



## MARC Working Paper Series

Working Paper No. 2010-02

### **Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü**

**Dr. Erk Hacıhasanoğlu**  
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
erk.hacihasanoglu@tcmb.gov.tr

**Doç. Dr. Uğur Soytaş**  
ODTÜ İşletme Bölümü  
soytas@metu.edu.tr

#### **Özet**

2007 küresel finans krizi, finansal istikrar kavramını öne çıkarmanın yanı sıra ulusal varlık fonlarının akademisyenler ve regülatörler arasında sorgulanmasına neden olmuştur. Devlet kontrolünde kurulan ulusal varlık fonları, temelde birçok makroekonomik amaca yönelik faaliyet gösterebilmektedir. Boyutları itibariyle global finansal mimaride önemli bir paya ulaşan ulusal varlık fonları global finansal stresin arttığı dönemlerde uzun yatırım evrenleri ile etkin bir kaynak dağılımı sağlayarak ve piyasada dengeleyici unsur olarak pozitif etki yaratabilmektedir. Ulusal tasarruf ve rezervlerin yönetimi anlayışını değiştiren bu fonlar serbest piyasa ekonomisinde kamu sahipliği kavramını yeniden tartışmaya açmıştır. Bu tartışma şeffaf olmayan yatırım kararları alım sürecinde kar maksimizasyonu yerine uluslararası siyasi dengelerden etkilenilmesi üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu politik amaçlar uluslararası piyasalarda hükümetlerin etkisinin artmasının yanı sıra, stratejik alanlarda ulusal kontrolün kaybı sorununu da gündeme getirmektedir. Bu çalışmanın amacı ulusal varlık fonlarını küresel krizi takiben yeniden tasarlanan finansal mimari açısından değerlendirmek ve uluslararası piyasalara etkilerini ortaya koymaktır.

**Anahtar Kelimeler:** Ulusal Varlık Fonları, Finansal Mimari, Küresel Kriz

## **The Role of Sovereign Wealth Funds in the New Financial Architecture after the Global Crisis.**

### **Abstract:**

The current global crisis has led to greater concerns about the financial stability and sovereign wealth funds' role in the financial architecture. Sovereign wealth funds are investment funds owned by the national governments and generally involve multiple macroeconomic objectives. Sovereign wealth funds have long investment horizons so in periods of market stress; they can stabilize markets by enhancing market liquidity. Although there has been acceptance of the financial benefits arising from sovereign wealth funds, lack of transparency in their investment process has created concerns about their negative consequences for the global financial systems. According to this view, investment objectives can be driven not only by financial returns but also with a broader political agenda. The aim of this study is to provide an analysis of sovereign wealth funds and their new role in the financial architecture after the global financial crisis.

**Keywords:** Sovereign Wealth Funds, Financial Architecture, Global Crisis

## 1. Giriş

2007’de başlayan ve global ekonomiyi genel bir daralma trendine sokacak boyutlara ulaşan kriz, finansal mimarinin yeniden tasarlanması gerekliliğini ortaya koymuştur. Finansal mimarinin yeniden dizayn edilmesine yönelik uluslararası boyuttaki çalışmalar menkul kıymet kuruluşları tarafından son dönemde birçok amaca yönelik üretilen türev ürünler, bankacılık kesimi tarafından doğru fiyatlanmayan krediler gibi enstrümanların yanı sıra “hedge” fonlar, takas kuruluşları ve hatta tezgah üstü piyasalardaki büyük yatırımcıları da kapsayacak şekilde en geniş bakış açısıyla devam etmektedir. Bu çerçevede 1950’li yıllardan beri varlıklarını devam ettirmelerine rağmen yerel ekonomilerini koruma amacıyla hükümetlerin aldıkları sınırlayıcı birkaç karar dışında üzerlerinde tartışılmayan ulusal varlık fonları da hem düzenleyiciler hem de akademisyenler arasında sorgulanmaya başlamıştır. Bu kuruluşların daha etkin çalışmaları için yerel düzenlemeler yapılmakla beraber düzenleme alanında yapılan çalışmalar yerel otoriteler ile sınırlı kalmayıp, Uluslararası Para Fonu (IMF), Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) gibi uluslararası kuruluşları da kapsayacak boyutlara ulaşmıştır.

Boyutları itibariyle finansal piyasalarda önemli bir paya ulaşan ulusal varlık fonları, 2007 krizinde görüldüğü üzere global finansal stresin arttığı dönemlerde uzun yatırım ufukları ve geniş evrenleri ile etkin bir kaynak dağılımı sağlayarak dengeleyici unsur olarak pozitif etki yaratabilmekte ve piyasa likiditesini artırıcı etki gösterebilmektedir. Ulusal varlık fonları gelir kalemlerinin nesiller arasında dengeli kullanımını sağlayarak ve ekonomiyi genel büyüme trendine sokarak kuruldukları ülkelerin sosyal refah düzeyini artırabilmektedir.

Bahsi geçen pozitif etkilere rağmen ulusal varlık fonlarının hızlı gelişimi ve bazı varlık sınıflarındaki yoğunlaşmaları eleştirileri de beraberinde getirmektedir. Ulusal varlık fonları üzerine eleştiriler, şeffaf olmayan yatırım kararı alım sürecinde kar maksimizasyonu yerine uluslararası siyasi dengelerden etkilendikleri yönündedir. Bu politik amaçlar uluslararası piyasalarda hükümetlerin etkisinin artmasının yanı sıra stratejik alanlarda ulusal kontrolün kaybı sorununu da gündeme getirmektedir. Kontrol kaybını önlemek için alınan ulusal bazlı önlemler ise uluslararası piyasalardaki serbest

fon akışını engelleyerek global finans sektörünün gelişimine bariyer oluşturabilmeleri nedeniyle yeni tartışmalara yol açmaktadır.

Varlık büyüklüklerinin, kriz ortamında yaşadıkları büyük zararlara rağmen 4 trilyon ABD dolarına yaklaşmasının yanı sıra kriz dönemini de içine alan Mart 2007-Mart 2008 arasındaki bir yıllık süreçte 6 bankaya 50 milyar ABD doları tutarında bir sermaye aktarımı yapmaları, ulusal varlık fonlarının önümüzdeki dönemde etkilerinin giderek artacağına göstergesidir. Bu gelişmeler ulusal varlık fonlarının detaylı analiz edilerek etkilerinin ortaya konulması ihtiyacını yaratmaktadır. Bu çalışmanın amacı kriz ortamında bile hızlı büyüme trendi gösteren ulusal varlık fonlarını küresel krizi takiben yeniden tasarlanan finansal mimari açısından değerlendirmek, uluslararası piyasalara etkilerini ortaya koymaktır. Çalışmada ulusal varlık fonları üzerindeki tartışmalar başlıklar halinde ortaya konularak incelenirken, literatürdeki görüşlere de yer verilmiştir. Çalışmada ulusal varlık fonlarına yönelik tartışmalar 8 ana başlık altında gruplanarak sunulmuştur. Başlıklar ulusal varlık fonlarının gelişiminden, global finansal mimarideki yerlerine, stratejik kararlarından faaliyetlerinin denetlenmesine kadar birçok alanı kapsayacak şekilde belirlenmiştir.

## **2. Ulusal Varlık Fonlarına Yönelik Tartışmalar**

Çalışmada belirlenen başlıklar ulusal varlık fonlarına yönelik tartışmaları yansıtanın yanı sıra politika belirleyicilere ve düzenleyicilere karar alma sürecinde ışık tutmayı hedeflemektedir. Ortaya çıkan temel tartışma noktaları aşağıda sunulmaktadır:

- Ulusal Varlık Fonları Tek Tip Sınıflamada İncelenebilir.
- Ulusal Varlık Fonları Yatırım Kararları Açısından Merkez Bankaları ile Benzerlik Göstermektedir.
- Ulusal Varlık Fonları Çok Yenidir ve Global Finansal Mimarideki Konumları Belirsizdir.
- Ulusal Varlık Fonları Global Finansal İstikrarsızlık Yaratacak İşlemler Yapabilmektedir.
- Ulusal Varlık Fonları Sermaye Piyasalarında Fiyatları Denge Noktasından Uzaklaştırmaktadır.

- Ulusal Varlık Fonları Rezerv Yönetimi Açısından Merkez Bankaları'nın Alternatifidir.
- Ulusal Varlık Fonlarının Karar Alma Süreci Politik Risklere Açıktır.
- Ulusal Varlık Fonları Ayrı Standartlarla Denetlenmelidir.

### **2.1. Ulusal Varlık Fonları Tek Tip Sınıflamada İncelenebilir**

Ulusal varlık fonları tümüyle devlet kontrolünde kurulan, yükümlülükleri sınırlı olan veya bulunmayan, yüksek risk toleransına sahip, uzun dönemli yatırımcılar olarak tanımlanmaktadır. Ulusal varlık fonları birçok makroekonomik amaca yönelik kurulabilmekte dolayısıyla yapıları birbirlerinden farklılık gösterebilmektedir. Bu farklılıkların doğru ortaya konulması ulusal varlık fonları hakkında yapılacak analizlerin etkinliği açısından önem arz etmektedir. Bu ayrımlar özellikle hedef ülke regülatörleri açısından düzenlemelerin yapılması aşamasında yol gösterici olmaktadır. Bu çalışmada akademisyenler arasındaki tanım farklarının etkisini azaltabilmek amacıyla IMF kaynaklı yayınlardaki ulusal varlık fonu tanımlamaları kullanılmıştır. Ulusal varlık fonları (Allen ve Coruana, 2008) kuruluş amaçlarına istinaden 5 sınıfa ayrılmaktadır:

- a) İstikrar fonlarının amacı, bütçe rakamlarının doğal kaynak fiyatlarındaki hareketlerden izole edilerek ekonomik dengelerin korunmasını sağlamak olarak belirlenmektedir. İstikrar fonlarının özellikle petrol fiyatlarının dış ticaret dengesini etkilediği ekonomilerde her dönem kurulduğu görülmektedir.
- b) Tasarruf fonlarının kuruluş amacı yenilenemeyen kaynakların gelecek kuşaklara aktarılması olarak belirlenmiştir. Bu fonlar aracılığıyla bir dönemlik elde edilen gelirler uzun dönemli çeşitlendirilmiş yatırımlara çevrilebilmektedir.
- c) Rezerv yatırım şirketleri olarak tanımlanabilecek üçüncü grubun varlıkları temelde rezerv olarak sınıflandırılmakla birlikte yatırımlar getiri odaklı olarak yeni varlık sınıflarında değerlendirilmektedir.
- d) Kalkınma fonlarının amacı ise ekonominin kalkınma potansiyelini artıracak politikalara destek olmak ve sosyoekonomik projeleri finanse etmektir.
- e) Rezerv emeklilik fonları ise beklenmeyen yükümlülüklerle karşı bütçeye ek kaynak yaratmak amacıyla kurulmuştur.

Bu sınıflandırmanın bazı dönemlerde geçerliliğini yitirdiği ve bazı ulusal varlık fonlarının çakışan görev alanları olduğu ya da kuruluş amaçları dışında faaliyet gösterdiği görülmektedir. Buna örnek olarak kuruluş sırasında doğal kaynak fiyatlarına karşı korunma sağlamayı planlayan Rusya'nın kurduğu fonun petrol fiyatlarında yaşanan ani yükselişi takiben tasarruf fonuna dönüşmesi gösterilebilir (Allen ve Caruana, 2008).

Ulusal varlık fonları kuruluş amaçlarının yanı sıra kaynaklarına göre de sınıflandırılabilir. Fonlar kaynaklarına göre sınıflandırıldığında yüzde 60 oranında petrol ve benzeri emtia ihracatı gelirlerine, yüzde 40'lık kısmın ise ticaret fazlasına veya diğer gelirlere dayandığı görülmektedir (kaynak:www.swfinstitute.org). Genel kanı büyük cari fazla veren ülkelerin ulusal varlık fonları kurdukları yönünde olsa da 1976'da Amerika Birleşik Devletlerinde kurulan "Alaska Fund" gibi istisnalar da bulunmaktadır. Dikkat çekici bir başka nokta ise uluslararası fonlardan büyük miktarlarda yardım alan Vietnam'ın 2.3 milyar dolarlık büyüklüğe sahip bir ulusal varlık fonu kurmuş olmasıdır. Vietnam örneğinin de ortaya koyduğu üzere ulusal varlık fonları ekonomik gelişim açısından bir çok farklı evrede olan ülkede ve farklı motivasyonlarla karşımıza çıkabilmektedir, dolayısıyla tek tip sınıflandırılmaları mümkün görülmemektedir.

## **2.2. Ulusal Varlık Fonları Yatırım Kararları Açısından Merkez Bankaları ile Benzerlik Göstermektedir**

Ulusal varlık fonlarının kuruluşu ile ilgili yapılan bir tartışma, bu kuruluşların yatırım stratejilerinin merkez bankaları ile büyük farklılıklar göstermediği ve bu nedenle farklı kuruluşların varlığının gereksiz olduğu yönündedir.

Ulusal varlık fonlarının yatırım kararları sürecini incelerken, kuruluşları aktif-pasif yönetimi açısından değerlendirmek yapıcı bir yaklaşım olacaktır. Ulusal varlık fonlarının süreklilik arz eden kaynaklarını, doğal veya ticari kaynakların ihracatına dayananlar ve sosyal güvenlik primlerine dayananlar olarak sınıflamak mümkündür. Doğal kaynakların ihracatına dayanan fonların amacı, bahsi geçen kaynakların fiyatlarındaki hareketlerin ekonomik istikrar üzerinde etkilerini azaltmak ve gelecek nesillere şu anda tüketilen doğal kaynaklardan pay aktarabilmektir. Bu fonların temel amacı ekonomik dengelere istikrar kazandırmaktır ve yatırım stratejileri belirlenirken risk

odaklı bir yaklaşım gözlenmektedir. Bu açıdan merkez bankaları ile paralellik göstermekte ve güvenilirlik ve likidite kriterlerini getiri kriterinin önüne koyabilmektedirler. Bu tip fonların sayıları özellikle petrol gelirlerinde yaşanan hızlı yükselişi takiben artış göstermiştir. Petrol gelirlerindeki artış kaynaklı ek gelirlerin öncelikle ülke hazinelerinin merkez bankasındaki hesaplarında taşınması yolu tercih edilmektedir. Bu yöntemin benimsenmesindeki amaç ne kadar süreceği belirli olmayan ek gelirlerin kamu harcamalarında artışa neden olmaması ve dolayısıyla enflasyonist baskı yaratmamasıdır. Bu yöntem varlık balonlarının oluşmasını engellemek açısından da uygun görülmektedir.

Başlangıç döneminde bu kaynaklar istikrar sağlama amacıyla bulundurulmaları nedeniyle merkez bankalarının likit portföylerinde tutulurken, petrol ve benzeri doğal kaynakların fiyatlarındaki artışın devam etmesi yatırım stratejilerinin gözden geçirilmesi ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bu noktada bazı ülkeler tercihlerini, likit portföylerdeki kaynakları yatırım portföylerine aktarmakta bulurken, bazı ülkelerde ulusal varlık fonları kurulması yöntemini tercih etmiştir. İki yöntem arasındaki temel farklılığı ulusal varlık fonlarının birçok ek varlık sınıfına yatırım yapma olanakları olması nedeniyle çeşitlendirme etkisinden yararlanabilmeleri olarak özetlemek mümkündür. Petrol ihraç eden ülkeler ek kaynakları ulusal varlık fonları aracılığıyla değerlendirerek çeşitlendirme yapmakta ve gelir yarattıkları emtianın fiyatlarındaki düşümlere karşı kendilerini uzun dönemli korumaya almaktadır.

Doğal kaynaklar dışındaki malların ihracatına dayanan fonların amacı ise ticari mallarda ihracat-ithalat dengesi fazlasının yarattığı gelirin, bu dengelerde oluşabilecek risklere karşı tedbir amacıyla değerlendirilmesidir. Bu fonlar birçok açıdan doğal kaynaklara dayanan fonlara benzemekle birlikte gelir akışları daha belirginlik göstermektedir. Petrol ve diğer doğal kaynakların fiyatları büyük dalgalanma göstermekle beraber global ekonomideki dengelerin kısa dönemde değişmesi beklenmemekte ve gelişmekte olan ekonomilerin dış ticaret fazlası vermeye devam etmesi öngörülmektedir. Bu öngörülebilirlik getiri odaklı yatırımların yapılmasına olanak tanımaktadır. Bu fonlar ayrıca ülkeye gelen sermaye akışının yerel para birimi üzerindeki etkilerini azaltmak amacıyla merkez bankaları tarafından gerçekleştirilen sterilizasyondan kaynaklanan

maliyetleri azaltabilmek için yüksek getiriye odaklanarak aktif yönetimi açısından diğer gruplardan farklılık göstermektedir.

Kaynak yapısına göre ikinci grup ise sosyal güvenlik kurumlarının primlerinden elde ettikleri birikimlere dayanmakta ve bu kaynaklarının daha iyi değerlendirilmesine odaklanmaktadır. Bu grup, aktif-pasif yönetimi açısından risk odaklı bir yatırım stratejisi yürütmekte olup vade uyumsuzluğuna bağlı piyasa riskine ve enflasyon riskine karşı korumaya yönelik politikalar üretmektedir. Enflasyon risklerinden korunmak için enflasyona endeksli yatırım araçlarını tercih eden bu grup en uzun vadeli yatırım evrenine sahip olup kredi riskine karşı daha korunmalı olarak gördükleri ülke hazine ihraçlarına yönelmektedir.

Ulusal varlık fonlarını incelerken dikkat edilmesi gereken bir faktör, bu fonların merkez bankalarından farklı olarak stratejik olarak belirledikleri bir sektörde birçok açıdan yoğunlaşmalarıdır. Dubai'nin gayrimenkul sektöründeki kriz sonrasında içine düştüğü durum bunun önemli bir göstergesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Ulusal varlık fonları gayrimenkul piyasasında hem hazır projelerde alıcı, hem proje üreticisi olarak varlık gösterebilmektedir. Portföylerinde özellikle ticari gayrimenkul bulunduran fonlar krizle birlikte bilançolarında büyük zararlara maruz kalmıştır.

Ulusal varlık fonlarının karşılamak zorunda oldukları belirli yükümlülüklerin olmaması ve merkez bankalarından farklı olarak siyasi otoriteye daha bağımlı olmaları yatırım kararlarını alma süreci üzerinde belirleyici bir unsur olmaktadır. Örneğin krizle beraber yaşanan kayıplar ulusal varlık fonlarının kredi kanalları kapanan gelişmiş ekonomilere kaynak aktarımının kendi piyasalarında sorgulanmasına da neden olmuştur. Örneğin "Kuwait Investment Authority"nin portföyünün belirli bir kısmını yerel menkul kıymet borçlanıcılarına aktarması yönünde hükümet tarafından talep gelmiştir. Ulusal varlık fonlarının bu tip taleplere duyarsız kalması hem politik açıdan zor görünmekte hem de rasyonel ve karını maksimize etmeyi hedefleyen bir yatırım stratejisiyle karar verdikleri varsayıldığında kendi ülkelerinde yatırım yapmamaları riske karşı getirinin yeterli olmadığını ima etmekte ve dolayısıyla uluslararası yatırımcılar açısından karar sürecinde etkili olmaktadır. Bu fonların yerel piyasalara müdahale amacıyla kullanılması halinde oluşacak zararlarının hükümet tarafından karşılanması konusu ise bir başka



tartışma konusudur. Bu fonların uzun vadede sosyal refahı artırmak amacıyla kurulduğu düşünüldüğünde varlıklarının kısa vadeli müdahalelerde kullanılması halinde karşılaştıkları kayıpların görev zararı kabul edilmesi düşünülmekle beraber, bu kurumların kamu bankaları gibi algılanamayacağı, karşılamaları gereken yükümlülükleri olmadığı sürece (sosyal güvenlik kurumları benzeri) kaynak aktarımına gerek olmadığı savı da kabul görebilmektedir.

Ulusal varlık fonları ile merkez bankaları arasında yatırım kararları alım sürecinde sınırlı benzerlik bulunmakla beraber özellikle kuruluş amaçları ve kaynak yapılarının etkisiyle yatırım evreninde büyük farklılıklar gözlenmektedir. Ulusal varlık fonları aktif-pasif yönetimi ilkesiyle rezerv yöneten merkez bankalarına göre çok daha uzun vadeli yatırım ufkuna sahip olmalarının yanı sıra hisse senedi, yatırım ortaklıkları, “hedge” fonlar, türev enstrümanlar ve hatta emtia gibi varlık sınıflarında işlem yapabilmektedir. Örneğin, petrol ihraç eden ülkelerin çeşitlendirme yapmak için diğer varlık sınıflarında pozisyon almaları gibi, petrol ithal eden ülkeler de bu varlık sınıfında ulusal varlıkları aracılığıyla uzun pozisyon alabilmektedir. Bu faktörler göz önünde bulundurulduğunda merkez bankaları ve ulusal varlık fonlarının yatırım stratejilerinin birbirinden bağımsız süreçler olduğu ve aralarında düşük bağıntı olduğu sonucuna varılmıştır.

### **2.3. Ulusal Varlık Fonları Çok Yenidir ve Global Finansal Mimarideki Konumları Belirsizdir**

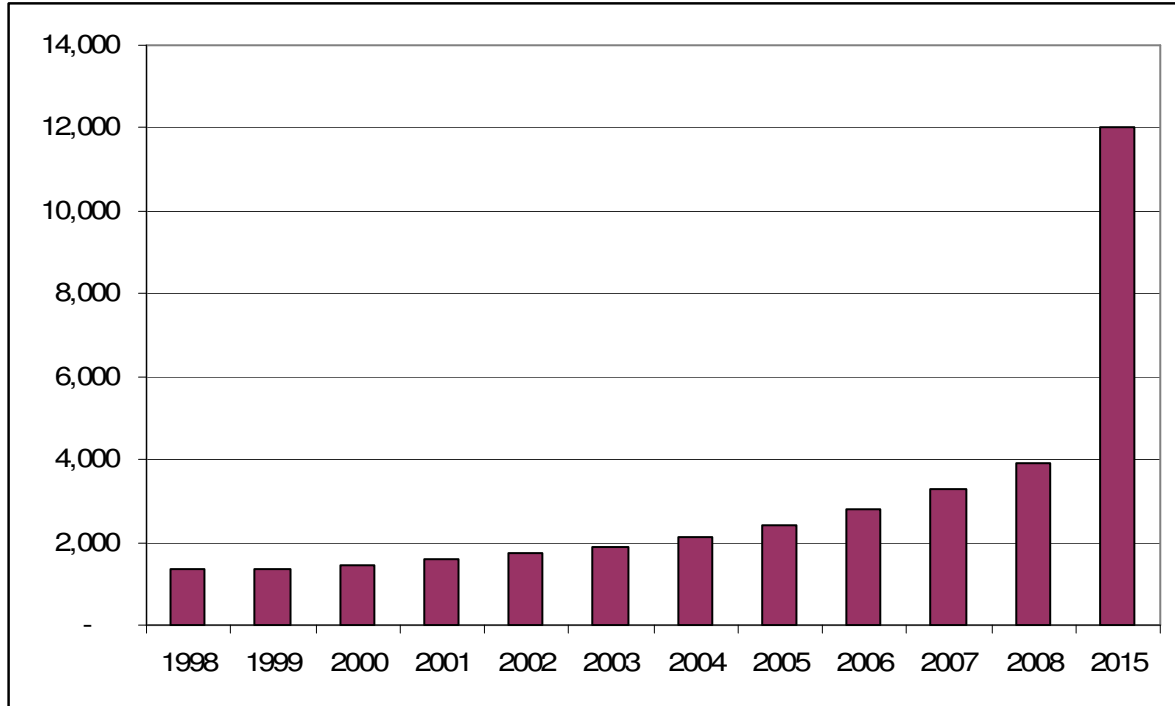
Ulusal varlık fonlarına yönelik tartışmalarda bir başka başlık fonların finansal mimaride yerlerinin göz ardı edilebilecek seviyelerde olduğu ve bu nedenle etkilerinin çok sınırlı kalacağı, ayrı değerlendirmeler yapmak için çok yeni oldukları yönündedir.

Ulusal varlık fonları son dönemlerde uluslararası boyutta tartışılmakla beraber kuruluşları 1950’li yıllara kadar gitmektedir. IMF tanımlarına göre ulusal varlık fonu olarak sınıflanabilecek ilk fon, 1953 yılında faaliyete geçen “Kuwait Investment Authority”dir. Bunu 1974 yılında Singapur hükümeti tarafından kurulan “Temasek Holdings” ve 1976 yılında Birleşik Arap Emirlikleri tarafından kurulan “Abu Dhabi Investment Council” takip etmiştir. Gelişmiş ekonomilerdeki ilk ulusal varlık fonu 1976 yılında Amerika’da kurulan “Alaska Permanent Fund” olmuştur. 1990’lı yıllarda kurulan fon sayısında hızlı bir yükseliş görülmüş ve İran, Katar gibi gelişmekte olan ülkelerin

yanı sıra Norveç gibi gelişmiş ülkeler de ulusal varlık fonları kurmuştur. 2000’li yıllarda petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş, dış ticaret dengelerinde gözükten dengesizlik ve Asya krizini takiben gelişmekte olan ekonomilerde görülen rezerv biriktirme trendi ulusal varlık fonları sayısındaki artışı tetikleyen faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır. Son yıllarda kurulan önemli ulusal varlık fonları arasında 2007 de Çin tarafından kurulan “China Investment Corporation”ı ve 2008 yılında Rusya tarafından kurulan “National Welfare Fund”ı saymak mümkündür (Swfinstitute, 2009).

Yeni kurulan fonlarla birlikte ulusal varlık fonlarının aktif büyüme hızı büyük bir ivme kazanmıştır. Morgan Stanley 2007 yılı Mayıs ayındaki çalışmasında bu ivmenin devam edeceğini ve fonların toplam büyüklüklerinin 2015 yılında 12 trilyon dolara ulaşmasını beklediğini açıklamıştır (Grafik 1’deki 2008 ve 2015 verileri Morgan Stanley’in projeksiyonlarıdır.)

Grafik 1 UVF toplam büyüklük (milyar ABD doları)



Kaynak ([www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org) ve Morgan Stanley)

Morgan Stanley’in projeksiyonları, ulusal varlık fonlarının global kriz döneminde portföy yatırımlarında büyük değer kayıplarına uğramalarına rağmen geçerliliğini

© Copyright 2010, Erk Hacıhasanoğlu and Ugur Soytaş.

The ideas represented in this paper are attributable to the authors only and not to the Business Administration Department or the Management and Administration Research Center of METU.

sürdürmekte olduğunu ve Tablo 1’de görüldüğü üzere iki yıllık dönemde büyüme trendinin devam ettiğini göstermektedir.

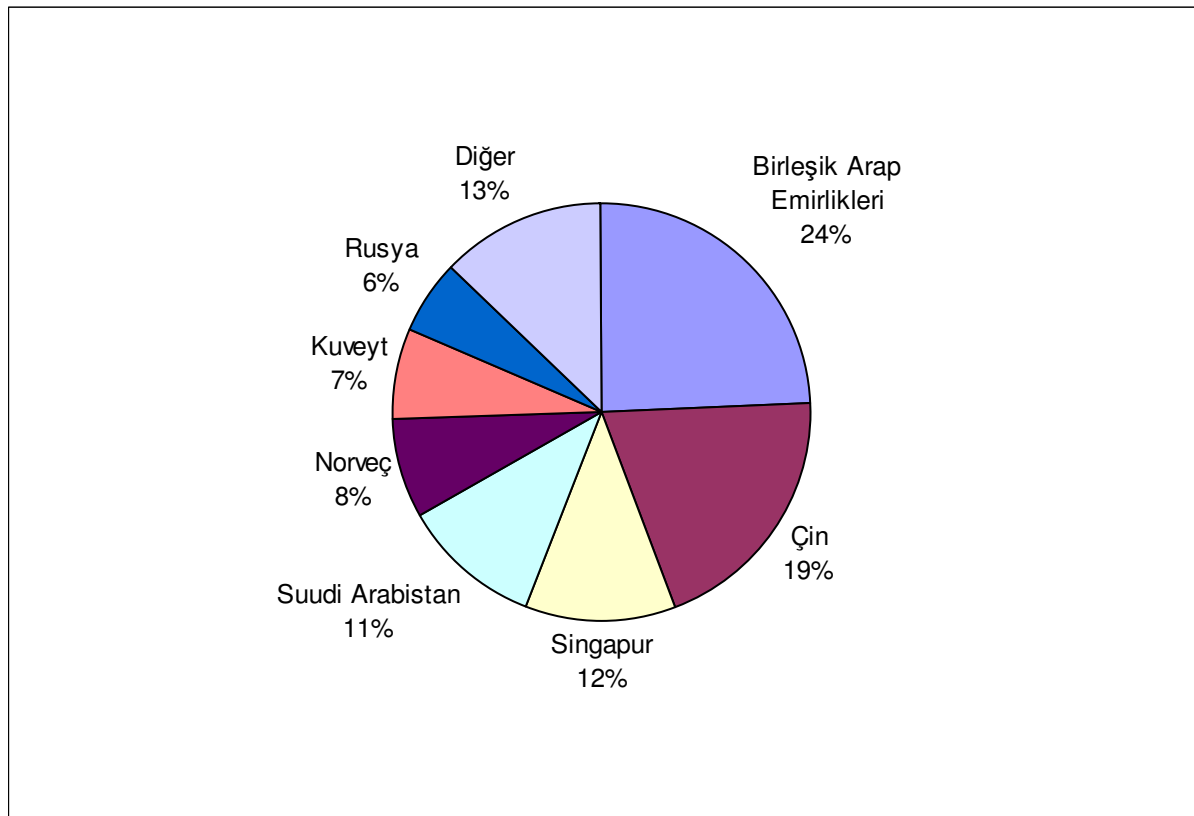
Tablo 1 UVF 2007-2009 büyüklükleri (milyar ABD doları)

Eyl.07	Ara.07	Mar.08	Haz.08	Eyl.08	Ara.08	Mar.09	Haz.09	Eyl.09	Ara.09
3,190	3,130	3,300	3,789	3,927	3,976	3,587	3,628	3,752	3,809

(kaynak: www.swfinstitute.org).

Ulusal varlık fonlarının ülkelere göre dağılımı Grafik 2’de sunulmaktadır. Global ekonomik dengelerde yaşanan hızlı kayış, enerji fiyatlarındaki artış ve finansal küreselleşme Grafik 2’deki kompozisyonun oluşumunu açıklamaktadır.

Grafik 2 UVF ülkelere göre dağılımı



(Kaynak: www.swfinstitute.org).

Ulusal varlık fonlarının global finansal mimarideki önemi varlık büyüklüklerindeki artışa paralel olarak hızla artmaktadır. Deutsche Bank’ın 2009 tarihli raporuna göre fonların mevcut varlık büyüklükleri ile “hedge” fonların iki katına ulaştıkları görülmektedir. Ulusal varlık fonlarının varlık büyüklüklerinin altın hariç

merkez bankası rezervlerine oranı ise yüzde 50 seviyesine yakındır. Bu fonların sermaye piyasaları kapitilizasyonuna oranı yüzde 10, yatırım fonlarına oranı ise yüzde 14 seviyesindedir.

Deutsche Bank'ın raporunda sunulan oranlar ve Tablo 1'de sunulan rakamlar ulusal varlık fonlarının global finansal mimari açısından mevcut değerleri ile önemini ortaya koymaktadır. Önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ekonomiler lehine dış ticaret fazlasının devam edeceği ve emtia fiyatlarındaki seviyenin korunacağı düşünülmektedir. Bu koşullar yeni ulusal varlık fonlarının kurulmasına olanak tanıyacak ortamı hazırlamaktadır. Bu öngörüler paralelinde ulusal varlık fonlarının büyüme trendinin devam edeceği ve finansal mimaride önemlerinin artacağı düşünülmektedir.

#### **2.4. Ulusal Varlık Fonları Global Finansal İstikrarsızlık Yaratacak İşlemler Yapabilmektedir**

Ulusal varlık fonlarının kuruluş amacını kurdukları ülkelerin sosyal refah düzeyini artırmak olarak özetlemek mümkündür. Bu amaca ulaşmak için birçok farklı makroekonomik hedef belirleyen ulusal varlık fonlarının global piyasalar açısından da farklı kanallar aracılığıyla etkileri gözlenmektedir. Bu etkiler portföy yatırımlarındaki tercihlerine istinaden hedef kuruluş veya ekonomi bazında görülebilmeyen yanı sıra global piyasaların genelini etkileyecek boyutlara ulaşabilmektedir.

Bu etkileri araştıran güncel çalışmada Shabbir (2009) Ortadoğu'da kurulan ulusal varlık fonlarının mevcut global krizdeki rolünü incelemiş ve bu fonların genel olarak istikrara katkıda bulunduğu sonucuna varmıştır. Shabbir çalışmada, fonların kriz döneminde acil likidite ihtiyacı duyan birçok finansal kuruluşa sermaye aktardığını, uzun dönemli yatırımcılar olarak ani çıkışlara karşı piyasalara derinlik kazandırdıklarını, fonlama yapılarındaki istikrar nedeniyle yüksek kaldırıca sahip kuruluşların hareketlerine karşı piyasada dengeleyici bir rol üstlendiklerini belirtmiştir.

Benzer bir çalışmada Santiso (2008), ulusal varlık fonlarının global finansal istikrarın sağlanmasındaki etkilerinin yanı sıra gelişmekte olan ekonomilerin kaynak ihtiyacını karşılamaları açısından da önemli olduğunu belirtmektedir. 1950'lerde dünya üretimin yüzde 75'ini yaratan OECD üyelerinin 2010'lu yıllara gelindiğinde paylarının

yüzde 50'lere düştüğünü belirten Santiso, kaynak dağılımdaki gelişmekte olan ekonomilere kaymanın ulusal varlık fonlarının kurulmasında etken olduğunu belirtmiştir. Mevcut ulusal varlık fonlarının yüzde 85'lik kısmı gelişmekte olan ekonomiler tarafından kurulmuş olup, bu fonlar yerel piyasalarını canlandırmaya yönelik büyük projelere kaynak aktarabilmektedir. Ulusal varlık fonları bu yerel projeler ile sınırlı kalmayıp çeşitlendirme etkisi sağlayabilmek için yerel piyasalarıyla düşük korelasyona sahip diğer gelişmekte olan ekonomilere de yatırım yapabilmektedir. Santiso bu yatırımları nedeniyle ulusal varlık fonlarının gelişmekte olan ekonomileri destekleyen gelişme fonları olarak da tanımlanabileceğini belirtmektedir.

Gomes (2008) çalışmasında uluslararası finansal istikrar üzerinde ulusal varlık fonlarının etkilerini incelemiştir. Çalışmada, ulusal varlık fonlarının piyasaya kriz döneminde görüldüğü üzere en çok ihtiyaç duyulduğunda likidite sağlayabilen uzun vadeli yatırım ufkuna sahip yatırımcılar olduğunu belirtmiştir. Ulusal varlık fonlarının piyasalarda kaldıraçsız yatırımlar yaptığını ve volatilitiyi azaltacak roller üstlenebileceğini belirten Gomes, portföylerinde birçok varlık sınıfını ve para birimini bulundurarak piyasalar arasında dengeleyici unsur olduklarını vurgulamıştır. Birkaç ulusal varlık fonunun piyasaları olumsuz etkileyebilecek potansiyalinin her zaman olduğunu belirten yazar, buna rağmen böyle bir etkinin bugüne kadar rastlanmadığını belirtmiştir.

Literatürdeki bu sonuçlara rağmen özellikle kaynak yapısından bağımsız olarak getiri odaklı ulusal varlık fonlarının global finansal istikrarı tehdit edebilme potansiyelleri olduğu gerçeği her zaman için göz önünde bulundurulmalıdır. Bu fonlar genel olarak merkez bankaları tarafından benimsenen hazine ihraçlarına yatırım yapıp vadeye kadar taşıma yaklaşımı yerine alternatif piyasalara ve şirketlere yönelmekte, ayrıca "hedge" fonlara ortak olarak kaldıraç etkisinin artmasına neden olabilmektedir. Getiri odaklı fonların yaptıkları işlemler tartışılırken genel olarak bu fonların satın almalarına odaklanılmakla beraber çıkış yaptıkları varlıklarda yaratacakları ani satış baskısı piyasa açısından daha büyük bir risk oluşturmaktadır. Bu tarz portföy yönetimi anlayışını seçen fonların finansal istikrarsızlık yaratma olasılığının ölçülebilmesi için varlık tahsis modellerinin regülatörlerce takip edilmesi gerekmektedir.

## 2.5. Ulusal Varlık Fonları, Sermaye Piyasalarında Fiyatları, Denge Noktasından Uzaklaştırmaktadır

Ulusal varlık fonlarına ilişkin bir başka eleştiri, bu fonların sermaye piyasalarında balonlara neden olduğu ve fiyatları denge noktalarından uzaklaştırdığı yönündedir. Kotler ve Lel (2008) ulusal varlık fonlarının işlemlerini inceledikleri çalışmalarında ulusal varlık fonların hedefi olan şirketlere pozitif etkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Kotler ve Lel, çalışmalarında ulusal varlık fonları tarafından satın alınma haberini takiben hedef kuruluşun hisse senedinin iki günlük dönemde ortalama yüzde 2.1 değer kazandığını saptamışlardır. Yazarlar bu değer artışını, ulusal varlık fonlarının şeffaflık alanındaki başarılarının kuruluşun başarısını etkileyeceği yönündeki beklentilere ve mevcut ortaklarının da bu satın almaya pozitif bakmasına bağlamıştır.

Fernandes (2009) yaptığı analizde ulusal varlık fonlarının ekonomik kar amaçlı yatırımlar yaptıkları, yatırımcıyı korumaya dönük sağlam kuralları olan ülkeleri hedef olarak seçtikleri sonucuna varmışlardır. Çalışmada ulusal varlık fonlarının kaynak aktardığı şirketlerin piyasa değerlerinin arttığının gözlemlendiği ve bunun piyasanın genel görüşünün bu fonlara karşı olumlu olduğunun bir göstergesi olduğu vurgulanmıştır. Çalışmada diğer bütün faktörlerin aynı olması durumunda piyasanın ulusal varlık fonlarını diğer bütün alternatiflere tercih edeceği belirtilmiştir. Bu sonuca ulaştıran faktörler ise ulusal varlık fonlarının ek kaynak ihtiyacını karşılayabilmesi, sermaye maliyetini düşürebilmeleri, politik bağıntıları nedeniyle rekabet avantaj sağlayabilmeleri, şeffaflık ve kurumsal yönetim alanında yeni mekanizmalar getirebilmeleri olarak sıralanmıştır.

Sun ve Hesse (2009) bahsi geçen etkinin varlığını 1990–2009 yılları arasında 166 veriyi kapsayacak şekilde örnek olay çalışmasıyla sınımlamıştır. Ulusal varlık fonları tarafından yatırım yapılacağı açıklanan kuruluşların bulunduğu sektör, işlem tipi (alım-satım), işlem gören piyasanın gelişmişlik düzeyi, kurumsal yönetim faktörleri göz önüne alınarak değerlendirildiği çalışmada, piyasada normal dışı bir getiri olarak tanımlanabilecek bir bulguya rastlanamayarak diğer çalışmalarla paralel sonuçlara ulaşılmıştır.

Ulusal varlık fonlarının yatırım sürecinde uzun vadeli ve getiri odaklı davrandıkları göz önüne alındığında rasyonel yatırımcılar ile aynı kriterlere sahip olmaları beklenmektedir. Buna istinaden fonların hedef aldığı şirketlerin şeffaf, regülasyonlara uyumlu, muhasebe standartları açısından yeterli olması gibi kriterleri karşılıyor olduğu düşünülmektedir. Ulusal varlık fonlarının satın aldıkları şirketlerde görülen sınırlı değer artışı bu kriterlere uygunluğun uzun vadeli bir yatırımcı tarafından teyidi anlamını taşımanın ötesine gitmediği düşünülmektedir. Literatürdeki güncel çalışmalarda bu savı destekler nitelikte olup, ulusal varlık fonlarının piyasadaki diğer oyunculardan farklı algılanmadığını ortaya koymaktadır.

## **2.6. Ulusal Varlık Fonları Rezerv Yönetimi Açısından Merkez Bankalarının Alternatifidir**

Ulusal varlık fonlarının hızlı gelişimi rezerv yönetimi açısından merkez bankaları ile karşılaştırılmalarına neden olmaktadır. Das vd. (2009) çalışmalarında bu soruya cevap aramak amacıyla ulusal varlık fonlarının kuruluş süreçlerini irdelemişler ve ulusal varlık fonlarının hızlı gelişimini formüle etmeye çalışmışlardır. Çalışmada öncelikle politika koyucuların belirledikleri stratejik hedeflere ulaşmak için ulusal varlık fonlarının doğru araç olduğunun tespit edilmesinin gerekliliği vurgulanmaktadır. Bu noktada ilk belirleyici faktör ülke rezervinin optimum noktasının üzerinde bulunmasıdır. Yazarlar, rezerv hesaplamaları yapılırken genel bütçe kalemlerinin yanı sıra toprak altındaki varlıkların değeri, vergi gelirleri gibi fon akışlarının da analize dahil edilmesi gerektiğini belirtmektedirler. Bu görüşe dayanarak ulusal varlık fonlarının sayısının ve büyüklüklerinin emtia fiyatlarının arttığı dönemlerle artış göstermesini toprak altındaki varlıkların değerlendirilmesi nedeniyle ortaya çıkan ek kaynağa bağlamaktadır. Hükümet ve merkez bankası tarafından optimum rezerv konusunda ulaşılabilecek mutabakatı takiben artı rezervin hangi amaçla kullanılacağı bankacılık sektörünün güvenilirliği, para ve kur politikasının esnekliği gibi faktörler dikkate alınarak değerlendirilmelidir. Yazarlar artı rezervlerin hazinenin dış borç stokunun azaltılması amacıyla kullanılabileceği gibi merkez bankası bünyesinde getiri odaklı yatırım portföylerinde değerlendirilebileceği, bu yöntemlerin uzun vadeli hedeflere ulaşmakta yetersiz kalması halinde ise üçüncü bir opsiyon olarak ulusal varlık fonunun kurulabileceğini belirtmişlerdir.

Ulusal varlık fonlarının rezerv yönetimi açısından merkez bankalarına alternatif olarak kurulma nedenleri ekonominin dengelerini varlık fiyatlarından ayırarak istikrar sağlayabilmek, merkez bankası rezervlerinde sağlanması zor olan çeşitlendirmeyi sağlayabilmek, sermaye hareketlerinin yerel piyasalardaki etkilerini sınırlamak amacıyla yapılan müdahaleler sonrasında oluşan sterilizasyon maliyetini azaltmak, sosyal güvenlik kurumlarının yükümlülükleri ile paralel uzun vadeli yatırımlar yapabilmek olarak sıralamak mümkündür.

Bütün bu faktörlerin yerel nitelikli olmaları göz önüne alındığında ulusal varlık fonlarının hangi koşullarda kurulması gerektiği ile ilgili bir genelleme yapmanın mümkün olmadığı ortaya çıkmaktadır. Ulusal varlık fonlarının kurulması kararının alınması halinde bile varlık büyüklüklerinin merkez bankası rezervlerine oranı konusunda genel kabul görmüş bir uygulama bulunmamakta ve ülke örneklerinde büyük farklılıklar görülmektedir.

### **2.7. Ulusal Varlık Fonlarının Karar Alma Süreci Politik Risklere Açıktır**

Literatürde ulusal varlık fonlarına yönelik bir başka eleştiri karar alma sürecinde politik riskler taşıdıkları yönündedir. Bu fonların kar maksimizasyonu yerine politik kararlar almasının global istikrarı bozabilecek etkileri olabileceğini vurgulayan çalışmalarda, bu etkileri sınırlayabilmek amacıyla piyasanın ihtiyaç duyduğu daha şeffaf karar alma süreciyle ilgili gerekli düzenlemelerin yapılması gerektiği vurgulanmıştır.

Ulusal varlık fonlarının yaratacağı risklere dikkat çeken Cohen (2009), 2007 krizinde yaşadıkları zararlara rağmen fonların büyümeye devam ettiğini, finansal piyasaların toparlanma sürecine girmesiyle bu büyümenin daha da hızlanacağını vurgulamaktadır. Cohen, ulusal varlık fonlarının sahiplik açısından petrol üreten Ortadoğu ülkeleri ve Asya ülkelerinde yoğunlaşmasının global finansal istikrar açısından sakıncaları olabileceğini vurgulamış, bu fonların varlık fiyatlarını yeni bir seviyeye taşıyabilecek büyüklüklere ulaştığını ve piyasaya giriş ve çıkışlarının belirsizlik yarattığını belirtmiştir. Ulusal varlık fonlarının ekonomik kararlara dayanan satın almalar yerine dış politika aracı olarak kullanılabileceğini belirten Cohen, gerekli düzenlemelerin yapılmaması durumunda bu fonların piyasalara ekstra volatilité getirebileceği sonucuna varmıştır. Bu risklerin Çin'in ve Rusya'nın ulusal varlık fonu kurması ile daha da arttığını



vurgulayan Cohen, OECD, IMF veya yeni kurulabilecek bir regülatörün ivedilikle yeni düzenlemeler yapması gerektiğini vurgulamıştır.

Cohen'in savını kısmi olarak destekleyen çalışmalarında Bernstein vd. (2009) ulusal varlık fonlarının yatırım stratejilerini, fonun organizasyon yapısı, yatırım yapılan piyasalar gibi değişkenleri göz önüne alarak incelemişlerdir. Yazarlar analizleri sonucunda, ulusal varlık fonlarının organizasyon yapısı içinde politikacıların söz sahibi olması durumunda yatırımların daha çok yerel piyasaya yapıldığı ve fiyat/kazanç oranı yüksek sektörler yöneldiğini tespit etmişlerdir. Bu sonuçların, yatırım süreci sırasında piyasada oluşan trendin dikkate alındığını ve politik görüşlerden etkilenildiğini ortaya koyduğu belirtilmektedir. Yazarlar yatırım yapılan yüksek fiyat/kazanç oranına sahip sektörlerin, satın almayı takip eden yılda değer kaybına uğradığını, bunun da süreçlerdeki verimsizliği ortaya koyması açısından bir gösterge olduğunu vurgulamışlardır.

Ulusal varlık fonlarının kuruluş amacı kuruldukları ülkelerin sosyal refah düzeyini arttırmak olarak belirlenmekle beraber gelişmekte olan ekonomilerde yaşanan hızlı siyasi değişimlerin bu fonların kuruluş amacı yerine ekonomik bir güç olarak kullanılmasına olanak tanınması mümkün görülmektedir. Mevcut ulusal varlık fonları incelendiğinde bu savın doğruluğunu ortaya koyacak bulgulara ulaşmak mümkün olmamakla beraber hedef ülkelerde alınan bazı kararların bu beklentinin kabul gördüğü gerçeğini ortaya koyduğu düşünülmektedir.

## **2.8. Ulusal Varlık Fonları Ayrı Standartlarla Denetlenmelidir**

Ulusal varlık fonlarını analiz ederken sorgulanması gereken husus kendi sosyal refahlarını arttırmak için yaptıkları yatırımların hedef ekonominin sosyal refahını nasıl etkileyeceğidir. Hükümetler arası tartışma bu konuda ortaya çıkmakta ve belirtildiği gibi bazı özel durumlarda ulusal varlık fonları bariyerler ile karşılaşabilmektedir. Bu bariyerlerin varlığı finansal piyasaların etkinliğini azaltmakla beraber bu bariyerlerin kaldırılması halinde hedef ülkelerin çekinceleri artmaktadır. Bu ülkelerin ek talepleri ve özellikle şeffaflık alanındaki istekleri de ulusal varlık fonlarının amaç fonksiyonunu değiştirerek kar maksimizasyonu yerine dış politikada uyumluluk değişkenini modele dahil etmektedir.

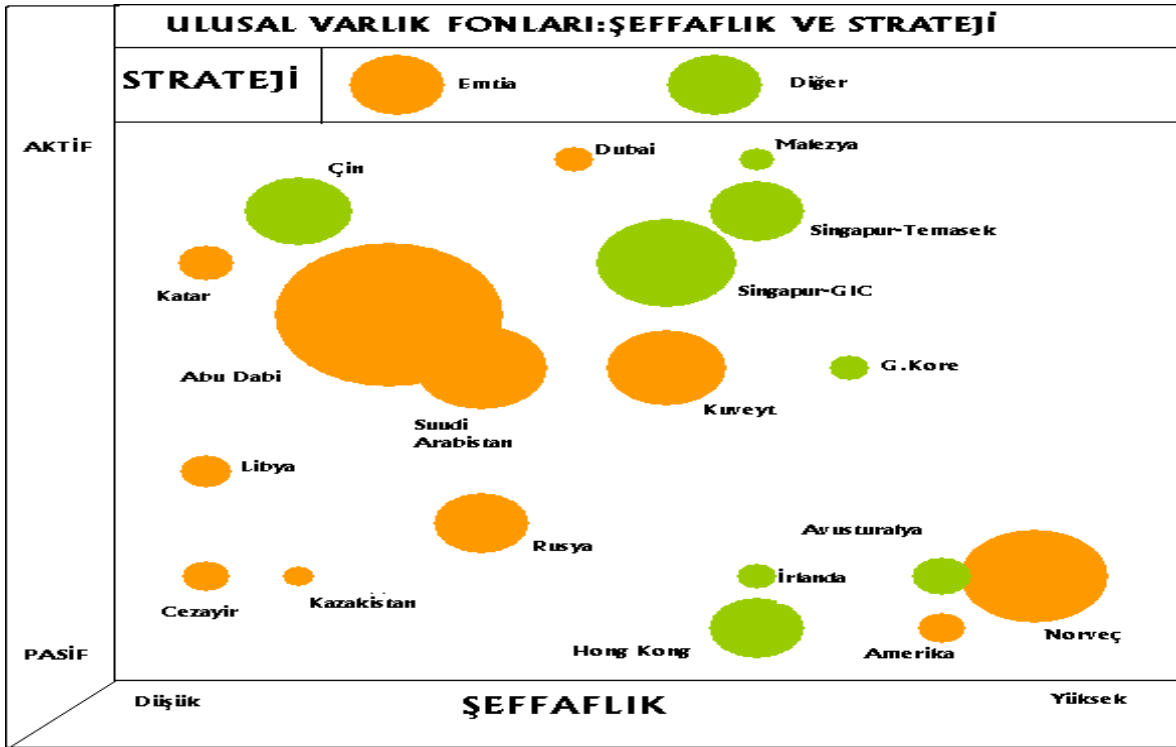
Hemphill (2009) bahsi geçen endişeleri tartıştığı çalışmasında bu fonların öncelikle kurumsal yönetim alanındaki uygulamalarının ortaya konulması, ulusal güvenlik tanımının yapılması ve karşılıklı yatırım yapabilme prensibinin geçerliliğinin sağlanması gerektiğini belirtmiştir. Kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmalara örnek olarak “Santiago” prensiplerinin gösterildiği çalışmada, uluslararası kuruluşların bu alanda öncülük etmesi gerektiği savunulmaktadır. Yazar ulusal varlık fonlarının şirketlerde sahiplik paylarını %10 ile sınırlanmasının pasif yatırımları kesmeden ulusal güvenliğe sahip şirketlerin kontrolünün ele geçirilmesinin önüne geçebileceğini vurgulamıştır. Hemphill çalışmasının sonuç kısmında “Santiago” prensiplerinin uygulamaya konulması halinde bile yerel düzenlemelerin önüne geçilemeyeceğini belirterek hedef ülkelerdeki algılamalardaki farklılıkların süreceği beklentisini ortaya koymuştur.

Avendano ve Santiso (2009) ise yatırım fonları ile ulusal varlık fonlarını inceledikleri çalışmalarında iki grubun sermaye piyasalarındaki satın alımlarını coğrafi ve sektörel bazda karşılaştırmış ve yatırım tercihlerinin motivasyon farklılıklarını öne süreceği boyutta olmadığı sonucuna varmışlardır. Yazarlar analizlerinde hedef ülke ve ulusal varlık fonunun kurulduğu ülkedeki rejimlerin tercihlerde etkisi olduğu savını da destekleyecek sonuçlara ulaşamamıştır. Avendano ve Santiso bu sonuçlara istinaden ulusal varlık fonlarının diğer yatırımcılardan ayrı değerlendirilmemesi gerektiği ve şeffaflık ve kurumsal yönetim açısından ayrı standartlara tabi olmamaları gerektiği sonucuna varmışlardır. Epstein ve Rose (2009) de çalışmalarında ulusal varlık fonlarının model yatırımcı özelliklerine sahip olduğunu, politik amaçları uğruna yatırım kararı vermediklerini, bu nedenle kapitalist sistemin kurtarılması amacıyla yeni regülasyonların düzenlenmesinin gerekmediğini belirtmişlerdir.

Shabbir’in (2009) çalışmasında ulusal varlık fonlarının varlık fiyatları ve döviz kurları üzerinde kalıcı etkileri olabileceği ama bu etkinin doğru regülasyonlarla ve aktif izleme ile kontrol altına alınabileceği vurgulanmıştır. Çalışmanın sonucunda ulusal varlık fonlarının kriz dönemindeki yaklaşımlarının önümüzdeki dönemler için bir model oluşturacağı ve halihazırda uluslararası boyutta devam eden düzenlemelere ışık tutacağı belirtilmiştir.

Ulusal varlık fonlarına yönelik ek düzenlemeleri tartışırken bu kuruluşların şeffaflık ve yatırım stratejilerini karşılaştırmak yol gösterici olacaktır. Grafik 3’de görüldüğü üzere şeffaflık düzeyi en yüksek olan Norveç, İrlanda, Avustralya, ABD stratejik açıdan en az şeffaflığa ihtiyaç duyulan pasif yönetimi tercih etmektedirler. Bunun aksine Çin, Katar, Abu Dabi gibi ülkelerin ulusal varlık fonları stratejik pozisyon olarak aktif yönetimi tercih etmelerine rağmen en düşük şeffaflık düzeyine sahip bulunmaktadır. Bu koşulları göz önünde bulundurulduğunda, hükümetlerin uluslararası kuruluşların çalışmalarını beklemeksizin bütün finansal piyasaları ve oyuncuları kapsayacak şekilde şeffaflığı artırıcı yerel düzenlemeler yapması gerektiği düşünülmektedir.

Grafik 3 UVF şeffaflık ve strateji karşılaştırması



(kaynak:www.swfinstitute.org, 2008)

### 3. Sonuç ve Değerlendirmeler

Son 10 yıllık dönemde sayılarında yaşanan artış ve varlık büyüklüklerine yönelik büyüme projeksiyonları ulusal varlık fonlarının akademisyenler ve regülatörler tarafından

© Copyright 2010, Erk Hacıhasanoğlu and Uğur Soytaş.

The ideas represented in this paper are attributable to the authors only and not to the Business Administration Department or the Management and Administration Research Center of METU.

tartışılmasına neden olmaktadır. Bu tartışmalarda dikkat edilmesi gereken unsur, yabancı özel sermayenin sahipliği ile yabancı hükümet sahipliği arasındaki algı farkının ne kadar geçerli olduğudur. Yatırım alan ülkeler açısından bakıldığında ulusal varlık fonları üzerinden sermaye girişlerinin ulusal güvenlik açısından da değerlendirildiği görülmektedir. Bu alandaki önemli bir tartışma Suudi Arabistan'ın 2006 yılında Amerika'da bazı limanları almaya çalışması ile gündeme oturmuş ve hedef ülkenin bazı stratejik sektörlerde korumacı kararlar alması ile sonuçlanmıştır.

2007'de başlayıp süregelen krizle birlikte ulusal varlık fonlarına karşı belirli bir bakış açısı değişimi olduğu düşünülmektedir. Bu değişim temel olarak ulusal varlık fonlarının portföylerinde büyük boyutlarda kayıpların oluşmasının ve dolayısıyla etkilerinin azalacağı beklentisiyle beraber fonların global finansal sistemin ihtiyaç duyduğu dönemde likit ve uzun vadeli yeni kaynak yaratabilmiş olmasına bağlanabilir. Burada dikkat çeken nokta ise ulusal varlık fonlarının global piyasalardaki yatırımlarının yerel ekonomilerinde tartışılmaya başlanmasıdır.

Ulusal varlık fonları kuruldukları ülkelerde tasarruf anlayışını değiştirmeleri, global emtia fiyatlarındaki dalgalanmaların yerel ekonomiye etkisini azaltmaları gibi faktörler nedeniyle rezerv yönetimi açısından merkez bankalarının alternatif rolere üstlenebilmektedir. Buna rağmen sermayelerindeki hızlı artışın yanı sıra politik çevre, makroekonomik gelişmeler ulusal varlık fonlarının yatırım stratejilerinin değişmesine yol açabilmektedir. Kuruluş dönemlerinde karşılaşılan merkez bankası benzeri geleneksel pasif yatırım stratejilerinin yerine bazı ulusal varlık fonlarının yeni yatırım araçlarına yöneldiği görülmektedir. Ulusal varlık fonlarının 2000'li yılların başından itibaren milyar dolarlarla ölçülen satın almaları, kriz dönemini takiben 100 milyar dolara ulaşmıştır. Bu hızlı artış ulusal varlık fonlarının ne kadar dinamik portföy yönettiklerini göstermenin yanı sıra stratejik varlık tahsis modellerinin detaylı incelenmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Strateji değişimleri bu kuruluşların daha iyi incelenmesi ve daha şeffaf olmaları ihtiyacını da gündeme getirmektedir.

Global ekonomik güçlerde yaşanan değişimin iyi incelenerek gerekli analizlerin zamanında yapılması ve bu fonlardan gelmesi olası kaynaklara yönelik stratejik kararların alınması Türk bankacılık sektörü başta olmak üzere birçok açıdan önem arz etmektedir.

Deutsche Bank'ın 2008 tarihli raporu önümüzdeki dönemde ulusal varlık fonlarının davranış şekilleri açısından gösterge niteliğindedir. Rapora göre ulusal varlık fonlarının yatırımlarının %37'si Kuzey Amerika'daki kuruluşlara, %32'si ise Avrupa merkezli kuruluşlara yönelmektedir. Bu dağılıma hedef piyasaların birçok sektöre yatırım olanakları sunmaları, büyük yatırımcıların hareketlerini absorbe edebilecek derinliğe sahip olmaları ve yüksek likiditeleri neden olarak gösterilmektedir (Deutsche Bank, 2008). Ulusal varlık fonlarının önümüzdeki dönemde aktiflerindeki artışlarıyla paralel olarak çeşitlendirme amacıyla alternatif para birimlerine ve ekonomilere yöneleceği ve Türkiye'nin bahsi geçen kriterlere uygunluğu göz önüne alınca kaynak akışı açısından çok önemli bir potansiyeli olduğu görülmektedir. Bu nedenle ulusal varlık fonlarının doğru analiz edilip, uygun görülmesi halinde gereken düzenlemelerin yapılmasına ihtiyaç bulunmaktadır.

### KAYNAKÇA

AIZENMAN, Joshua and Reuven GLICK; (2008), "Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts About Their Determinants and Governance", NBER Working Paper 14562, <http://www.nber.org/papers/w14562>.

ALLEN, Mark and Caruana JAIME; (2008), "Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda", International Monetary Fund, Washington, DC, February 2008.

AVENDANO, Rolando and Santiso JAVIER; (2009), "Are Sovereign Wealth Funds' Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds", OECD Development Center, Working Paper No:283.

BECK, Roland and Michael FIDORA; (2008), "The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets", ECB Occasional Paper Series No. 91, (Frankfurt: European Central Bank).

© Copyright 2010, Erk Hacıhasanoğlu and Ugur Soytas.

The ideas represented in this paper are attributable to the authors only and not to the Business Administration Department or the Management and Administration Research Center of METU.

BECK, Roland and Michael FIDORA; (2009), “Sovereign Wealth Funds – Before and Since the Crisis”, *European Business Organization Law Review*, 10, pp. 353-367.

BERNSTEIN, Shai, Josh LERNER and Antoinette SCHOAR; (2009), “The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds”, NBER Working Paper 14861, <http://www.nber.org/papers/w14861>.

BORTOLOTTI, Bernardo, Veljko FOTAK, William L. MEGGINSON, and William F. MIRACKY; (2009), “Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance”, (unpublished; University of Oklahoma).

CHHAOCHHARIA, Vidhi, Laeven LUC; (2008), “Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies And Performance”, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper No. 6959.

COHEN, Benjamin; (2009), “Sovereign Wealth Funds and National Security: The Great Tradeoff”, *International Affairs*, 85:4, pp. 713-731.

DAS, Udaibir, Lu YINGIU, Mulder CHRISTIAN, Sy AMADOU; (2009), “Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations”, IMF Working Paper 09/179, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09179.pdf>.

DREZNER, Daniel W.; (2008), “Sovereign Wealth Funds and the (in)Security of Global Finance”, *Journal of International Affairs*, 62(1), pp. 115-130.

FERNANDES, Nuno; (2009), “Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World”, Working Paper, IMD International.

HOGUET, George R.; (2008), “The Potential Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Asset Prices”, *Vision*, 3(2), pp. 23–30.

GOMES, Tamara; (2008), “The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability”, Bank of Canada Discussion Papers, 2008-14.

HELLEINER, Eric; (2009), “The Geopolitics of Sovereign Wealth Funds: An Introduction”, *Geopolitics*, Volume 14, Issue 2 , pp. 300 – 304.

HEMPHILL, Thomas A.; (2009), “Sovereign Wealth Funds: National Security Risks in a Global Free Trade Environment”, *Thunderbird International Business Review*, 51(6), pp. 551-566.

JEN, Stephen and David MILES K.; (2007), “Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices”, Morgan Stanley Research.

JOHNSON, Simon; (2007), “The Rise of Sovereign Wealth Funds”, *Finance & Development: A Quarterly Magazine of the IMF*, 44(3).

KERN, Steffen; (2008a), “Commodity and Non-commodity Sovereign Wealth Funds”, Deutsche Bank Research, July 2008.

KERN, Steffen; (2008b), “SWFs and Foreign Investment Policies- an Update”, Deutsche Bank Research, October 2008.

© Copyright 2010, Erk Hacıhasanoglu and Ugur Soytas.

The ideas represented in this paper are attributable to the authors only and not to the Business Administration Department or the Management and Administration Research Center of METU.

- KERN, Stephen; (2009), “Sovereign Wealth Funds –State Investments During the Financial Crisis”, Deutsche Bank Research, July 2009.
- KOTTER, Jason and Lel UGUR; (2008), “Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets”, International Finance Discussion Papers Number 940.
- MARTELLINI, Lionel; (2009), “Asset-Liability and Risk Management for Sovereign Wealth Funds”, Edhec Risk Asset Management Research.
- MORGAN STANLEY; (2007), “How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?”, Morgan Stanley Research Global, May 3,2007.
- OECD; (2008), “Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies”, OECD Investment Committee Report, April 20, 2008.
- PARK, Donghyun; (2007), “Beyond Liquidity: New Uses for Developing Asia’s Foreign Exchange Reserves”, ERD Working Paper, No. 109.
- REISEN, Helmut; (2008), “How to Spend it: Commodity and Non-commodity Sovereign Wealth Funds”, Deutsche Bank Research, Research Notes No. 28, July 2008.
- SANTISO, Javier; (2008), “Sovereign Development Funds: Key Financial Actors of the Shifting Wealth of Nations”, OECD Emerging Markets Network Working Paper.
- SCHERER, Bernd; (2009), “A Note on Portfolio Choice for Sovereign Wealth Funds”, Financial Markets and Portfolio Management, 23(3), pp. 315-327.
- SHABBIR, Tayyeb; (2009), “Role of the Middle Eastern Sovereign Wealth Funds in the Current Global Financial Crisis”, <http://www.luc.edu/orgs/meea/volume11/PDFS/Paper-by-Shabbir.pdf>.
- SUN, Tao and Heiko HESSE; (2009), “Sovereign Wealth Funds and Financial Stability—An Event Study Analysis”, IMF Working Paper 09/239.
- TRUMAN, Edwin M.; (2007a), “Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability”, Policy Brief No. PB07-6, Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, August 2007.
- TRUMAN, Edwin M.; (2007b), “A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds”, Peterson Institute for International Economics, October 2007.
- TRUMAN Edwin M.; (2008), “A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices”, Peterson Institute for International Economics, April 2008.