emeklilik ihtiyat fonları şeklinde beşli ayırımı tercih etmiştir. IMF (2011:4) daha sonraki bir çalışmada ise, kalkınma fonlarını URF sınıflandırmasından çıkararak dörtlü ayırımı benimsemiştir.

URF'lerin önemli bir kısmı zenginliğin gelecek nesillere aktarılmasını amaçlayan tasarruf fonu ve makroekonomik istikrarı amaçlayan istikrar fonu niteliğindedir. Emeklilik ihtiyat fonu ve rezerv yatırım fonu niteliğindeki URF'ler ise sınırlı sayıdadır (IMF, 2011:4).

### 2.4. Büyüklüğü ve Gelişim Trendi

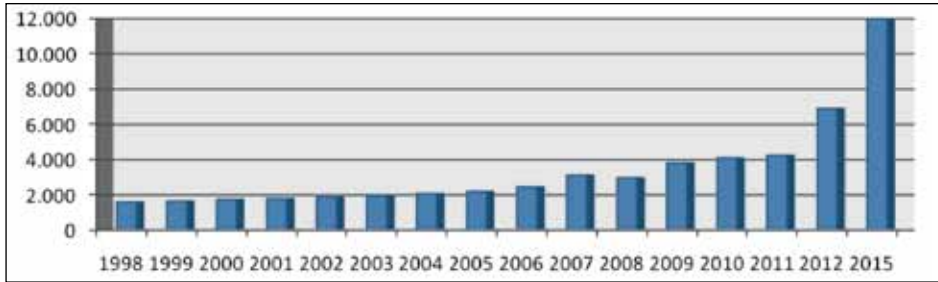
2005'ten itibaren yoğun şekilde tartışılmaya başlanmasına rağmen URF'lerin geçmişi 1950'li yıllara kadar gitmektedir. İlk URF olan Kuveyt Yatırım Fonu 1953 yılında kurulmuştur. Singapur 1974 yılında Tamasek Holding'i kurmuştur. 1970'li yıllarda artan petrol fiyatlarının da etkisi ile günümüzdeki en büyük URF olan Abu Dabi Yatırım Fonu (1976) kurulmuştur. URF'lerin sayısındaki asıl artış, 2000'li yıllardan itibaren yaşanmıştır. Günümüzde mevcut önemli URF'lerin yüzde 27'si 1990 öncesine, yüzde 56'sı ise 2000 sonrasına aittir.

Sayısal artış yanında fon hacminin de hızla artmakta olduğu görülmektedir. URF'lerin fon hacmi 1990'da 500 milyar iken, 2011 Mart ayı itibariyle 4 trilyon 256 milyar Dolara ulaşmıştır. Büyüme trendinin artarak devam edeceği düşünülmekte ve toplam fon hacminin 2012 yılı için 6,9 trilyon Dolara (Farrel vd., 2007:27) ve 2015 yılı için ise 12 trilyon Dolara (Jen, 2007) ulaşacağı tahminleri yapılmaktadır<sup>2</sup>.

**URF'lerin önemli bir kısmı zenginliğin gelecek nesillere aktarılmasını amaçlayan tasarruf fonu ve makroekonomik istikrarı amaçlayan istikrar fonu niteliğindedir. Emeklilik ihtiyat fonu ve rezerv yatırım fonu niteliğindeki URF'ler ise sınırlı sayıdadır.**

## SDE Analiz

**Şekil 1:** URF'lerin Yıllar İtibariyle Toplam Piyasa Büyüklükleri (1998-2015, Milyar Dolar)



**Kaynak:** www.swfinstitute.org , 2011 yılı Mart Ayı itibariyledir. 2012 yılı tahmini Farrel vd. (2007); 2015 tahmini ise, Jen (2007) tarafından yapılmıştır.

**Tablo 1:** Sahip Olunan Varlık Büyüklüğü Açısından En Büyük SWF'ler (Mart 2011)

	Ülke	Fon İsmi	Varlık Tutarı (Milyar \$)	Kuruluş Tarihi	Kaynağı
1	BAE- Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Authority	627	1976	Petrol
2	Norveç	Government Pension Fund - 3Global	556.8	1990	Petrol
3	Suudi Arabistan	SAMA Foreign Holdings	439.1	--	Petrol
4	Çin	SAFE Investment Company	347.1	1997	Emtia-Dışı
5	Çin	ChinaInvestment Corporation	332.4	2007	Emtia-Dışı
6	Çin - Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	292.3	1993	Emtia-Dışı
7	Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	247.5	1981	Emtia-Dışı
8	Kuveyt	Kuwait Investment Authority	202.8	1953	Petrol
9	Çin	National Social Security Fund	146.5	2000	Emtia-Dışı
10	Singapur	Temasek Holdings	145.3	1974	Emtia-Dışı
11	Rusya	National Welfare Fund	142.5	2008	Petrol
12	Katar	Qatar Investment Authority	85	2005	Petrol
13	Avustralya	Australian Future Fund	72.9	2004	Emtia-Dışı
14	Libya	Libyan Investment Authority	70	2006	Petrol
15	Cezayir	Revenue Regulation Fund	56.7	2000	Petrol
16	BAE - Abu Dabi	International Petroleum Investment Company	48.2	1984	Petrol
17	ABD - Alaska	Alaska Permanent Fund	39.7	1976	Petrol
18	Kazakistan	Kazakhstan National Fund	38.6	2000	Petrol
19	Güney Kore	Korea Investment Corporation	37	2005	Emtia-Dışı
20	Malezya	Khazanah Nasional	36.8	1993	Emtia-Dışı

**Kaynak:** <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (Erişim, 14.03.2011)

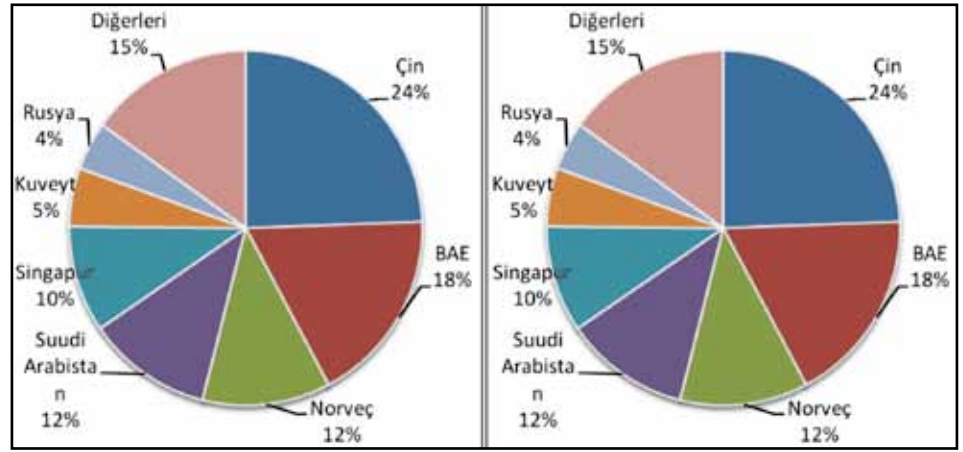
*2005'ten itibaren yoğun şekilde tartışılmaya başlanmasına rağmen URF'lerin geçmişi 1950'li yıllara kadar gitmektedir. İlk URF olan Kuveyt Yatırım Fonu 1953 yılında kurulmuştur. Singapur 1974 yılında Tamasek Holding'i kurmuştur.*

SDE Analiz

URF'lerin Mart 2011 itibariyle toplam hacminin yüzde 79.2'si ilk on fonda ve yüzde 94.8'i ise ilk yirmi fonda toplanmaktadır. Bu dağılım, fonların az sayıda aktörün yönetiminde olduğunu göstermektedir.

Fonların ülkeler ve bölgeler itibariyle yoğunlaşma durumu ise aşağıda sunulmaktadır. Çin, Birleşik Arap Emirlikleri en büyük fon hacmine sahip ülkeler olarak dikkat çekmektedir. Bölgesel anlamda ise fonların yüzde 78'i Ortadoğu ve Asya kaynaklıdır.

**Şekil 2:** URF'lerin Ülkeler ve Bölgeler İtibariyle Dağılımı (2009 sonu)



**Kaynak:** SWF Institute ve IFSL

*URF'lerin fon hacminin hızlı artışındaki önemli etkenlerden birisi, emtia fiyatlarındaki hızlı yükselişlerdir. Petrol ve doğal gaz fiyatlarındaki artış trendine paralel olarak URF'lerin fon hacmindeki artış trendinin devam etmesi beklenmektedir.*

## 2.5. Hızlı Büyüme Nedenleri

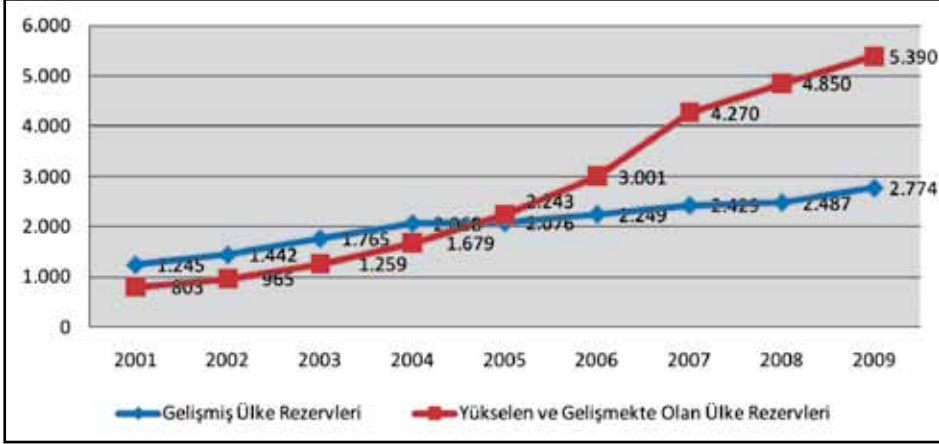
URF'lerin fon hacminin hızlı artışındaki önemli etkenlerden birisi, emtia fiyatlarındaki hızlı yükselişlerdir. Petrol ve doğal gaz fiyatlarındaki artış trendine paralel olarak URF'lerin fon hacmindeki artış trendinin devam etmesi beklenmektedir. Petrolün varil fiyatının 50 Dolar civarında seyretmesi durumunda petrol ihracatçısı ülkelerin yıllık 389 milyar; 70 Dolar civarında seyretmesi durumunda ise 750-800 milyar Dolar daha fazla gelir elde edecekleri tahmin edilmektedir (Farrel vd., 2007:27).

Cari işlemler veya bütçe fazlalarından kaynaklı gelirler de URF'lerin sayı ve hacim olarak artışında önemli bir etkidir. Özellikle 1997-1998 Asya krizi sonrasında pek çok Doğu Asya ülkesi, benzeri bir finansal krizle tekrar karşılaşmamak için tedbir almaya başlamıştır. Kriz sırasında ülkelerin finansal açıdan diğer ülkelere veya IMF'ye bağımlılığı önemli bir zafiyet unsuru olarak görülmüş, bu nedenle rezerv biriktirme amacına yönelik kur ve ihracat politikaları uygulanması Doğu Asya ülkeleri için sıklıkla karşılaşılan bir durum olmuştur. Griffith ve Diğerlerinin (2008) deyimi ile



kendini güvenceye alma şeklindeki merkantilist motivasyon bu ülkelerde etkili olmuştur.

**Şekil 3:** Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Ulusal Döviz Rezervleri (2001-2009, Milyar Dolar)



**Kaynak:** <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>’te (Erişim 28.03.2011) yer alan verilerden hareketle oluşturulmuştur.

Ülke döviz rezervleri esas itibariyle, istikrarlı ancak düşük getirili alanlarda değerlendirilmektedir. Ancak 2002 sonrasında Dolar ve Avro’nun değer kaybı ve hazine kâğıtlarının getirisindeki düşüşler nedeniyle bu yatırımların getirisi iyice azalmıştır. Hızla yükselen döviz rezervleri ülkelerin yüksek getirili alternatif yatırım imkanlarını araştırmasını beraberinde getirmiştir. Sahip olunan rezervin yüksekliği, bunların bir kısmının alternatif araçlar için kullanılması konusunda ülkelerin elini rahatlatmıştır (ECB, 2008:7). Bu rahatlığa paralel olarak bazı ülkelerin önemli miktarda döviz kaynağını alternatif alanlar için ayırdığı gözlemlenmiştir. Örneğin Güney Kore, 2005 yılında döviz rezervlerinden 30 milyar Doları ve Çin, 2007 yılında 200 milyar Doları bir kalemde kendi URF’lerine aktarmıştır.

*Hızla yükselen döviz rezervleri ülkelerin yüksek getirili alternatif yatırım imkânlarını beraberinde getirmiştir. Sahip olunan rezervin yüksekliği, bunların bir kısmının alternatif araçlar için kullanılması konusunda ülkelerin elini rahatlatmıştır.*

SDE Analiz

## 3. Ulusal Refah Fonlarının Önem Kazanması

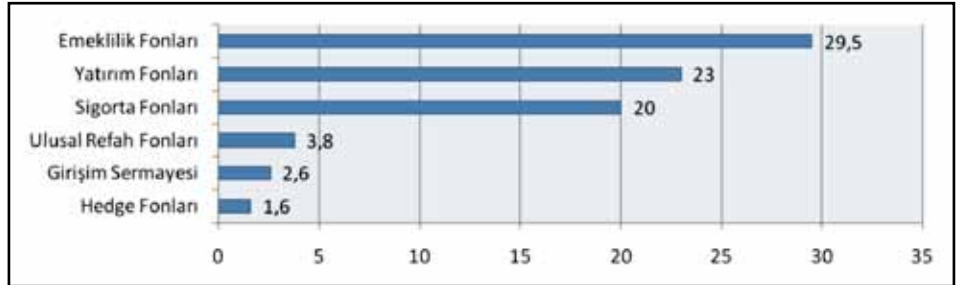
Yarım yüzyıldan fazla geçmişe sahip URF'lerin neden son dönemde uluslararası politik iktisadın önemli bir gündem maddesi haline geldiği konusu önem taşımaktadır. Bunun çeşitli nedenleri bulunmakta olup, başlıcaları aşağıda incelenecektir.

*URF'ler küresel finansal sistem içinde önemli büyüklüğe ulaşmıştır. Sürekli büyüyen fonlar "hedge fonları" ve "girişim sermayeleri"nin varlık büyüklüklerini aşmış, orta vadede yatırım ve emeklilik fonlarını dahi geride bırakma potansiyeline sahip hale gelmiştir.*

### 3.1. Küresel Finansal Sistemin Dönüşümü

URF'ler küresel finansal sistem içinde önemli büyüklüğe ulaşmıştır. Sürekli büyüyen fonlar "hedge fonları" ve "girişim sermayeleri"nin varlık büyüklüklerini aşmış, orta vadede yatırım ve emeklilik fonlarını dahi geride bırakma potansiyeline sahip hale gelmiştir. Bu hali ile URF'ler küresel finansal sistemin önemli bir aktörü haline dönüşmüştür (ECB, 2008:5). Roy'a (2007) göre, URF'ler küresel finansal sistemi yeniden şekillendirmektedirler.

**Şekil 4:** Finansal Varlıklar İçinde Ulusal Refah Fonları (2009, Trilyon \$)



**Kaynak:** IFSL (2010:1)

## SDE Analiz



URF'ler değişen küresel finansal sistemde sermaye sahipliğinin çevre ülkelere doğru kaymasına işaret etmektedir. Japonya'dan sonra, ABD ve Avrupa ülkeleri dışındaki bir coğrafyadan aktörler küresel finansal sistemde rol oynamaya başlamıştır (Farrel ve diğerleri, 2007:47; Truman, 2008:2).

2009 yılında en büyük sermaye ihracatçısı ülke, yüzde 23,5'lik payla Çin olmuştur. Rusya, Singapur, Kuveyt, Malezya gibi ülkeler büyük sermaye ihracatçısı ülkeler arasında yer almaktadır (IMF, 2010:161).

Ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelerin kendi aralarında ve gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleşen sermaye akımı tersine dönmeye başlamıştır. Bu durum, Obama'nın ekonomi danışmanı Ulusal Ekonomi Konseyi yöneticisi Summers (2007) tarafından küresel finansal sistem için bir tür "ironi" olarak değerlendirilmiştir.

Gelişmekte olan ülke fonlarının değerlendirilme yöntem ve araçlarında da farklılaşma başlamıştır. 1970'li yıllardaki petrol şokları sonucu oluşan petrodolarlar ABD ve Avrupa finansal piyasalarında daha çok sabit getirili kâğıtlara yatırılmıştır. Dolayısıyla fonların yönetimi ABD ve Batılı finansal kuruluşlara ait olmuştur. Ancak yeni dönemde URF'lerle birlikte, sabit getirili alan dışındaki pek çok araca yatırım yapılmaktadır. Ayrıca fonların kontrol ve yönetimi de gelişmiş ülkelere bırakılmamakta, Batılı finansal kuruluşlar fonun yöneticisi statüsünden aracılığını yapan statüsüne doğru gerilemektedir.

URF'ler aynı zamanda gelişmiş ülkelerce savunulan uluslararası ekonomik düzenin işleyişini de güçleştirmektedir. Devlet sahipliğindeki URF'ler, neoklasik iktisadın temel varsayımlarına ve Washington Konsensüsü ile arzu edilen küresel ekonomik sistemin doğasına ters düşmektedir. URF'lerle birlikte oluşan küresel ekonomik sistem, "devlet kapitalizminin dönüşü" olarak nitelenmekte ve fonların kapitalizmin mantığını sarsmasına vurgu yapılmaktadır (Summers, 2007).

Daha önce sermaye hareketlerine ilişkin düzenleyici ve şoklara karşı önlem alan pozisyonda bulunan devlet, URF ile birlikte bizzat küresel sistemin bir aktörü haline gelmiştir. Küresel finansal sistemdeki bu aktörlük rolü aynı zamanda uluslararası nitelikli servette özel kesim karşısında kamunun rolünün artması anlamına da gelmektedir (Helleiner ve Lundblad, 2008:68-69). 1980'lerden itibaren hararetle savunulan ve Washington Konsensüsü'nün önemli ilke ve önerilerinden biri olan özelleştirmenin tersi yönde bir gelişim söz konusu olmaktadır.

URF'ler küresel finansal sistemde ABD odaklı rezerv sistemine bağımlılığı azaltma amacı da taşımaktadır. Son dönemde URF kuran Çin, Rusya, Libya, İran ve Venezüella gibi ülkelerin ABD'nin jeopolitik veya potansiyel rakipleri olması bu amacın bir göstergesi olarak ortaya konulmaktadır (Helleiner ve Lundblad, 2008:66). URF'ler aynı zamanda ABD Doları ve Avro'nun rezerv para olarak tutulmasına yönelik de tehdit oluşturmaktadır (ECB, 2008).

---

***URF'ler gelişmiş  
ülkelerce savunulan  
uluslararası  
ekonomik düzenin  
işleyişini de  
güçleştirmektedir.  
Devlet  
sahipliğindeki  
URF'ler, neoklasik  
iktisadın temel  
varsayımlarına  
ve Washington  
Konsensüsü ile  
arzu edilen küresel  
ekonomik sistemin  
doğasına ters  
düşmektedir.***

SDE Analiz



### 3.2. Yatırım Stratejilerindeki Değişmeler

URF'lerin uluslararası politik iktisadın önemli bir gündem maddesi haline gelmesindeki en önemli etkenlerden bir diğeri, yatırım strateji ve alanlarındaki değişimdir. Daha önceleri yabancı ülke hazine tahvil ve bonoları gibi sabit getirili araçlara yatırım yapan URF'ler son dönemde daha riskli, ancak uzun dönemde daha yüksek getiri potansiyeline sahip alanlarda agresif yatırım stratejisi benimsenmeye başlamıştır. Tablo 2'den de görüleceği üzere URF'ler son yıllarda, finans, teknoloji, enerji, havacılık alanındaki şirketlerin sahibi olmaya başlamışlardır. Gayrimenkul alımları da hızla artmıştır.

URF'lerin büyük miktarlı şirket satın almalarında da önemli artış yaşanmakta ve bu artış hem işlem sayısında ve hem de hacimde kendini göstermektedir. 2000 yılında 4 işlem ve 57 milyar Dolarlık bir hacim söz konusu iken; 2008 yılında, 109 işlem ve 192 milyar Dolarlık bir hacme ulaşılmıştır (Mirachy ve Bortolotti, 2010).

**Tablo 2:** URF'lerin Büyük Yabancı Şirket Payı Satın Almaları Gayrimenkul Yatırımları

URF Sahibi	Şirket	Pay(%) veya Tutar (Milyon \$)	Sektör	Ülke	Yıl
Çin	The Blackstone Group	%10	Girişim Sermayesi	ABD	2007
	Morgan Stanley	%10	Finans	ABD	2007
	Barclay's	%3	Finans	İngiltere	2007
	ANZ	-	Finans	Avustralya	2007
BAE	EADS	%3	Havacılık	Fransa-Almanya-İngiltere	2007
	Citigroup	%4,9	Finans	ABD	2007
	Kor Hotel Group	%50	Otel	ABD	2008
	MGM Mirage	%20	Otel	ABD	2008
	Fountain bleau Resorts	375	Otel	ABD	2008
Chrysler Building	800	Ofis	ABD	2008	
Katar	Londra Borsası	%20	Finans	İngiltere	2007
	J. Sainsbury	%25	Supermarket	İngiltere	2007
	Volkswagen	%17	Otomotiv	Almanya	2009

*Önceleri yabancı ülke hazine tahvil ve bonoları gibi sabit getirili araçlara yatırım yapan URF'ler son dönemde daha riskli, ancak uzun dönemde daha yüksek getiri potansiyeline sahip alanlarda agresif yatırım stratejisi benimsenmeye başlamıştır.*

## SDE Analiz

Kuveyt	New York'ta 3 adet G.Menkul	1149	Gayrimenkul	ABD	2008
	Londra'da Ofis	582	Ofis	İngiltere	
	General Motors Building N.Y. (Diğer Bazı Yatırımcılarla Birlikte)	2800	Ofis	ABD	
Singapur	UBS	-	Finans	İngiltere	2007
	Barclay's	%5	Finans	İngiltere	2007
Kore	Gatwick Havaalanı	%12	Havaalanı İşl.	İngiltere	2009
Umman	Heron Tower (London)	900	Ofis	İngiltere	2007

**Kaynak:** Securities Data Corporation Database, SWF Institute ve diğer kaynaklardan derlenmiştir.

Bazı ülkelerde birden fazla URF oluşturulmakta ve yeni oluşturulan URF'lerle daha agresif yatırım stratejisi izlenebilmektedir. Örneğin Rusya mevcut İstikrar Fonu'nu ikiye bölerek yeni bir URF oluşturmuş ve yeni fonun, şirket satın alma ve benzeri aktif ve riskli alanlara yatırım yapacağını duyurmuştur. Bu durum, İngiltere ve Almanya'da kaygıyla karşılanmıştır (Belton, 2007). Rusya ve Çin kaynaklı URF'lerle birlikte bu fonlarla ilgili tartışmalar hararet kazanmıştır.

Yatırımlarda coğrafi olarak da çeşitlenmeler meydana gelmiştir. Daha önce gelişmiş Batılı ülkelerde yoğunlaşan yatırımlar, gelişmekte olan piyasalara da yönelmiştir (Roy, 2007). Örneğin Çin petrol başta olmak üzere kritik girdilerde arz güvenliğini sağlamak amacıyla Afrika ve Asya'da önemli operasyonlara imza atmaktadır.

### 3.3. Fonların Dış Politika Aracı Olarak Kullanılma Riski

Fonlara olan ilginin artmasındaki en önemli nedenlerden birisi, bunların uluslararası politikada bir araç olarak kullanılma riskidir. Fonların devlet sahipliğinde ve kontrolünde olması bu endişelerin kaynağını oluşturmaktadır (Monk, 2008:1).

URF'lerin bankacılık ve ileri teknoloji gibi hassas sektörlerle yönelmeleri ile birlikte politik yönü ağır basan kaygılar ortaya konulmaya başlanmıştır (Kimmit, 2008:128). URF'ler aracılığı ile stratejik alanlarda kontrolün ulusal unsurlardan başka hükümetlerin kontrolüne geçmesi sorunu gündeme gelmektedir (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010).

**Bazı ülkelerde birden fazla URF oluşturulmakta ve yeni oluşturulan URF'lerle daha agresif yatırım stratejisi izlenebilmektedir. Örneğin Rusya mevcut İstikrar Fonu'nu ikiye bölerek yeni bir URF oluşturmuş ve riskli alanlara yatırım yapacağını duyurmuştur.**

SDE Analiz

URF'lerin temel amacı kârını maksimize etmek isteyen yapılanmalar olmadığı, yatırımların milli çıkarlar esas alınarak yapılma riskinin bulunduğu ABD, Fransız ve Alman politikacılar tarafından dillendirilmiştir (The Economist, 19 Ocak 2008; Marchick ve Slaughter, 2008:10). URF'lerin satın aldıkları şirketler aracılığı ile sonraki dönemde ülke piyasalarına veya para birimine yönelik spekülasyon saldırlarda bulunabileceği endişeleri oluşmuştur (Aizeman ve Click, 2007)

Çin ve Rusya başta olmak üzere, ABD'nin küresel rakiplerinin büyük URF sahibi olmaları endişeleri tetikleyici bir unsur olmuştur. Çin'in ABD başta olmak üzere, dünyanın dört bir yanındaki operasyonları ile Rusya'nın özellikle Avrupa eksenli operasyonları yatırımın hedefi olan gelişmiş ülkelerde önemli bir sorun olarak algılanmıştır. Kaygılar sadece ekonomik değil, aynı zamanda jeopolitik veya daha moda kavram ile jeoekonomik niteliklidir. The Economist dergisinin 19 Ocak 2008 tarihli kapağı bu kaygının dışavurumudur. Derginin anılan sayısında URF'ler, "Ulusal Refah Fonlarının İstilas" (Invasion of Sovereign Wealth Funds) şeklinde kapaktan haber yapılmıştır. Kapak resminde tonlarca altın taşıyan çok sayıda savaş helikopterine yer verilmiştir.

Ulusal refah fonlarının ulusal güvenlik için risk olarak algılanmasının ardında teknik ve politik nedenler bulunmaktadır. Bunları özetle aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

#### a) URF'lerin Kamu Sahipliğinde Olması

Kamu sahipliğindeki URF'lerin pek çoğu bürokratlar tarafından yönetilmektedir. Bu durum, dış yatırımlarda ekonomik saiklerin dışında politik etkenlerin söz konusu olabileceği kaygılarını artırmaktadır.

#### b) Şeffaflık Düzeylerinin Düşük Olması

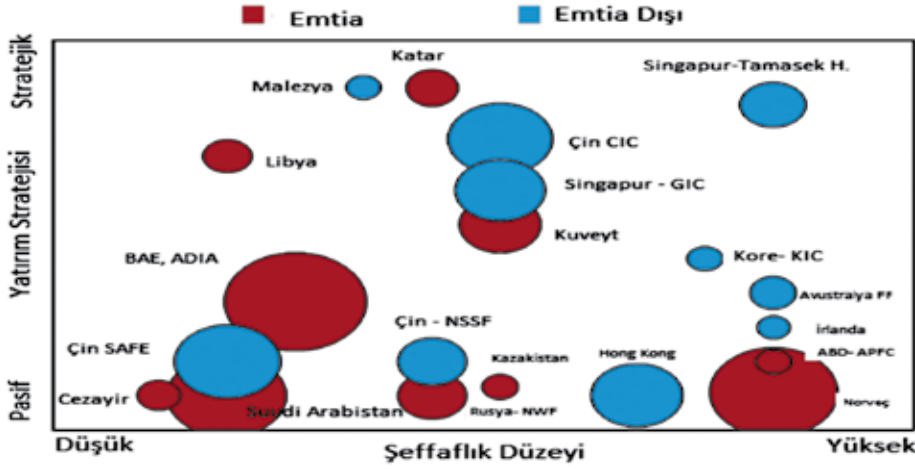
URF'lerin kurumsal yapısı, sahip oldukları fon miktarı, yöneldikleri yatırım alanları, şirket satın almaları, temel yatırım stratejileri gibi konulardaki şeffaflık düzeyi benzeri pek çok uluslararası finansal yapılara göre zayıftır. Bu nedenle fonların takip ve kontrolünde güçlükler bulunmaktadır. Piyasayı bozmaya yönelik bir amaç gütmeseleler dahi yeterli şeffaflığın bulunmaması, piyasadaki diğer oyuncuların bu fonlarla rekabetini zorlaştırabilmektedir. Şekil 5'te URF'lerin önemli bir kısmının şeffaflık düzeyinin düşük olduğu görülmektedir. Şeffaflık açısından gelişmekte olan ülke URF'leri düşük düzeydedir. URF'lerin bir kısmı daha geleneksel (pasif), diğer kısmı ise daha stratejik (agresif) yatırım yaklaşımını tercih etmektedir. Şeffaflık düzeyi yüksek ve yatırım stratejisi agresif olan URF'ler yatırım yapılan ülkelerde ulusal ekonomik güvenlik için daha büyük tehdit olarak algılanmaktadır.

---

**URF'lerin kurumsal yapısı, sahip oldukları fon miktarı, yöneldikleri yatırım alanları, şirket satın almaları, temel yatırım stratejileri gibi konulardaki şeffaflık düzeyi benzeri pek çok uluslararası finansal yapılara göre zayıftır. Bu nedenle fonların takip ve kontrolünde güçlükler bulunmaktadır.**

## SDE Analiz

Şekil 5: Ulusal Refah Fonlarının Yatırım Stratejileri ve Şeffaflık Düzeyleri



Kaynak: SWF Institute - Ocak 2011 İtibariyle

### c) Kurumsal Yapı ve Risk Yönetim Sistemlerinin Yetersiz Olması

Kamu sahipliğinde çok farklı örgüt yapılarına sahip URF'lerin önemli bir kısmında uygun risk yönetim sistemlerinin bulunmaması piyasaların istikrarı açısından önemli bir risk unsuru olarak görülmektedir. Yönetim yapılanmasındaki belirsizlikler, özellikle istikrarsızlık dönemlerinde kiminle ve hangi mekanizmalarla iletişime geçileceği konusunda tereddütler oluşturmaktadır (Helleiner ve Lundblad, 2008:70).

### d) Yükümlülüğün Sınırlı Olması veya Hiç Olmaması

Sahip oldukları varlıklara karşılık yükümlülüklerinin bulunmaması veya çok sınırlı olması URF'lerin uzun dönemli yatırım stratejileri uygulamasına imkân vermekte bu ise yüksek risk toleransına imkân tanımaktadır (ECB, 2008:6).

### e) Sınırlı Sayıda Aktörün Piyasayı Yönlendirme Gücüne Sahip Olması

URF'lerin sahip olduğu fon büyüklüğünün sınırlı sayıda aktörde toplanması, uluslararası ve ulusal ekonomileri etkileme potansiyellerini artırmaktadır. Örneğin 8 bin civarında şirketin faaliyet gösterdiği Hedge Fonların toplam büyüklüğü, en büyük 10 URF'nin fon toplamından daha azdır.

### f) Ulusal Güvenlik Anlayışının Genişlemesi ve Derinleşmesi

1980'lerden itibaren hız kazanan küreselleşme olgusu en yoğun şekilde

*Kamu sahipliğinde çok farklı örgüt yapılarına sahip URF'lerin önemli bir kısmında uygun risk yönetim sistemlerinin bulunmaması piyasaların istikrarı açısından önemli bir risk unsuru olarak görülmektedir. Yönetim yapılanmasındaki belirsizlikler tereddütler oluşturmaktadır.*

SDE Analiz

## Ulusal Refah Fonları: Risk mi, Fırsat mı?

16

ekonomik ilişkiler alanında kendini göstermektedir. Ülkeler arasındaki ticaret hacmi ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının artış hızı dünya gayrisafi hasıla artış hızının çok üzerindedir. Çok uluslu şirketler aracılığı ile dünya üretimi entegre bir yapı kazanmıştır.

Soğuk Savaş'ın sona ermesi, iletişim ve ulaşım teknolojilerindeki gelişmeler ile birlikte ülkeler artan oranda dış dünya ile ekonomik ilişki içine girmiş ve ülkelerin karşılıklı bağımlılıkları (interdependency) artmıştır. Bu ise dış ekonomik ilişkiler yolu ile ülkelerin birbirlerini etkileme imkan ve kapasitelerini artırmıştır. Enerji, hammadde, pazar ve finansman güvenliği ülkeler için birer ulusal güvenlik sorunu olarak algılanmaya başlamıştır. Büyük güçler arasındaki rekabet, askeri alandan ekonomiye kaymış, jeopolitik kavramı yanında jeoekonomi kavramı da sıkça zikredilir olmuştur.

Tüm bunlar ulusal güvenliğin artan oranda askeri güvenlik dışındaki alanlar referans gösterilerek zikredilmesi sonucunu doğurmuştur. Ekonomik güvenlik ABD ve İngiltere başta olmak üzere ulusal güvenlik strateji belgelerinin önemli unsurlarından biri haline gelmiştir. Ekonomik güvenliğin öne çıktığı bir ortam, URF'lerin ulusal güvenlik açısından risk olarak algılanmasını kolaylaştıran bir etken olmuştur.

---

***Enerji, hammadde, pazar ve finansman güvenliği ülkeler için birer ulusal güvenlik sorunu olarak algılanmaya başlamıştır. Büyük güçler arasındaki rekabet, askeri alandan ekonomiye kaymış, jeopolitik kavramı yanında jeoekonomi kavramı da sıkça zikredilir olmuştur.***

## SDE Analiz





## 4. Ulusal Refah Fonlarına Karşı Politika ve Uygulamalar

URF'lere ilişkin tartışmaların alevlenmesinde Birleşik Arap Emirlikleri'ne ait URF'nin ABD'de liman işletmeciliği yapan İngiliz sermayeli Peninsular and Oriental Steam Navigation (P&O) şirketini satın alması ve Çin'in ABD'nin 9. büyük petrol şirketi olan Unocol'ı satın almaya yönelik girişimleri önemli rol oynamıştır (Marchick ve Slaughter, 2008:5-6). Bu operasyonlar, ABD Kongresi ve kamuoyunda ciddi tartışmalara yol açmış, konu ulusal güvenlik sorunu olarak görülmüştür. Birleşik Arap Emirlikleri, satın aldığı P&O Şirketi'ni elinden çıkarmak zorunda kalmıştır.

Avrupa'da ise, Rusya'nın altyapı ve enerji alanındaki şirket ortaklık ve satın almaları tedirginlik oluşturmuştur.

Ulusal refah fonları ile ilgili olarak özellikle gelişmiş ülke ekonomilerinde oluşan olumsuz hava ile birlikte uygulamaya konan tedbirler aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

1. Genel olarak URF'lere yönelik sınırlamalar,
2. Belli sektörlere girişe engel veya sınırlamalar getirilmesi,
3. Sıkı gözetim, denetim ve izin mekanizması oluşturma,
4. URF'lerin ehlileştirilmesine yönelik uluslararası standartlar oluşturulması,
5. URF'lerle karşılıklı taahhütlerde bulunulması.

Yabancı yatırımlara karşı eskiden beri sınırlamalar öngören ABD sistemi, 2007 yılında çıkarılan Yabancı Yatırım ve Ulusal Güvenlik Yasası (Foreign Investment and National Security Act-FINSA) ile daha sıkı hale gelmiştir. Söz konusu yasa ile ABD'de Yapılan Yabancı Yatırımlar Komitesi'ne yasal statü kazandırılmıştır. Çeşitli kamu kurum temsilcilerinden oluşan söz konusu Komitenin yabancıların şirket hissesi edinmelerini sıkı bir şekilde izlemesi

---

***URF'lere ilişkin tartışmaların alevlenmesinde Birleşik Arap Emirlikleri'ne ait URF'nin ABD'de liman işletmeciliği yapan İngiliz sermayeli P&O şirketini satın alması ve Çin'in ABD'nin 9. büyük petrol şirketi olan Unocol'ı satın almaya yönelik girişimleri önemli rol oynamıştır***

SDE Analiz

## Ulusal Refah Fonları: Risk mi, Fırsat mı?

18

öngörülmüştür. Üst düzey bürokratlardan oluşan Komite'nin, Kongre'ye rapor sunması da zorunlu hale getirilmiştir. Ayrıca ABD başkanına şirket satın almaları ve pay devirlerini veto etme yetkisi tanınmıştır.

FINSA ile birlikte ABD'de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ilişkin inceleme sayısında artış yaşanmış, 2005 yılında sadece bir olan inceleme sayısı 2008 yılında 23'e çıkmıştır (Assaf, 2010).

ABD yukarıdaki önlemlerle yetinmeyerek URF'lerden politik saikle hareket etmeyecekleri ve daha şeffaf olacakları konusunda taahhüt alma yoluna da gitmiştir. ABD Hazine Bakanlığı ile Singapur ve Birleşik Arap Emirlikleri hükümetlerinin bu yönde taahhütte bulunmalarını sağlamıştır (Truman, 2008:5).

Kanada'da kaygılar Çin'in bu ülkedeki enerji yatırımları ile birlikte artmıştır. Aralık 2007'de Kanada Hükümeti devlet sahipliğindeki şirketlerin Kanada'da yapacakları yatırımlara ilişkin yayımladığı kararda, devlet sahipliğindeki bir şirketin Kanada'da yatırım yapabilmesi için Kanada şirketleri için öngörülmüş kurumsal yönetim standartlarına sahip olup olmadığının araştırılmasını şart koşmuştur. Ayrıca bu tür bir hisse devirleri ülkede yerleşik şirketin ihracat, imalat yeri, Ar-Ge çalışmaları gibi Kanada iş dünyasının uluslararası alandaki rekabetçiliğini sürdürebilmesi açısından da değerlendirilecektir. Yabancı yatırımları net fayda açısından değerlendirmeye tabi tutan Kanada, aynı zamanda ulusal güvenlik açısından da inceleme konusu yapmaya başlamıştır (Marchick ve Slaughter, 2008:8).

Avrupa, URF politikaları açısından iki büyük kampa ayrılmıştır. Bir kısmı URF'lere yönelik ağır kısıtlamalar getirilmesini savunurken, diğerleri yatırımlara açık ortamın URF'lerin şeffaflığının artırılarak sürdürülmesinden yanadır (Weiss, 2008:18). Birinci grupta Fransa ve Almanya başı çekmektedir. Almanya'da Ağustos 2008'de kabul edilen bir düzenleme ile Alman hükümetine, AB dışından (İsviçre, Norveç, Liechtenstein ve İzlanda hariç) yapılan ve Alman şirketlerinde yüzde 25 veya daha fazla sahipliği elde etmeye yönelik yatırımları ulusal güvenlik gerekçesi ile veto etme yetkisi tanınmıştır (Gow, 2008).

Fransa hükümeti, 30 Aralık 2005 tarihinde yayımladığı kararda, ulusal çıkarları etkileyebilecek 11 sektörde yapılacak yabancı yatırımlarda Maliye Bakanlığı'ndan önceden izin alınması zorunluluğu getirmiştir. Fransız Cumhurbaşkanı Sarkozy, ülkedeki şirketlerin agresif bir şekilde politika izleyen URF'lere karşı korunacağı sözü vermiştir (The Economist, 19 Ocak 2008). Fransa'nın URF'lere karşı korumacı refleksi mevzuat düzenlemesi ile

**Avrupa, URF politikaları açısından iki büyük kampa ayrılmıştır. Bir kısmı URF'lere yönelik ağır kısıtlamalar getirilmesini savunurken, diğerleri yatırımlara açık ortamın URF'lerin şeffaflığının artırılarak sürdürülmesinden yanadır.**

### SDE Analiz



sınırlı kalmamış, karşı atak başlatmıştır. Ekonomik kriz ortamında zora düşen Fransız şirketlerinin URF'ler tarafından satın alınmasını engellemek için 2008 yılında kendisi de bir tür URF olan Stratejik Yatırım Fonu'nu kurmuştur.

İtalya Dışişleri Bakanı Franco Frattini Ekim 2008'de URF yatırımlarının yerel şirketlerdeki payının yüzde beşin altında tutulması gerektiğini belirtmiştir (Monk, 2008:2).

İngiltere ve İsviçre gibi ülkeler, politik amaçlarla hareket etmedikleri sürece URF'lerin yatırımlarına sıcak bakmaktadır (Weiss, 2008:18).

---

***Fransa'nın URF'lere karşı korumacı refleksi mevzuat düzenlemesi ile sınırlı kalmamış, karşı atak başlatmıştır. Zora düşen Fransız şirketlerinin URF'ler tarafından satın alınmasını engellemek için 2008 yılında kendisi de bir tür URF olan Stratejik Yatırım Fonu'nu kurmuştur.***

## SDE Analiz

## 5. IMF ve OECD'nin Ortayol Arayışları

*Ulusal refah fonlarının küresel ekonomik kriz ortamındaki istikrara katkı fonksiyonlarını ve genel olarak sermaye hareketlerinin geleceğini dikkate alan IMF ve OECD, URF'lere yönelik politikalar karşısında orta yol arayışlarına girişmiştir.*

Ulusal refah fonlarının küresel ekonomik kriz ortamındaki istikrara katkı fonksiyonlarını ve genel olarak sermaye hareketlerinin geleceğini dikkate alan IMF ve OECD, URF'lere yönelik politikalar karşısında orta yol arayışlarına girişmiştir. Fonlara karşı oluşan olumsuz havanın küresel ekonomik sistemin önemli bir dinamiği olan sermaye hareketlerine yönelik korumacı politikaları tetikleme etkisi böyle bir arayışın arkasındaki en önemli unsurdur.

IMF ve OECD'nin orta yol arayışlarında, Yediler Grubu'nun (Group of Seven, G7) bu yöndeki talebi etkili olmuştur. Ekim 2007'deki G7 Maliye Bakanları toplantısında URF'ler tartışılmış; IMF, Dünya Bankası ve OECD'nin URF'ler için kurumsal yapı, risk yönetimi, şeffaflık ve hesap verebilirlik alanlarında ilkeler oluşturmaları istenmiştir.

OECD Bakanlar Konseyi, 4-5 Haziran 2008 tarihli Paris toplantısı sonrası yaptığı URF ve Ev Sahibi Ülke Politikaları Bildirisi'nde; URF'lerin gerek yatırımcı gerekse ev sahibi ülkenin ekonomisine katkılarının olumlu karşılandığı, URF'lerin ticari amaçlardan ziyade politik saiklerle hareket etmesinin endişelere neden olacağı ve bunun da ulusal güvenlik kaygıları ile korumacı düzenlemelere zemin hazırlayacağı, karşılıklı işbirliği ortamının oluşturulması suretiyle korumacı uygulamalardan kaçınılacağına vurgu yapılmıştır. Ev sahibi ülkelerin de yabancı sermaye için koruyucu engeller oluşturmamaları, yatırımcılar arasında ayırım yapmamaları, ulusal güvenlik kaygılarının ortaya çıktığı durumlarda da şeffaf, öngörülebilir, ulusal güvenlik için oluşan riskle orantılı ve açıkça tanımlanmış, sonuçları sorgulanabilir uygulamalar yapmaları istenmiştir.

### SDE Analiz



IMF tarafından Ekim 2008 tarihinde "Santiago Prensipleri" olarak da bilinen URF'ler için 24 adet Genel Kabul Görmüş Prensip ve Uygulama oluşturulmuştur (IWG, 2008). Santiago Prensipleri özü itibarıyla; ev sahibi

ülkenin kurallarına saygı, özel sektörle adil rekabet, finansal istikrarsızlık durumlarında kamu otoriteleri ile etkili iletişim kurma, kaliteli risk yönetim sistemleri oluşturma, kurumsal yönetim ve iç kontrol sistemlerine sahip olma, şeffaflık, yatırım kararlarının tamamen ekonomik temellere dayanması, politik veya dış politika etkilerinden uzak olması gibi unsurları içermektedir.

Söz konusu prensiplerin uluslararası bağlayıcılığı bulunmamasına rağmen, URF'lerin ABD ve Avrupa piyasalarına girişi için bir ön şart niteliği kazanması nedeniyle bu standartlara uyum için çaba içine girilmiştir (Helleiner ve Lundblad, 2008:70). Mart 2010 itibarıyla 23 ülke URF'si kendilerini prensiplere uyumlu hale getirme yönünde işbirliğine girmiştir. (<http://www.ifswf.org/members-info.htm>, Erişim: 29.03.2011).

OECD ise, Devlet Sahipliğindeki İşletmeler İyi Yönetişim Rehberi hazırlamıştır. Söz konusu rehber aynı zamanda URF'ler için de geçerli kılınmıştır (Weiss, 2008:22).

---

***Santiago  
Prensipleri özü  
itibarıyla; ev  
sahibi ülkenin  
kurallarına saygı,  
özel sektörle adil  
rekabet, kaliteli risk  
yönetim sistemleri  
oluşturma, şeffaflık,  
yatırım kararlarının  
tamamen  
ekonomik temellere  
dayanması, politik  
veya dış politika  
etkilerinden  
uzak olması  
gibi unsurları  
içermektedir.***

## SDE Analiz

## 6. Değerlendirme ve Sonuç

*Politik boyut bir yana bırakıldığında, küresel ekonomik sistem üzerindeki etkilerinin genelde olumlu olduğu görülen URF'ler, küresel finansal stresin arttığı dönemlerde uzun yatırım evreleri ve etkin kaynak dağılımı sağlayarak piyasalarda pozitif etki oluşturabilmektedir.*

Ulusal refah fonları küresel ekonomik sistemin istikrarı, yatırım yapılan ülke ekonomilerine ve şirketlere katkıları itibarıyla olumlu bir unsur olarak görülürken, içerdiği potansiyel politik risk unsurları nedeniyle önemli bir tehdit olarak görülmektedir. Bu yönü ile iki ucu keskin bıçak niteliğine sahiptir (Weiss, 2007:16).

Politik boyut bir yana bırakıldığında, küresel ekonomik sistem üzerindeki etkilerinin genelde olumlu olduğu görülen URF'ler, küresel finansal stresin arttığı dönemlerde uzun yatırım evreleri ve etkin kaynak dağılımı sağlayarak piyasalarda pozitif etki oluşturabilmektedir (Hacıhasanoğlu ve Soyaş, 2010:3). Nitekim, 2008'de başlayan finansal krizde URF'lerin etkilerini inceleyen araştırmalar fonların istikrarın sağlanması yönünde katkıda bulunduğunu göstermiştir (Shabbir, 2009). Ayrıca URF'lerin önemli ölçüde dış kaynağa ihtiyaç duyan gelişmekte olan ekonomilerinin kaynak ihtiyacının karşılanmasında alternatif bir imkan sunması da söz konusudur (Santiso, 2008).

URF'ler ile yatırım fonlarını karşılaştıran çalışmalarda, iki fon türünün yatırım tercihlerinde önemli farklılıklar olmadığı ve URF'lerin politik motivasyonlarla hareket ettiklerini öne sürecektir büyüklükte farklılıklara ulaşılamadığı belirtilmektedir (Avendano ve Santiso, 2009; Epstein ve Rose, 2009).

URF'lerin gerek küresel ekonomik sistem ve gerekse dış kaynak ihtiyacı içindeki ülke ekonomileri için sunduğu fırsatlara rağmen, genel karakteristikleri nedeniyle içerdiği potansiyel risk nedeniyle tartışılmaya devam edilmektedir.

URF'lerin sahip olduğu fonların büyüklüğü ve artış trendi, kamu sahipliği, daha aktif yatırım stratejileri uygulamaya başlamaları ve bunların şeffaflıktan

### SDE Analiz



uzak bir şekilde cereyan etmesi gelişmiş batılı ülkelerde ekonomi ve ulusal güvenlik için risk olarak görülmektedir. URF'lerin ulusal güvenlik için henüz potansiyel risk faktörü olduğu, açık ve reel bir tehdit boyutuna ulaşmadığını söylemek mümkündür. Ancak güvenlikte, alınacak önlemlerin belirlenmesinde reel tehditten ziyade risk veya tehditlerin nasıl algılandığı hususu önem taşır. Tehdide atfedilen önemin büyüklüğü aşırı ve yersiz önlemleri gündeme getirebilir. ABD ve Batılı gelişmiş ekonomilerin URF'lerle ilgili tehdit algılarının tehdidin reel boyutunun üzerinde olması ve tepkilerin de aşırıya kaçması mümkündür.

URF'lere karşı aşırı reflexler ve buna bağlı olarak uygulamaya konacak korumacılık politikaları ve ekonomik milliyetçilik uygulamaları küresel ekonomik sistemin yapısı için çok daha büyük bir tehdit oluşturmaktadır. Çünkü, URF'lere yönelik kısıtlama ve engellemelerin artması, başta URF sahibi ülkeler olmak üzere diğer ülkelerde de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına karşı sınırlayıcı düzenlemeleri beraberinde getirebilir. Çok uluslu şirketler aracılığı ile küresel düzeyde entegre hale gelen pek çok üretim faaliyetinde sıkıntılar yaşanması mümkündür. Bu durum güvenlik literatüründe, güvenlik ikilemi (security dilemma) olarak isimlendirilen bir süreci tetikleyerek küreselleşmenin en yoğun yaşandığı sermaye hareketlerinde ters yönlü gelişmelere neden olabilir.

Bu tehlikeye karşı küresel finansal sistemin işler kılınması ile görevli IMF'nin, OECD ile birlikte ortayol arayışlarına girmesi önemli bir gelişmedir. Dünya ekonomik sisteminin ekonomik milliyetçilik ve korumacılık şeklinde cereyan edecek bir süreci kaldıramayacağı, bunun uzun vadede politik ve hatta askeri çatışmalara kadar giden bir süreci tetikleyebileceğini belirtmek gerekir. Bu nedenle iyimser bakış açısı ile gerek URF'lerin gerekse ülkelerin korumacı politikalarının zaman içinde törpülenmesi beklenebilir. Burada özellikle küresel büyük güçler arasında yer alan ve başa oynayan Çin ve Rusya'nın yaklaşımları belirleyici rol oynayacaktır.

Son dönemde Arap ülkelerinde yaşanan siyasi çalkantıların bu ülkelerin sahip olduğu URF'lerin geleceği üzerinde etkili olabileceği düşünülmektedir. Bu çalkantının ilk etkisi Libya'nın ulusal refah fonunun tüm varlıklarının dondurulması olmuştur. Çalkantı sonrası oluşacak siyasal rejimlerin dış politika yaklaşımları URF'lerin yatırım stratejilerini etkileyebilecektir. Bu ülke yönetimlerinin ABD ve Batı ile daha uyumlu veya çatışmacı yatırım stratejileri tercih etmesi mümkündür. Veya Libya örneğinden ders alınarak, dondurulma riskini azaltmak için yatırımlar diğer coğrafyalara kaydırılabilir.

***URF'lere yönelik kısıtlama ve engellemelerin artması, başta URF sahibi ülkeler olmak üzere diğer ülkelerde de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına karşı sınırlayıcı düzenlemeleri beraberinde getirebilir.***

SDE Analiz

## Ulusal Refah Fonları: Risk mi, Fırsat mı?

24

Gelişmiş ülkelerde URF'lere yönelik sınırlama ve engelleme politikaları, bu fonların yabancı sermayeye ihtiyaç duyan ve yabancı sermayeye önemli avantajlar sunan gelişmekte olan ülkelere doğru yönelme ihtimalini yükseltmektedir. Ancak yatırım tercihlerinde yüksek getiri kadar, getirinin uzun vadede güvenliği de önemli olduğundan, yatırım için tercih edilecek ülkelerde aranacak en önemli kriter uzun vadeli politik ve ekonomik istikrar olacaktır. Türkiye bu açıdan URF'ler için önemli bir liman olma özelliği taşımaktadır.

Bütçe, cari işlemler ve tasarruf açığı bulunan Türkiye, uyguladığı büyüme stratejisi nedeniyle dış sermayeye büyük ihtiyaç duymaktadır. Bu açıdan URF'lere kapının sonuna kadar açık olduğu görülmektedir. Bunun ötesinde yatırım için ilgili fonlarla görüşmeler yapılarak ülkeye davet edilmektedirler. Bu durumun yadsınacak bir yönü bulunmamaktadır. Ancak, söz konusu fonların Türkiye'deki yatırımlarının izlenmesi ve hatta baştan uygun yöntemler ve mekanizmalar oluşturularak fonların yatırım alanları, şekil ve büyüklüklerinin yönlendirilmesi uzun vadeli bir strateji için önem taşımaktadır. Örneğin, URF'lerce Türk şirketlerinin tamamının satın alması yerine yüzde ellinin altında ortaklıklara girişmeleri ve bu yolla belli sektörlere sermaye enjeksiyonunda bulunmaları temin edilebilir. Türkiye uygun URF politikası ile bir taraftan dış kaynak ihtiyacını karşılamada finansman alternatiflerini artırırken diğer yandan büyüme ve kalkınması için uygun imkanlar elde edebilir. Ancak bunun için öncelikle, URF'lerin iyi anlaşılması, analiz edilmesi ve bu analizler sonucunda rasyonel politikalar oluşturma çabası içine girilmesi gerekmektedir.

---

***Bütçe, cari işlemler ve tasarruf açığı bulunan Türkiye, uyguladığı büyüme stratejisi nedeniyle dış sermayeye büyük ihtiyaç duymaktadır. Bu açıdan URF'lere kapının sonuna kadar açık olduğu görülmektedir.***

## SDE Analiz





## Kaynakça

Aizenman, Joshua ve Glick, Reuven, (2007), "Sovereign Wealth Funds", FRBSF Economic Letter, 38, (14 Aralık), 1-3.

Assaf, Dan, (2010), FDI & National Security: The Case of Critical Infrastructure Protection, IFIP Work Group on Critical Infrastructure Protection Presentation, 15-15 Mart 2010.

Belton, Catherine (2007) "Russian turnover how to invest it soil riches", Financial Times, 13 Kasım. <http://www.ft.com> (Erişim 20.03.2011)

Blas, Javier (2007), "State funds diversify into commodity investment", Financial Times, 18 Eylül. <http://www.ft.com> (Erişim 23.03.2011).

DoT, (2007), "Sovereign Wealth Funds", Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies, Washington, D.C.: Department of The Treasury.

ECB, (2008), The Impact of Sovereign Wealth Funds On Global Financial Markets, European Central Bank Occasional Paper Series, No:91, July 2008.

Farrel, Diana; Lund, Suzan; Gerlemann, Eva ve Seeburger, Peter (2007), "The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets", McKinsey Global Institute, San Francisco: McKinsey and Co.

G-7, (2007), Statement of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors, 19 Ekim 2007, <http://treas.gov/pres/releases/hp625.htm>. (Erişim 01.04.2011).

GAO, (2008), Sovereign Wealth Funds, United States Accountability Office, GAO, 08-946.

Goff, Judith, (2007), "Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization", Federal Reserve Bank of San Francisco Letter, 14 Aralık 2007.

Gow, David, (2008), "German government seeks power to veto takeovers by sovereign wealth funds", The Guardian, 21 Ağustos, 2008.

SDE Analiz



## Ulusal Refah Fonları: Risk mi, Fırsat mı?

26

Hacıhasanoğlu, Erk ve Soytaş, Uğur (2010), Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü, MARC WorkingPaper Series, W.P. No.2010.02.

Helleiner, Eric ve Lundblad, Troy (2008), "States, Markets ve Sovereign Wealth Funds", German Policy Studies, Vol. 4, No:3: ss. 59-82.

IFSL, (2010), Sovereign Wealth Funds 2010, International Financial Services, IFSL Research, London: www.ifsl.org.uk (Erişim 15.03.2011).

IMF, (2008), SovereignWealthFunds- A WorkAgenda, International MonetaryFund.

IMF, (2011), Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds – A Shifting Paradigm, IMF Working Paper, WP/11/19.

IMF, (2010), Global Financial Stability Report, Washinton D.C.: International Monetary Fund, Nisan 2010.

IWG, (2008), Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles", International Worgking Group of Sovereign Wealth Funds.

İlkorur, Korkmaz (2007) "Hazine Varlık Fonu", Radikal, 14.06.2007. <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=224039>(Erişim 25.03.2011).

Jakson, James K., (2010), Foreign Investment and National Security: Economic Considerations ,Congressional Research Service. [www.crs.gov](http://www.crs.gov)

Jen, Stephen (2007), "How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?", Briefing Note (March 3), Morgan Stanley Global Research, London: Morgan Stanley. <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20070504-Fri.html> (Erişim, 20.03.2011).

Kimmitt, Robert (2008), "Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds an the World Economy", Foreign Affairs, 87 (1), 119-130.

Lowery, Clay, (2008), "The Role of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy" Remarks at Barclays Capital's 12th Annual Global Inflation-Linked Conference, 25 Şubat.

Marchick, David, (2008), Sovereign Wealth Funds And National Security, OECD/ City of London Conference, 31 Mart 2008, The Carlyle Group, Global Private Equity.

Marchick, David M. Ve Slaughter, Matthew J. (2008), Global FDI Policy Correcting a Protectionist Drift, New York: Council on Foreign Relations.

Mirachy, William ve Bortolotti, Bernardo, (2010), Back on Course Sovereign Wealth Fund Activity in 2009,Monitor Groups Work.

Monk, Ashby H.B. (2008), "Is CalPERS a Sovereign Wealth Fund?", Center For Retirement Resaarch At Boston College, Number: 8-21.

OECD, (2008), OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies, Paris: OECD.

### SDE Analiz



Reed, Stanley, (2009) "Varlık Fonları Darbe Aldı", Business week Türkiye, 4 Ocak 2009.<http://www.businessweek.com.tr>(Erişim 30.03.2011).

Roy, Supid (2007) "Sovereign Wealth Funds: The New Rulers of Finance", Euromoney, Aralık.

Santiso, Javier, (2008), Sovereign Development Funds: Key financial actors of the shifting wealth of nations, Paris: OECD Emerging Markets Network Working Paper.

ShabbirTayyeb, (2009) "Role of the Middle Eastern Sovereign Wealth Funds in the Current Global Financial Crises". Paper to be presented at the 29th Annual Meetings of the Middle East Economic Association/ASSA, January 2-5, 2009, San Francisco, CA. <http://www.luc.edu/orgs/meea/volume11/PDFS/Paper-by-Shabbir.pdf>

Summers, Lawrence, (2007), "Funds that Shakes Capitalist Logic", Financial Times, 29 Temmuz 2007.<http://www.ft.com>(Erişim,30.03.2011)

The Economist, (2008), "Invasion of The Sovereign Wealth Funds", 19 Ocak 2008. <http://www.economist.com/node/10533866> (Erişim, 30.03.2011)

Weiss, Martin A. (2008), Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issue for Congress, Congressional Research Service.

[www.swfinstitute.org/what-is-a-swf/](http://www.swfinstitute.org/what-is-a-swf/) 14.03.2011).

[www.reuters.com/article/2008/03/31/swf-ifsl-idUSL3161637720080331](http://www.reuters.com/article/2008/03/31/swf-ifsl-idUSL3161637720080331)

**SDE Analiz**



## Sonnotlar

- \* Stratejik Düşünce Enstitüsü'nün konuyla ilgili olarak 21 Nisan 2011 tarihinde düzenlediği toplantıya katılarak değerli görüşlerini paylaşan tüm katılımcılara teşekkür ederim.
- <sup>1</sup> "SovereignWealthFunds" kavramının Türkçe'de genel kabul görmüş bir çevirisi bulunmamaktadır. Çeşitli kaynaklarda Bağımsız Varlık Fonları, Ulusal Varlık Fonları, Ulusal Yatırım Fonları, Ülke Yatırım Fonları, Devlet Refah Fonları, Ulusal Fonlar, Devlet Fonları, Devlet Yatırım Fonları, Hazine Varlık Fonları gibi farklı isimlendirmelere rastlanılmaktadır. Kavramda yer alan "Wealth" kelimesinin esas itibarıyla zenginlik, refah anlamına gelmesi ve söz konusu fonların önemli bir kısmında amacın ulusal zenginliğin gelecek nesillere aktarılması olması dikkate alınarak kavram Türkçe'ye tarafımızdan "Ulusal Refah Fonları" şeklinde çevrilmiştir.
- <sup>2</sup> URF'lerin riskli alanlara yönelmeleri getiri kadar kayıpları da gündeme getirmiştir. 2007-2008 dönemindeki krizde URF'ler varlıklarının yüzde 18 ila 25 arası bir zarara uğramışlar, zararın büyüklüğü 700 milyar Dolara ulaşmıştır (Reed, 2009). Bu nedenle fonun geleceğine ilişkin yapılan tahminlerin bu zararlar nedeniyle kısmi revizyona tutulması ihtiyacı vardır.

### SDE Analiz