

М. І. Диба, І. В. Краснова

МАСШТАБИ ДІЯЛЬНОСТІ СУВЕРЕННИХ ФОНДІВ

У статті розкрито основні аспекти діяльності суверенних інвестиційних фондів як державних інституційних інвесторів, котрі беруть участь у міжнародному русі капіталу. Розглянуто міжнародні підходи до визначення сутності суверенних фондів, їхні особливості та наведено їх класифікацію. Згідно зі статистичними даними названо основні тенденції в масштабах діяльності та управлінні активами цих фондів. Проаналізовано динаміку обсягу і структури інвестицій суверенних фондів, виявлено ключові тенденції й закономірності. Зазначено, що завдяки зростанню довірених їм обсягів коштів суверенні фонди стають крупними інституціональними інвесторами на глобальному ринку капіталів із управління ліквідністю. Окреслено проблемні аспекти функціонування, стратегічні напрями розвитку цих фондів, що призводять до зміни бізнес-моделі їхньої діяльності. Розглянуто досвід діяльності найбільшого суверенного фонду — Government Pension Fund Global (GPF), Норвегія. Визначено перспективи розвитку суверенних інвестиційних фондів.

Ключові слова: суверенні фонди добробуту, суверенні інвестиційні фонди, фінансова стабільність, інвестиційна стратегія, резервні фонди.

Табл. 4. Рис. 6. Літ. 24.

М. И. Дыба, И. В. Краснова

МАСШТАБЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ

В статье раскрыты основные аспекты деятельности суверенных инвестиционных фондов как государственных институциональных инвесторов, принимающих участие в международном движении капитала. Рассмотрены международные подходы к определению сущности суверенных фондов, их особенности и приведена их классификация. Согласно статистическим данным названы основные тенденции в масштабах деятельности и управлении активами этих фондов. Проанализирована динамика объема и структуры инвестиций суверенных фондов, выявлены ключевые тенденции и закономерности. Отмечено, что благодаря возрастанию объемов вверенных им денежных средств суверенные фонды становятся крупными институциональными инвесторами на глобальном рынке капиталов по управлению ликвидностью. Очерчены основные проблемные аспекты функционирования, стратегические направления развития этих фондов, которые приводят к изменению бизнес-модели их деятельности. Рассмотрен опыт деятельности крупнейшего суверенного фонда — Government Pension Fund Global (GPF), Норвегия. Определены перспективы развития суверенных инвестиционных фондов.

Ключевые слова: суверенные фонды благосостояния, суверенные инвестиционные фонды, финансовая стабильность, инвестиционная стратегия, резервные фонды.

Mykhailo Dyba, Iryna Krasnova

THE SCALE OF SOVEREIGN FUNDS ACTIVITY

The article covers the main aspects of sovereign wealth funds activity as public institutional investors participating in the international movement of capital. It is considered international approaches to defining the essence of sovereign funds, their characteristics and classification. Based on analysis of statistical data it is identified key trends across an activity and asset management of sovereign funds. The dynamics of volume and structure of investments of sovereign funds, the main tendencies and patterns are analyzed. It is indicated that increasing amounts of funds managed by sovereign wealth funds, transform them into valid institutional investors specialized on liquidity management in the global capital market. The basic problem aspects of

© Диба М. І., Краснова І. В., 2015

sovereign funds are outlined, as well it is considered the strategic directions of sovereign wealth funds, leading to changes in the business model of their activity. The experience of the largest sovereign fund – the Norwegian Government Pension Fund Global (GPF) is considered. The prospects of development of sovereign investment funds are determined.

Keywords: sovereign wealth funds, sovereign investment funds, financial stability, investment strategy, reserve funds.

JEL classification: G20, G23, G28.

У доповіді ЮНКТАД про світові інвестиції [1] зазначається, що у світі, особливо в економічно розвинутих країнах, наростає занепокоєність у зв'язку зі зростанням кількості транскордонних операцій, які проводяться державними (суверенними) інвестиційними фондами, 75 % інвестицій котрих припадає на згадані країни.

Серед основних тенденцій, які актуалізували питання вивчення суверенних фондів, виокремимо такі:

— активи під управлінням суверенних фондів характеризуються стрімкими темпами зростання та подальшою диверсифікацією, що збільшує їхній потенційний вплив на світові фінансові ринки [2, с. 2];

— чисті накопичення окремих суверенних фондів можуть порівнюватися з найбільшими у світі інвестиційними компаніями, пенсійними фондами та резервами деяких центральних банків;

— кількість нових суверенних фондів протягом останніх декількох років помітно збільшилася у всьому світі [3];

— суверенні фонди стають ефективним і потужним інструментом посилення впливу в глобальному економічному просторі, навіть малі економіки здатні перетворюватися на світові фінансові центри;

— діяльність провідних суверенних фондів великою мірою визначає ситуацію на фондових ринках світу. Так, у акції, котрими торгують на біржах, вкладає кошти 82 % суверенних фондів, а в облігації — 86 %;

— дедалі більше суверенних фондів беруть участь у найкрупніших міжнародних угодах на ринку злиттів і поглинань [4, с. 7];

— зростання обсягів інвестицій окремих суверенних фондів у найбільші міжнародні фінансові інститути й компанії викликає занепокоєність та інтерес щодо їх впливу на перспективну вартість компанії [5, с. 18].

На сучасному етапі глобального економічного розвитку суверенні фонди є провідними учасниками світового фінансового ринку, що акумулюють заощадження офіційного сектору економіки та проводять активну інвестиційну експансію за кордоном. Обсяг коштів під їх управлінням стає порівняним із міжнародними резервами центральних банків (рис. 1).

На думку експертів МВФ, однією з ключових ознак належності коштів суверенних фондів до валютних резервів країни є їхня доступність для державних фінансових органів. Інакше кажучи, якщо закордонні активи країни містяться в спеціальних державних фондах і компетентні державні фінансові



Джерело: Навой А. В. Резервный фонд и Фонд национального благосостояния России в международной системе суверенных фондов / А. В. Навой, Л. И. Шалунова // Деньги и кредит. — 2014. — № 2. — С. 26.

Рис. 1. Динаміка сукупного обсягу суверенних фондів і міжнародних валютних резервів, млрд дол. США

органи мають законне право здійснювати контроль таких фондів, такі активи відносять до валютних резервів країни. Водночас у протилежному випадку вони не включаються у валютні резерви країни. Закордонні активи, які утримуються в суверенних фондах, повинні класифікуватися у фінансових звітах і міжнародних інвестиційних висновках відповідно до функціональних категорій та фінансових інструментів [3].

Станом на 1 січня 2013 р. сукупний обсяг суверенних фондів сягнув 5,2 трлн дол. США, що вдвічі менше за сукупний розмір світових золотовалютних авуарів та майже дорівнює величині резервних активів розвинутих країн. Утім, протягом наступних років обсяг коштів під управлінням цих фондів зріс на 35 % і на 1 січня 2015 р. становив уже 7 трлн дол. США, тоді як міжнародні резерви збільшилися за цей же період лише на 2,3 %. За прогнозами у 2017 р. активи фондів сягнуть 13,4 трлн дол., перевищивши обсяг золотовалютних резервів та створюючи нові полюси економічного впливу, а можливо й політичного. Вражаюча випереджальна динаміка доводить важливість подальшого вивчення діяльності цих фондів.

Обіг таких масштабних ресурсів на міжнародному ринку капіталу став предметом інтересу наукової спільноти та регуляторних ініціатив міжнародних фінансових організацій. Дослідженню діяльності суверенних фондів на світових фінансових ринках, особливостей їхньої інвестиційної політики присвячено

чимало праць, зокрема Р. Бека, К. Болдінга, С. Джена, С. Берштейна, Т. Сана, А. Розанова, М. Дораєва, Р. Ібраєва, П. Казакевича, О. Неплях [5—15] та ін.

Суверенні фонди (СФ) — це інституційний інструмент економічної й інвестиційної політики держави. Їхня основна діяльність пов'язана з накопиченням суверенних грошових коштів (пулів) у позабюджетних фондах завдяки сприятливим макроекономічним, торговим і фінансовим позиціям країни з подальшим розміщенням цих коштів у фінансові та альтернативні активи на національному й міжнародному рівнях.

На сьогодні немає єдиного визначення суверенного фонду. Таким чином, залишається не до кінця зрозумілим, які саме фінансові інститути можна відносити до таких фондів (табл. 1).

Таблиця 1. Узагальнення підходів до визначення суверенних фондів

Установа	Визначення	Коментар
МВФ	Спеціальні інвестиційні фонди, створені державою для того, щоб управляти іноземними резервами	Увагу зосереджено на тому, як засновані фонди (за рахунок іноземних активів), або на способі управління активами СФ (окремо від іноземних резервів)
ОЕСР	Інвестиційні фонди, сформовані державою за рахунок іноземних резервів	
Європейський центральний банк	Державні інвестиційні агентства, які управляють частиною іноземних активів держави	Залишається незрозумілим, чи повинні кошти, що знаходяться в таких спеціальних фондах, кваліфікуватись як резерви країни, чи вони мають показуватись окремо
МВФ (Принципи Сантьяго)	Деякі держави створюють спеціальні державні фонди, котрі зазвичай називаються СІФ, щоб інвестувати активи для довгострокових цілей. Кошти, що будуть інвестуватись, виникають переважно від експорту товарів та акумулювання фінансових активів державою	
Європейська комісія	Фонди, якими володіє держава та котрі управляють диверсифікованим портфелем внутрішніх і міжнародних фінансових активів. Більше того, СФ переважно (але не завжди) засновані за рахунок валютних резервів країни; їхні активи управляються окремо від цих резервів (найбільший ризик притаманний вкладенням фонду для досягнення найвищої прибутковості)	Недостатньо чіткі критерії розмежування суверенних фондів та інших фінансових інститутів, для того щоб визначити можливі заходи регулювання їхніх інвестицій
Інвестиційна компанія "State Street"	Фонди, засновані державою, що не є ні пенсійними фондами, ні традиційними валютними резервами країни	Метод виключення
Міжнародна робоча група суверенних інвестиційних фондів — Міжнародні принципи і правила (GAPP)	Спеціальні інвестиційні фонди, якими володіє держава. Створені для макроекономічних цілей, СФ володіють, управляють активами для досягнення фінансових цілей та використовують різні інвестиційні стратегії. Найчастіше утворюються за рахунок доходів від експорту природних ресурсів, офіційних операцій із іноземною валютою, надлишків від проведення фіскальної політики (стягнення податків) та операцій з приватизації	Дає змогу краще зрозуміти, що СФ є економічно й фінансово орієнтованими утвореннями як усередині країни, так і за її межами

Джерело: складено авторами.

Отже, суверенний фонд — це:

- цільовий позабюджетний інвестиційний фонд держави;
- рух грошових коштів (активів) держави, що перебувають на окремому рахунку в банку та мають визначені джерела формування й поповнення коштів,

витрачаються для досягнення певних цілей за спеціальним рішенням уряду (наприклад, для гарантування економічної безпеки країни, реалізації довгострокових цілей розвитку на національному й міжнародному рівнях тощо);

— категорія, котра виражає певні економічні відносини, що виникають між учасниками фонду (його засновниками, власниками, кредиторами, бенефіціарами та ін.) у процесі формування, розміщення й використання коштів (активів) фонду;

— інструмент (метод) державної економічної політики з формування, розміщення та використання коштів (активів) фонду;

— інститут (організаційна структура), що дає змогу реалізувати державну економічну політику формування, розміщення й використання коштів (активів) фонду.

На наш погляд, СФ доцільно визначити як спеціальні державні інвестиційні фонди, котрі формуються за рахунок понадпланових доходів бюджету від експорту невідновлюваних природних ресурсів, несировинного профіциту бюджету, офіційних операцій із іноземною валютою або за рахунок валютних резервів країни, правомірно й фінансово відокремлені від інших державних активів, кошти яких призначені для довгострокових фінансових вкладень у різні класи фінансових активів. Суверенний фонд призначений для задоволення суспільних інтересів та утворюється політичними органами не для проведення монетарної політики держави. До таких фондів не можна віднести золотовалютні резерви центральних банків, хедж-фонди, компанії з державною участю (включаючи банки), державні пенсійні фонди.

Понятійно-категоріальний апарат функціонування СФ систематизований головним чином у документах МВФ [3]. Зокрема, визначено основні цілі таких фондів, а саме:

— компенсаційну (компенсація нестабільності бюджетних доходів, пов'язаних із експортними надходженнями, через флуктуації міжнародної кон'юнктури);

— вирівнювальну (стимулювання внутрішніх галузей економіки за рахунок доходів, які надходять від експорту невідновлюваних природних ресурсів, формування джерел “довгих грошей” у економіці);

— дохідну (досягнення вищої прибутковості порівняно з міжнародними резервами за рахунок використання ширшого спектра фінансових інструментів);

— перерозподільну (перерозподіл надходжень від експорту невідновлюваних природних ресурсів на користь майбутніх поколінь);

— стабілізаційну (використання коштів фондів у періоди криз).

Цілі створення суверенних фондів залежать від національної специфіки. На думку експертів МВФ, більшість країн на практиці поєднує всі напрями використання СФ у різних комбінаціях.

Відповідно до класифікації МВФ такі фонди поділяються на стабілізаційні, фонди майбутніх поколінь, суспільства розміщення офіційних резервів,

фонди розвитку, резервні фонди [3]. Вони можуть бути класифіковані за низкою критеріїв (табл. 2).

Таблиця 2. Класифікація суверенних фондів

Критерій	Види
Джерела та порядок формування активів фонду	Фонди, що формуються за рахунок: сировинного профіциту бюджету — надпланові доходи від експорту сировинних ресурсів (нафти, газу, мінеральної сировини, вуглеводів, міді, алмазів, фосфатів тощо); несировинного профіциту бюджету держави, забезпеченого додатним сальдо торгового балансу за рахунок експорту несировинних товарів; не використаних за підсумками фінансового року залишків коштів бюджету; частини золотовалютних резервів; доходів від приватизації; зарубіжної фінансової допомоги
Механізм наповнення ресурсів	Відрахування до фондів прив'язані до цін сировинних ресурсів. Відрахування до фондів не залежать від рівня цін сировинних ресурсів
Цілі створення	Суверенні фонди мають як власні, так і спільні цілі формування: оптимізація податків, стабілізація фінансової системи (стабілізаційні фонди, орієнтовані на коротко- й середньострокову стабілізацію коливань у доходах і видатках бюджету держави, додаткове фінансування державних витрат); розв'язання соціальних проблем (фонди майбутніх поколінь, націлені на зниження фінансового навантаження на прийдешні покоління в рамках тривалішого періоду, що вимірюється десятиліттями); інвестиційна діяльність (інвестиційні фонди, орієнтовані на отримання доходу)
Організаційно-правова форма	Самостійна юридична особа. Окремі грошові рахунки (сукупність рахунків)
Ступінь інтеграції в бюджетну систему	У складі бюджету держави. Позабюджетні
Види (структура) акумульованих активів	Грошові кошти (в національній та іноземній валюті). Сек'юритизовані фінансові активи. Дорогоцінні метали (золото). Інші
Порядок розміщення та/або напрями використання активів фонду	Погашення зовнішнього боргу (планове й позапланове). Субсидування внутрішніх цін. Здійснення виплат населенню. Фінансування інвестиційних проектів. Фінансування розроблення родовищ сировини
Тип інвестиційної політики	Стабілізаційні. Суверенні (прямі інвестори)
Інвестиційна стратегія	Портфельна (активна) стратегія. Індексна (пасивна) стратегія. Консервативна стратегія. Змішана політика
Сфера вкладення коштів	Національний ринок. Міжнародні ринки. Змішана модель
Форма управління коштами	Державний(і) орган(и). Приватна керуюча компанія
Рівень прибутковості, рентабельності активів	Високорентабельні. Із середнім рівнем рентабельності. Низькорентабельні

Джерело: складено авторами.

Створення СФ припадає переважно на 2000—2007 рр., коли високі ціни на сировинні ресурси та значне додатне сальдо торгового балансу низки країн сприяли збільшенню числа таких фондів і обсягу накопичених у них коштів. Так, якщо до кінця 1990-х років вони діяли принаймні в 15 країнах чи окремих регіонах держав, то на початок 2009 р. кількість цих фондів перевищила 30, а в 2014 р. у світі налічувалося близько 72 діючих фондів — від величезних на кшталт Норвезького пенсійного фонду (893 млрд дол. США) до порівняно невеликих, таких як Фонд майбутнього Західної Австралії. Перелік найбільших СФ наведено в табл. 3.

Інституційне становище СФ на міжнародному ринку визначається головним чином структурою та обсягом їхніх активних операцій. Загальний обсяг активів під управлінням цих фондів неухильно зростає й перевищує сукупний обсяг коштів під управлінням хедж-фондів і приватних інвестиційних фондів (privat equity), причому значну частку в їхніх активах становлять так звані суверенні гроші. За даними дослідницької компанії “Preqin”, котра спеціалізується на інформації про суверенні фонди, у 2014 р. їх сукупний розмір уперше перевищив 7 трлн дол. США, а загальний обсяг їхніх активів оцінюється в 7,06 трлн дол. Компанія називає дві головні причини: збільшення розміру діючих фондів та поява нових. Прогнозні дані з високою достовірністю ($R^2 = 0,9994$) вказують на подальше зростання обсягів коштів, які перебувають під управлінням СФ (рис. 2).

На основі вивчення досвіду функціонування СФ у Китаї, Сінгапурі та багатих на нафту державах Близького Сходу можливість створення свого суверенного фонду розглядає Японія [16]. За валютними резервами вона поступається лише Китаю. Перманентне існування бюджетного дефіциту та низька прибутковість резервів сприяли порушенню питання щодо можливості створення суверенного фонду, що є важливою спробою для Японії на шляху множення національного багатства, а також скорочення державних запозичень. Особливо це актуально на тлі прогнозів бурхливого зростання витрат на соціальну сферу в осяжному майбутньому, оскільки населення країни стрімко старіє. Зокрема, валютні резерви, які на сьогодні інвестовані переважно в державні борги Сполучених Штатів, могли б інвестуватися в надійні державні облігації з високою прибутковістю. Станом на 31 січня 2014 р. обсяг національних валютних резервів Японії становив 996,040 млрд дол. США.

Структура активів відображає набір фінансових інструментів, у котрі інвестуються кошти СФ. Загалом такі фонди використовують широкий спектр фінансових інструментів для інвестування своїх коштів, а саме: валюту, венчурний капітал, акції, облігації, альтернативні фінансові інструменти, нерухомість, хедж-фонди (рис. 3).

Деякі СФ, страхуючись від падіння цін на активи, вкладають кошти в хедж-фонди. Один із центральних банків, що управляв суверенним фондом,

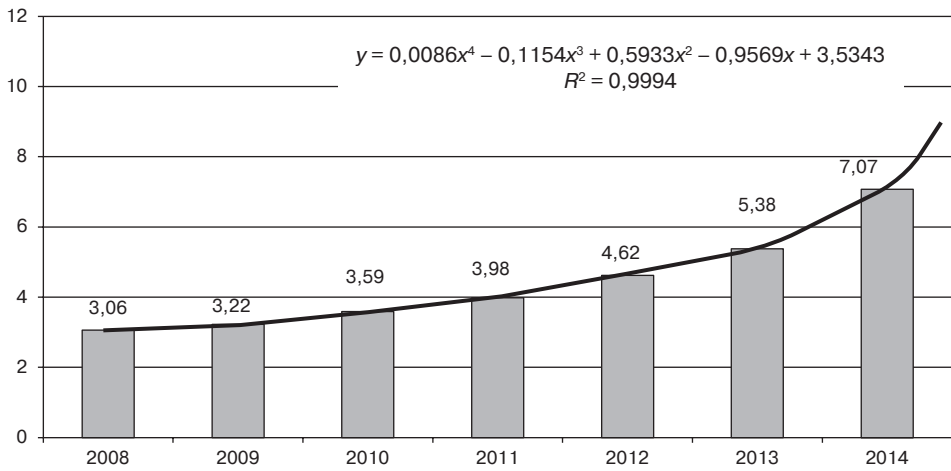
Таблиця 3. Двадцятка найбільших суверенних інвестиційних фондів світу

Рей- тинг	Назва фонду	Активи, млрд дол. США	Рік ство- рення	Джерело формування	Linaburg- Maduell Transparency Index (індекс прозорості)
1	Government Pension Fund - Global (Норвегія)	893,0	1990	Нафта	10
2	Abu Dhabi Investment Authority (ОАЕ, Абу-Дабі)	773,0	1976	Нафта	5
3	SAMA Foreign Holdings (Саудівська Аравія)	757,2	—	Нафта	4
4	China Investment Corporation (Китай)	652,7	2007	Несировинний	7
5	SAFE Investment Company (Китай)	567,9	1997	Несировинний	4
6	Kuwait Investment Authority (Кувейт)	548,0	1953	Нафта	6
7	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio (Китай, Гонг-Конг)	400,2	1993	Несировинний	8
8	Government of Singapore Investment Corporation (Сінгапур)	320,0	1981	Несировинний	6
9	Qatar Investment Authority (Катар)	256,0	2005	Нафта й газ	5
10	National Social Security Fund (Китай)	201,6	2000	Несировинний	5
11	Temasek Holdings (Сінгапур)	177,0	1974	Несировинний	10
12	Australian Future Fund (Австралія)	95,0	2006	Несировинний	10
13	Abu Dhabi Investment Councili (ОАЕ, Абу-Дабі)	90,0	2007	Нафта	н/д
14	National Welfare Fund (РФ)	88,9	2008	Нафта	5
15	Korea Investment Corporation (Південна Корея)	84,7	2005	Несировинний	9
16	Reserve Fund (РФ)	79,9	2008	Нафта	5
17	Samruk-Kazyna JSC (Казахстан)	77,5	2008	Несировинний	—
18	Revenue Regulation Fund (Алжир)	77,2	2000	Нафта й газ	1
19	Kazakhstan National Fund (Казахстан)	77,0	2000	Нафта	8
20	Investment Corporation of Dubai (ОАЕ, Дубай)	70,0	2006	Нафта	5
Усього по нафті й газу		4291,7			
інші		2779,5			
Разом		7071,2			

Джерело: Fund Rankings / Sovereign Wealth Funds Institute [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

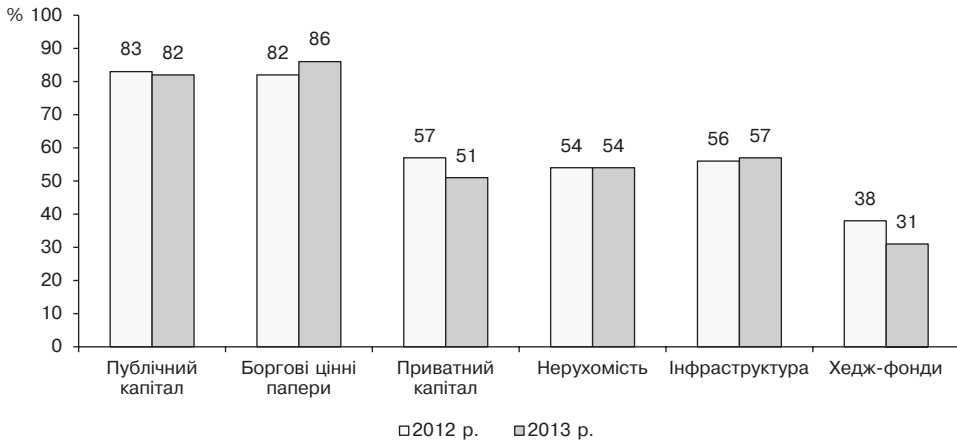
визнав факт інвестування в “Long Term Capital Management” (LTCM), коли цей хедж-фонд оголосив про своє банкрутство в 1998 р. Інший центральний банк має вклади в ризиковому приватному фонді прямих інвестицій [17]. За даними аналітиків компанії “Preqin” протягом останніх років спостерігається висока активність СФ щодо прямих інвестицій і хедж-фондів.

Вимоги до активів для інвестування (види, пропорції, рейтинг емітента тощо), як правило, визначаються відповідним національним державним



Джерело: Fund Rankings / Sovereign Wealth Funds Institute [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

Рис. 2. Сукупні активи під управлінням суверенних фондів світу за період 2008—2014 рр., трлн дол. США



Джерело: складено за: Fund Rankings / Sovereign Wealth Funds Institute [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

Рис. 3. Динаміка вкладень суверенних фондів у фінансові інструменти

актом або внутрішніми документами фонду. СФ відрізняються консерватизмом у інвестиційній стратегії та довгим інвестиційним горизонтом. Їхня політика щодо формування свого інвестиційного портфеля визначається тими самими законами й правилами, що й для інших учасників світового фінансового ринку. Зокрема, діючи як інвестори в країнах ОЕСР, вони зобов'язані розкривати інформацію про досягнення їхньої частки участі встановленого

розміру (наприклад, 2, 5 або 10 %). Окрім того, в деяких країнах ОЕСР інвестори, чий пакет участі досяг встановленого розміру, зобов'язані повідомити органи фінансової влади про свої наміри. Реальне виконання цих вимог слугує забезпеченню корпоративного контролю прозорості фінансових ринків і дисципліни на них [18].

Суверенні фонди на глобальному фінансовому ринку перетворилися на впливову категорію інституційних інвесторів. Однак низька прозорість структури управління та інвестиційних стратегій цих фондів викликає певне занепокоєння серед ряду політиків і економістів, особливо щодо потенційного впливу на загальну фінансову стабільність [19, с. 30].

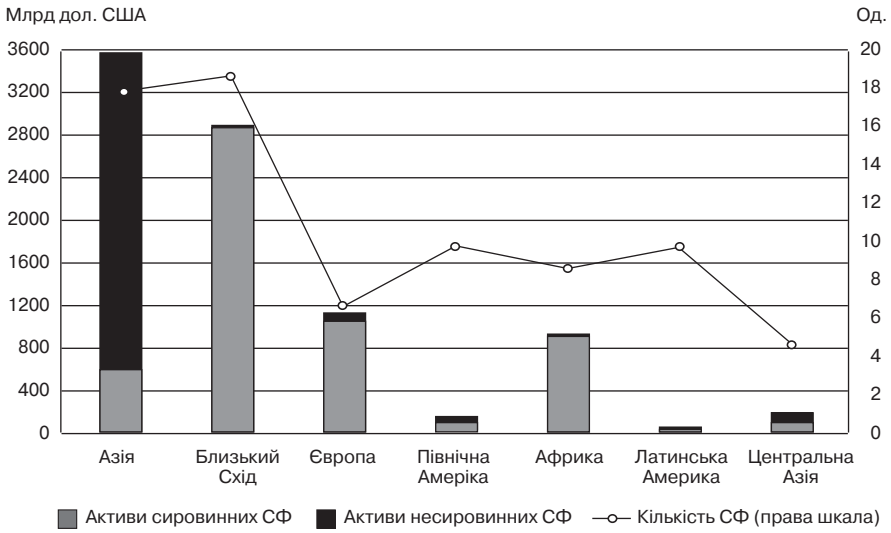
Як свідчить міжнародна практика, СФ формуються здебільшого за рахунок доходів від експорту сировинних товарів, головним чином нафти й нафтопродуктів (59,5 %) та в країнах, що мають хронічне додатне сальдо поточного рахунку платіжного балансу (табл. 4). Причому основну частку таких фондів становлять СФ Близького Сходу (переважно Об'єднаних Арабських Еміратів та Саудівської Аравії), а також Європи (Норвегія й Росія). Проте більшість створених у світі фондів (як за обсягом активів, так і за кількістю) на сьогодні зосереджено в країнах із ринками, що формуються, в основному Азійського регіону (рис. 4).

Таблиця 4. Структура суверенних фондів світу за джерелами формування та регіонами, %

Ознака	2009 (станом на грудень)	2010 (станом на листопад)	2013 (станом на серпень)	2014 (станом на жовтень)
<i>Джерела формування</i>				
Сировинні	60	58	59	59,5
Несировинні	40	42	41	40,5
<i>Регіони</i>				
Азія	38	40	40	39,1
Близький Схід	37	35	35	31,7
Європа	18	17	17	16,7
Америка	2	3	3	2,9
Африка	3	3	3	2,3
Інші регіони	2	2	2	2,0

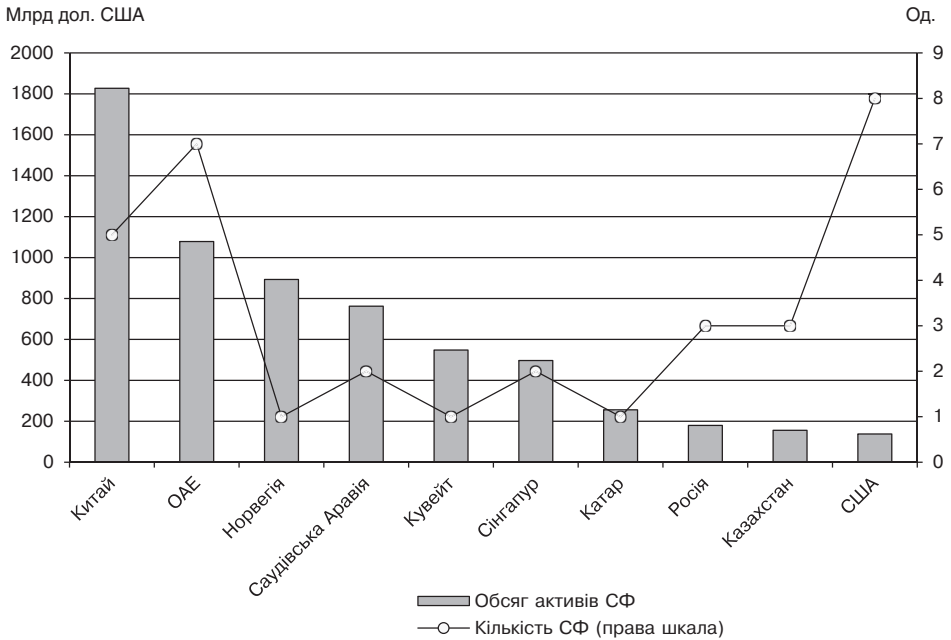
Джерело: складено за: Fund Rankings / Sovereign Wealth Funds Institute [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

Головними гравцями в цій сфері, що контролюють 89,4 % активів усіх СФ (станом на початок 2015 р.), є 10 держав, а саме: Китай, Норвегія, ОАЕ, Саудівська Аравія, Сінгапур, Кувейт, Катар, Росія, Казахстан і США (рис. 5). Серед них лише Сінгапур і Китай та частково США й Казахстан сформували свої фонди не завдяки експорту нафти, а стійкому додатному сальдо рахунку поточних операцій та/або державного бюджету.



Джерело: складено за: Fund Rankings / Sovereign Wealth Funds Institute [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

Рис. 4. Розподіл активів суверенних фондів за регіонами



Джерело: складено за: Fund Rankings / Sovereign Wealth Funds Institute [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

Рис. 5. Країни — лідери за акумулюванням активів суверенних фондів

Азійські СФ інвестують на своїх домашніх ринках або сусідніх держав, а близькосхідні — у США й Великобританії, що пояснюється малими розмірами національних фінансових ринків. Географічна складова інвестування залежить від привабливості відповідного ринку та визначається як державними правовими актами, так і внутрішніми документами фонду, а також м'якістю законодавства приймаючої країни.

Управління активами СФ є дещо специфічним. Так, більшість цих фондів:

- не має чітко виражених зобов'язань. Це означає, що їхні кошти використовуються виключно для отримання доходів через розміщення на фінансових ринках, а не для фінансування поточних проєктів;

- підтримує високу частку іноземних активів у власних інвестиційних портфелях;

- на фінансових ринках дотримується переважно довгострокової стратегії “купити і тримати” (buy and hold), обмежуючи операції спекулятивного характеру, короткі позиції (short). Наприклад, як довгострокові інвестиції аналітики оцінюють вкладення сингапурського “Temasek” у американський “Merill Lynch” (до його поглинання Банком Америки) та британські банки “Barclay Plc” і “Standard Chartered” [20];

- не використовує механізм залучення позикових коштів (левередж) для здійснення інвестицій та не позичає їх. За рахунок коштів СФ не фінансуються інвестиційні проєкти, не поповнюються бюджети, не проводяться пенсійні та інші соціальні виплати, крім випадків, коли така можливість передбачена при створенні фонду;

- дотримується консервативного принципу управління, найбільш подібного до пенсійних фондів;

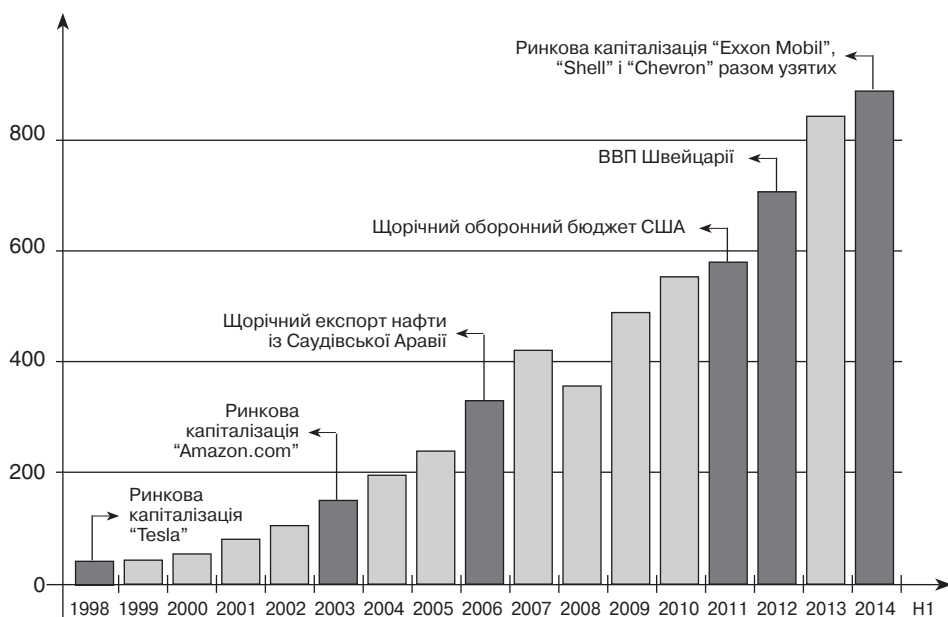
- підлягає жорсткому контролю з боку державного апарату, що обмежує інвестиції в нових сегментах і в нові інструменти з підвищеним ризиком;

- протягом тривалого часу не фіксує збиткові позиції у фінансових активах завдяки довгому інвестиційному горизонту та великим обсягам активів під управлінням;

- інвестує в різні активи, прагнучи отримати віддачу, яка перевищує безризикову норму прибутковості, що зумовило збільшення останнім часом альтернативних інвестицій, зокрема в нерухомість [21]. СФ вкладають кошти в активи, ціни на котрі падають, як правило, це інструменти ринкового інвестування. Придбання таких активів чинить стабілізуючий вплив на національну фінансову систему, а в окремих випадках і на світову.

Найбільшим суверенним фондом є Глобальний державний пенсійний фонд Норвегії (Government Pension Fund Global, GPF) — на нього припадає 14,4 % всіх активів і майже чверть їхнього річного приросту (185 млрд дол. США). У разі збереження нинішніх темпів зростання зазначений фонд цілком здатний у найближчих 2—3 роки подолати символічний рубіж у 1 трлн дол.

GPFG складається з двох частин — глобальної й локальної. Локальна частина формується на основі надходжень із державної системи страхування, глобальна — з надприбутків від експорту нафти. Починаючи із середини 1990-х років у глобальному фонді накопичилося близько 890 млрд дол., або 157 % номінального ВВП країни. Для порівняння: два російських суверенних нафтогазових фонди — резервний і національного добробуту — на сьогодні налічують сукупно 187,4 млрд дол. (восьме місце серед країн — власників СФ), проте по відношенню до ВВП вони за міжнародними мірками є невеликими (близько 9 %). За 15,5 року обсяг фонду виріс із сучасної ринкової капіталізації компанії “Tesla” до капіталізації енергетичних гігантів “Exxon Mobil”, “Shell” і “Chevron” разом узятих (рис. 6).



Джерело: Quartz [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://img.qz.com/2014/08/inflation-adjusted-value-of-norway-s-sovereign-wealth-fund-usd-bn-adjusted_chartbuilder3.png.

Рис. 6. Динаміка обсягу Державного пенсійного фонду Норвегії (глобального) у 1998—2014 рр., млрд дол. США

Гроші GPFG вкладені в акції, облігації й нерухомість по всьому світу для того, щоб не перегрівати економіку Норвегії та захистити заощадження від коливань цін на нафту. Кошти фонду можуть бути використані на покриття дефіциту бюджету, а у віддаленій перспективі, коли населення країни зовсім постаріє, а нафта закінчиться, — на виплату пенсій.

Наразі GPFG належить близько 1,3 % всіх акцій і облігацій у світі (за вартістю) — від “McDonald’s” і “Herbalife” до “Shell” і “Rolls Royce” [22]. Усього

в портфель GPFG входить 8 тис. компаній. У II кв. 2014 р. прибутковість фонду становила 3,3 %. У 2015 р. влада Норвегії розраховує посилити зростання в окремих секторах економіки, котрі стали неконкурентоспроможними через надмірне розширення нафтогазового сектору, в т. ч. за рахунок інвестицій із резервного фонду. За статутом GPFG розміщує 35 % своїх активів у облігаціях, 60 % — в акціях та до 5 % дозволено інвестувати в нерухомість. Фонд не інвестує в норвезькі активи — для цього є Державний пенсійний фонд Норвегії (GPFN).

У річному звіті GPFG повідомлялося, що на кінець 2013 р. він вклав кошти в облігації в 31 валюті, але 79 % цих інвестицій припадали лише на чотири грошові одиниці — американський долар, євро, фунт стерлінгів та єну. Найбільшу “вагу” серед валют країн, які розвиваються, мали мексиканський песо (1,7 %), корейська вона (1,6 %), бразильський реал (1,5 %) і російський рубль (1,3 %).

У 2014 р. GPFG оновив стратегію інвестування: він збільшує вкладення за рахунок нових ринків і валют. Портфель акцій фонду поповниться так званими прикордонними ринками¹, буде розширена валютна структура інвестицій у інструменти із фіксованою прибутковістю.

Оновлена стратегія GPFG передбачає активнішу участь у капіталі компаній. Фонд планує до 2016 р. збільшити число тих із них, у яких він володіє понад 5 % капіталу, до ста із сорока п’яти на кінець минулого року. При цьому перевага надаватиметься європейським емітентам. Фонд братиме активну участь у справах таких компаній — не тільки голосувати великими пакетами, а й взаємодіяти з радою директорів, номінувати своїх кандидатів.

GPFG і далі зміцнюватиме та вдосконалюватиме стратегії абсолютної прибутковості, орієнтовані на досягнення певного її рівня без прив’язки до ринкових орієнтирів (“бенчмарк”). Новими цілями фонду є: довгостроковий горизонт інвестування, поглиблений фундаментальний аналіз та діяльна участь в управлінні найбільшими активами (у попередні роки GPFG відводив собі роль виключно фінансового інвестора, чия частка в будь-якій компанії не може перевищувати 10 %).

Загалом успішне функціонування СФ у турбулентних умовах сучасного глобального ринку капіталу великою мірою зумовлене ретельно продуманою й ефективною структурою управління, сфокусованою на досягненні поставлених державою цілей і завдань. Оскільки такі фонди фактично є великим пулом державних фінансів, а точніше частиною національного багатства, управління ними має бути максимально прозорим та ґрунтуватися на детально продуманій інвестиційній стратегії.

¹ Під прикордонними розуміються ринки, котрі з точки зору інвестиційного співтовариства ще не досішли до статусу ринків, що розвиваються, наприклад Бангладеш, Кувейт, Казахстан, Україна, Румунія, В’єтнам.

Основними тенденціями в інвестиційній стратегії СФ є:

- Зниження частки фондів, що інвестують у приватні інвестиції та акціонерний капітал. Так, протягом 2013 р. вона зменшилася порівняно з 2012 р. відповідно з 57 до 45 % та з 38 до 31 %. Частково ця тенденція пов'язана зі зростанням кількості нових СФ, котрі зазвичай не здійснюють альтернативних інвестицій протягом декількох перших років, формуючи інвестиційні команди та накопичуючи активи.

- Збереження інтересу до альтернативних активів: нерухомості та інфраструктури. У 2013 р. у нерухомість інвестувало 54 % державних інвестиційних фондів. Частка фондів, які інвестують у інфраструктуру, трохи збільшилася — з 56 % у 2012 р. до 57 % в 2013 р. Останніми роками альтернативні активи стали важливою частиною портфеля багатьох СФ. Інвестиції в інфраструктуру є активом, котрий ці фонди використовують найчастіше. Це пов'язано з тим, що багато державних інвестиційних фондів створюються для того, щоб побудувати й поліпшити наявну інфраструктуру в рамках своєї країни чи регіону.

- Дедалі більше використання інвестицій у приватну нерухомість як класу активів, особливо в країнах МЕНА (Близького Сходу й Північної Африки), Північної Америки та Азії, де частка таких активів становить відповідно 81, 80 і 75 %. В умовах низької прибутковості за облігаціями й волатильності на ринку акцій СФ активно вкладають кошти в нерухомість, котра є привабливою, до того ж дає змогу диверсифікувати портфель. Саме цю ідею передає міжнародний консультант із нерухомості “Colliers International” у глобальному дослідженні “Нова ера для інституціональних інвестицій в Європі: від уникнення ризику до його усвідомлення” [23].

Обсяг вкладень у нерухомість по всьому світу у 2013 р. збільшився на 25 %, що свідчить про відновлення цього їх сектору. Азійський і Тихоокеанський регіони перебувають у найвищій точці інвестиційного циклу, тоді як у Європі та Америці інвестиції досі становлять лише 60 % від обсягів 2007 р., отже, є резерв для розвитку. Інвестиції у високоліквідні ринки преміальної нерухомості Європи та США вважаються “тихою гаванню”. Прибутковість таких об'єктів дорівнює 4—5 %, але їх можна легко реалізувати. Інвестори надають перевагу великим містам і столицям, таким як Лондон, Париж, Нью-Йорк, Мюнхен і Франкфурт.

Невисока, зате стабільна прибутковість відповідає тактиці СФ, котрі дотримуються стратегії довгострокових інвестицій у висококласні активи. Найбільшою популярністю серед них продовжує користуватися Лондон. Так, Державний інвестиційний фонд Китаю (China Investment Corp., CIC), під управлінням якого — 652,7 млрд дол. США оголосив про купівлю штаб-квартири “Deutsche Bank” у лондонському Сіті (за неофіційними даними сума операції сягнула понад 325 млн дол.). Державний нафтовий фонд Азербайджанської Республіки (37,3 млрд дол.) теж купив у мегаполісі офісні будівлі на 278 млн дол.

Малайзійський “Permodalan Nasional Berhad” придбав штаб-квартиру компанії “Linklaters”, офісну будівлю Європейського банку реконструкції та розвитку, а також офіс на Хай-Холборн (сума угод не оприлюднювалася). Другий за популярністю серед СФ ринок — Нью-Йорк.

- Надання переваги більшістю СФ (72 %), що вкладають кошти у фонди прямих вкладень, венчурним інвестиціям, які у 2013 р. істотно зросли (на 59 %) порівняно з 2012 р.

Інвестиційна політика суверенних фондів є важливим фактором як економіки країн-емітентів, так і стану світових фінансових ринків. Нинішня світова криза показала, наскільки великим є вплив інвестиційних рішень, що приймаються системно важливими гравцями, включаючи СФ, на глобальну фінансову стабільність.

Утім, зміна економічної кон’юнктури — зниження цін на нафту та інші види сировини, а також попиту на промислову продукцію країн Східної Азії, внаслідок чого майже 40 % інвестицій СФ із 2006 р. виявилися збитковими, — призвела до уповільнення потоку капіталу в західному напрямку. До того ж змінилося глобальне правове поле діяльності цих фондів: стало жорсткішим законодавство приймаючих країн, набув розвитку інвестиційний протекціонізм, запроваджене міжнародне регулювання у вигляді Принципів Сантьяго (Santiago Principles) та Політики приймаючих країн щодо суверенних фондів.

Основну увагу привертають методи роботи СФ, які мають мало спільного з традиційними варіантами розміщення надлишкових державних капіталів. Раніше офіційні інвестори були представлені консервативними центральними банками, котрі використовували низькоризикові чи безризикові інструменти. Державні кошти зазвичай вкладалися у відповідні цінні папери розвинутих країн або зберігалися там на банківських рахунках. Такий порядок існував доти, доки з’ясувалося, що ряд країн вирішив вийти на світовий ринок капіталу з великими грошима, щоб заробляти по-справжньому, не обмежуючись мізерною віддачею. Перша реакція на нових активних гравців, переважно з боку західних політиків, була вкрай негативною: держави Європи, США та інші ініціювали розроблення протекціоністських законопроектів, котрі давали змогу штучно обмежити можливості інвестицій для “новачків” з-за кордону.

Питання допуску суверенного фонду до певної країни тісно пов’язане з його прозорістю. Це показник відкритості компанії (фонду), його публічності; того, наскільки повно компанія (фонд) готова пропускати не лише акціонерів, а й тих, хто бажає отримати інформацію про бухгалтерську, управлінську діяльність тощо.

Інститут суверенних інвестиційних фондів (SWI) та робоча група по суверенних фондах (IWG) розробили дві методики оцінки прозорості СФ, згідно з якими останні повинні задовольняти встановленим критеріям. Розрахунок

показників прозорості за цими методиками є закритою інформацією, котра є власністю SWI та IWG.

Аналітики “Preqin” упевнені: сектор СФ у осяжному майбутньому тільки зростатиме. З одного боку, дедалі більше країн розуміють, що частину доходів необхідно відкладати в інтересах майбутніх поколінь, зокрема Болівія та Індія, здатні сформувати досить великі фонди. З другого — деякі країни розробили програми значного зростання наявних резервів. Так, невелика острівна держава Тринідад і Тобаго (чисельність населення менш ніж 1,5 млн осіб), котра має великі запаси нафти й газу, планує до 2020 р. збільшити свій Фонд спадщини та стабільності з нинішніх 4,8 млрд дол. США до 40 млрд.

Останнім часом СФ змінюють бізнес-моделі поведінки в декількох аспектах. По-перше, з’являються фонди, орієнтовані на внутрішній ринок. За словами Ж. Ліона, старшого економіста банку “Standard Chartered”, пріоритетом таких фондів у інвестуванні є національна економіка країн-емітентів [24]. Хоча головною метою фондів є диверсифікація портфеля та вкладення коштів за кордоном, для багатьох країн дедалі важливішими стають інвестиції у власну економіку. По-друге, СФ починають укладати прямі угоди, хоча раніше вони частіше віддавали гроші професіоналам. По-третє, виникають альянси цих фондів. Досі таких прикладів практично не було.

На нашу думку, зростання СФ передусім залежить від динаміки цін на сировинні товари, особливо на нафту. На сьогодні 11 із 20 найбільших СФ належать країнам — експортерам нафти й газу. З початку 2000-х років нафтодолари були особливо важливими для зростання цих фондів, оскільки ціни на нафту напередодні кризи вирости з 20—25 дол. США за барель майже до 150 дол., а в 2014 р. відбувалося їх стрімке падіння — до 40 дол. за барель.

Окрім того, впливовим чинником залишається прагнення економік, що розвиваються, накопичувати масштабні резерви, котре з’явилося після кризи 1997—1999 рр. і лише посилилося під час кризи 2008—2009 рр. Сьогодні глобальні валютні резерви перевищують 13 трлн дол. США, три чверті яких припадає на Азію. На думку С. Батисту, економіста центру “Economist Intelligence Unit”, фінансування Державного інвестиційного фонду Китаю залежить і, схоже, надалі залежатиме від трансферів із його золотовалютних запасів. Ця країна, розмір золотовалютних резервів якого сягнув 3,66 трлн дол. США, більше не бачить сенсу нарощувати їх. Тому Китай обмежить купівлю доларів та інших валют, що наближає його до заявленої мети: до 2015 р. відправити юань у “вільне плавання”. Скорочення припливу доларів у валютні резерви зменшить трансфери в національні СФ, котрі протягом останніх десяти років фінансувалися з цих резервів.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Найближчим часом посилення впливу суверенних фондів стане однією з ключових тенденцій на фінансових ринках. За умови виваженого управління ці фонди можуть доволі

помітно впливати на світові фінансові ринки та ціни на фінансові продукти. У протилежному випадку такі великі грошові потоки здатні дестабілізувати фінансовий ринок.

За типом інвестиційної політики СФ поділяються на стабілізаційні фонди й суверенні фонди — портфельні та прямі інвестори. Стабілізаційні фонди проводять консервативну інвестиційну політику, вкладаючи активи в низько-дохідні, але й низькоризикові інструменти, тоді як суверенні фонди — портфельні інвестори вкладають кошти в облігації, акції та альтернативні інструменти, проте уникають безпосередньої участі в капіталі, а суверенні фонди — прямі інвестори, навпаки, інвестують головним чином у акції компаній.

Останніми роками інвестиційна політика СФ зазнає значних змін, починає домінувати її змішаний тип. Практично всі такі фонди шукають вигідніші варіанти розміщення своїх коштів, розширюючи спектр активів для інвестування, збільшуючи частку високоризикових вкладень. Вони надають перевагу інвестиціям у компанії Північної Америки та Європи, оскільки ці ринки традиційно надають широкі можливості для вкладення коштів та є високоліквідними, а також здатні обслуговувати велику кількість інституціональних інвесторів.

Унаслідок фінансової кризи СФ зазнали втрати коштів, вкладених у цінні папери країн ОЕСР, тому вони почали збільшувати частку своїх інвестицій у національні економіки. Однак, незважаючи на це, вкладення в зарубіжні активи в кілька разів перевищують їхні інвестиції в національні. Крім того, при інвестуванні за кордон СФ стали надавати перевагу країнам, що розвиваються, та зростаючим економікам.

Очевидно, що держава не повинна діяти за принципом “накопичення заради накопичення”, адже кінцевою метою створення будь-якого резерву, фонду повинне бути економічне піднесення країни та підвищення добробуту її населення.

В умовах нестабільності світових фінансових ринків необхідність створення подушки безпеки у формі суверенного фонду не викликає сумнівів. Володіння таким інструментом є конкурентною перевагою кожної країни, а також фактором забезпечення стійкості банківської системи та курсу національної валюти, проведення стабільної фіскальної й монетарної політики. Проте це питання майбутнього, що потребує уваги вже сьогодні. Наразі більш актуальною й проблемною для України як держави — реципієнта капіталу є загроза її економічному суверенітету, прихована в розширенні іноземної присутності в національній економіці. Запобігти цьому можливо шляхом формування нормативно-правової бази щодо процедури допуску іноземних інвестицій СФ на внутрішній ринок України, визначення можливих напрямів інвестування без втрати суверенності.

Список використаних джерел

1. Транснаціональні корпорації та інфраструктура викликів : доповідь про світові інвестиції 2008 / ЮНКТАД. — Нью-Йорк ; Женева, 2008 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.un.org/ru/development/surveys/docs/investments2008.pdf>.
2. *Kern S.* Sovereign Wealth Funds — State Investments on the Rise / S. Kern ; Deutsche Bank. — Frankfurt, 2009.
3. Sovereign Wealth Funds — A Work Agenda / M. Allen, J. Caruana (eds.). — IMF, 2008. — 38 p.
4. *Fernandez D.* SWFs: A Bottom — up Primer / D. Fernandez, B. Eschweiler ; JPMorgan Chase Bank. — Singapore, 2008.
5. *Beck R.* The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets / R. Beck, M. Fidora // European Central Bank Occasional Paper. — 2008. — No. 91.
6. *Balding C.* Framing Sovereign Wealth Funds: What We Know and Need to Know / C. Balding // Working Paper. — 2009. — January.
7. *Jen S.* How Big Could SWFs Be by 2015? / S. Jen // Morgan Stanley Research. Economics. — 2007. — May.
8. *Jen S.* SWF's Impact on Financial Assets / S. Jen, L. Bindelli // Morgan Stanley Research. — 2008. — May.
9. *Bernstein S.* The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds / S. Bernstein, J. Lemer, A. Schoar ; Harvard Business School // Working Paper. — 2009. — April.
10. *San T.* Sovereign Wealth Funds and Financial Stability / T. San, H. Hesse // IMF Working Paper. — 2009. — October.
11. *Rožanov A.* Who Holds the Wealth of Nations / A. Rožanov // Central Banking Journal. — 2005. — Vol. 15, No. 4 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.docstoc.com/docs/80286792/Who-Holds-The-Wealth>.
12. *Дораев М. Г.* Суверенні фонди як суб'єкти міжнародного ринку капіталів (правові аспекти) / М. Г. Дораев // Московський журнал міжнародного права. — 2012. — № 1. — С. 229—240.
13. *Ибраев Р. Х.* Інвестиційні стратегії суверенних фондів: аналіз структури управління / Р. Х. Ибраев // Государственное и муниципальное управление: ученые записки СКАГС. — 2014. — № 1. — С. 184—194 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.academia.edu/6865747/Инвестиционные_стратегии_суверенных_фондов_анализ_структуры_управления.
14. *Казакевич П. А.* Стабілізаційні фонди як особа категорія учасників ринку цінних паперів / П. А. Казакевич // Фінанси та кредит. — 2007. — № 29 (269). — С. 38—45.
15. *Неплях О.* Можливості покращення взаємодії суверенних фондів та країн-реципієнтів інвестицій / О. Неплях // Дослідження міжнародної економіки. — 2011. — № 2 (67). — С. 201—209.
16. Японія вивчає можливість створення суверенного фонду [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.2stocks.ru/main/invest/world/article/k2k250208?year=2014>.
17. *Johnson S.* The Rise of Sovereign Wealth Funds / S. Johnson // A Quarterly Magazine of the IMF. — 2007. — Vol. 44, No. 3 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/fandd/2007/09/straight.htm>.
18. OECD Investment Committee: Freedom of Investment, National Security and “Strategic” Industries: Sovereign Wealth Funds and the International Investment landscape. 3—4 October 2007 (DAF/IN V/WD(2007)15/ADD1).

19. *Kotter J.* Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets / J. Kotter, U. Lel // *International Finance Discussion Papers. Board of Governors of the Federal Reserve System.* — 2008. — No. 940.

20. *Кочелягин Н.* Денежная лихорадка. Американские банки восстанавливаются по рецептам властей / Н. Кочелягин // *Время новостей online.* — 2009. — 13 мая [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.vremya.ru/2009/80/8/228971.html>.

21. *Игнатова Т. В.* Управленческие и организационные приоритеты модернизации МВФ и ВТО / Т. В. Игнатова, А. С. Чекунов // *Государственное и муниципальное управление: ученые записки.* — 2013. — № 1.

22. Крупнейший суверенный фонд мира меняет инвестиционную стратегию [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://top.rbc.ru/economics/24/06/2014/932349.shtml>.

23. Новая эра для институциональных инвестиций в Европе: от избежания риска до его осознания / *Colliers International* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.colliers.com/ru-ua/ukraine/insights/all-reports>.

24. *Кокшаров А.* Деньги не кончаются / А. Кокшаров, М. Завадский // *Эксперт.* — 2009. — № 20 (658) [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://expert.ru/expert/2009/20>.